



# La financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica

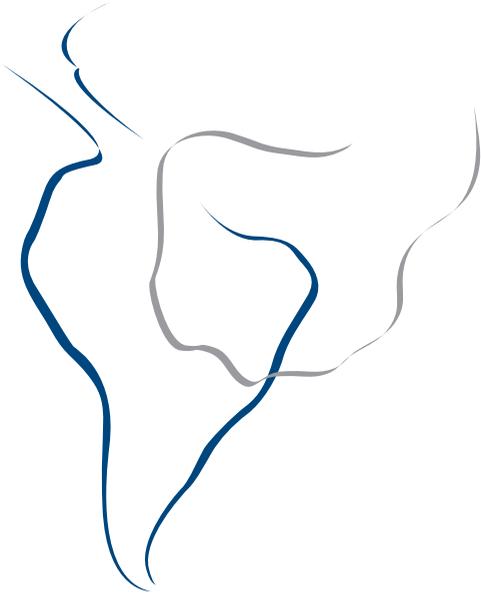
Prólogo a cargo del Presidente de la CNMV de España  
y Presidente del Patronato del IIMV  
D. Sebastián Albella Amigo

Introducción a cargo del Presidente del Consejo del IIMV  
y Superintendente Financiero de Colombia  
Dr. Gerardo Hernández Correa









# **La financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica**

Edición y Producción (2017)  
Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV),  
c/ Edison nº 4, segunda planta (28006 Madrid). Tef: 34 91 585 09 01;  
Email: acf@iimv.org; Web: www.iimv.org

ISBN: 978-84-8198-958-8  
IBIC: KCLF  
Depósito Legal: M-6195-2017

Maquetación e impresión:  
CYAN, Proyectos Editoriales, S.A.

*A la memoria de Antonio Moreno Espejo,  
Director de Autorización y Registro de Entidades de la CNMV de España,  
inestimable colaborador del IIMV desde su inicio e impulsor  
del Capital Riesgo y del Crowdfunding.*



# Relación de autores

## **Ignacio Orueta**

Consultor independiente

## **Marcelo Echagüe Pastore**

Director de Estudios Económicos y Análisis Financieros de la Comisión Nacional de Valores de Paraguay

## **Pablo Bazerque**

Jefe de Departamento de Estudios de Regulación Financiera de la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay

## **Augusto Correa Pina**

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

## **Carolina García Vera**

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

## **Daniel García López**

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

## **Carlos Fabián Rivero Zevallos**

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

## **Jesús González Redondo**

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

## **Daniel Ibáñez**

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

**Álvaro Meléndez Martínez**

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

**María Fernanda Pazmiño Hernández**

Especialista de la Dirección Nacional de Fiscalización, Consultas y Desarrollo Normativo de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros de Ecuador

**José Alexander Castañeda Sánchez**

Intendente de Valores y Conductas de la Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador

**Yolanda G. Real S.**

Directora de Emisores de la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá

**Olga María Nivar Arias**

Directora de Oferta Pública de la Superintendencia de Valores de la República Dominicana

**Soledad Rodríguez Fernández**

Vocal Asesora en la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera de España

# Colaboradores

**Romina Reyes**

Comisión Nacional de Valores de Argentina

**Nicole Medinaceli Guerra**

Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero de Bolivia

**Thayana Stocco do Amaral**

Comissão do Valores Mobiliários de Brasil

**Alejandra Valladares**

Superintendencia de Valores y Seguros de Chile

**Carol Andrea Martínez**

Superintendencia Financiera de Colombia

**Ana Julia Espinoza**

Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador

**Elías López Blanco**

Comisión Nacional del Mercado de Valores de España

**José Benjamin Santos**

Comisión Nacional de Bancos y Seguros de Honduras

**Ana Luisa Martínez Zea**

Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México

**José Iván Ríos Marroquín**

Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México

**Herzen Murillo**

Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras de Nicaragua

**Luis M. Talavera Insfrán**

Comisión Nacional de Valores de Paraguay

**Cristina Sofia Dias**

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários de Portugal

# Nuestro agradecimiento a los funcionarios de las siguientes Instituciones participantes

- Comisión Nacional de Valores de Argentina
- Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero de Bolivia
- Comissão do Valores Mobiliários de Brasil
- Superintendencia de Valores y Seguros de Chile
- Superintendencia Financiera de Colombia
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador
- Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador
- Comisión Nacional del Mercado de Valores de España
- Secretaría General del Tesoro y Política Financiera de España
- Comisión Nacional de Bancos y Seguros de Honduras
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México
- Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras de Nicaragua
- Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá
- Comisión Nacional de Valores de Paraguay
- Superintendencia del Mercado de Valores de Perú
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários de Portugal
- Superintendencia de Valores de República Dominicana
- Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central de Uruguay

y por su colaboración especial a CAF Banco de Desarrollo de América Latina y a la Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID) .

# Índice

Prólogo .....	15
D. Sebastián Albella Amigo <i>Presidente de la CNMV de España y Presidente del Patronato del IIMV</i>	
Introducción .....	17
Dr. Gerardo Hernández Correa <i>Presidente del Consejo del IIMV y Superintendente Financiero de Colombia</i>	
<b>1ª PARTE. LA IMPORTANCIA DE LAS PYMES EN IBEROAMÉRICA Y SU FINANCIACIÓN.....</b>	<b>21</b>
Capítulo 1. Importancia económica de las PYMES en las economías iberoamericanas .....	23
Ignacio Orueta <i>Consultor independiente</i>	
1. Definición y concepto, y características generales: organización jurídica, formalización vs. Informalidad .....	25
1.1. Definición y concepto .....	25
1.2. Características generales: organización jurídica, formalización vs. informalidad .....	39
2. Posición de las PYMES en el tejido empresarial: importancia sobre el PIB, incidencia en la generación de empleo y sectores económicos .....	44
Capítulo 2. La financiación de las PYMES en Iberoamérica .....	55
Ignacio Orueta <i>Consultor independiente</i>	
Marcelo Echagüe Pastore <i>Director de Estudios Económicos y Análisis Financieros de la Comisión Nacional de Valores de Paraguay</i>	
Pablo Bazerque <i>Jefe de Departamento de Estudios de Regulación Financiera de la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay</i>	
1. Fuentes y mecanismos habituales de financiación .....	57
2. Comparación de la estructura financiera en Iberoamérica con otras regiones .....	77
3. Políticas públicas de apoyo (incentivos tributarios, líneas de crédito especiales, subvenciones) .....	84

4. Principales obstáculos de acceso al sector bancario y mercados financieros ...	98
5. Elementos de mejora para acceso de las PYMES a los mercados financieros: gobierno corporativo, información financiera, clasificación de riesgos (scoring) .....	111
5.1. Gobierno corporativo .....	111
5.2. Transparencia corporativa. Información financiera.....	114
5.3. Riesgo de crédito. Modelos de scoring.....	117

## **2ª PARTE. FINANCIACIÓN DE PYMES A TRAVÉS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES.....** 123

### **Capítulo 3. Iniciativas para facilitar el acceso directo de las PYMES a los mercados de valores en Iberoamérica .....** 125

Augusto Correa Pina

*Analista Sénior de la Superintendencia de Relaciones Internacionales de la Comissão do Valores Mobiliários de Brasil*

Carolina García Vera

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

Daniel García López

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

Carlos Fabián Rivero Zevallos

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

1. Introducción .....	127
2. Acceso de las PYMES a través de los mercados de valores en Iberoamérica .....	129
2.1. Aspectos generales .....	129
2.2. Iniciativas desarrolladas por los países de Iberoamérica.....	133
2.3. Casos de estudio.....	145
2.3.1. El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) en España.....	145
2.3.2. El Mercado Alternativo de Valores (MAV) en Perú.....	147
3. Iniciativas internacionales y desarrollos normativos en curso asociados a facilitar el acceso directo de las PYMES a los mercados de valores .....	151
3.1. Prácticas e iniciativas a nivel internacional .....	153
3.2. Iniciativas regulatorias en desarrollo en países de Iberoamérica.....	157
4. Reflexión final .....	165

<b>Capítulo 4. Vehículos especiales y otras iniciativas de financiación de las PYMES a través de los mercados de capitales .....</b>	<b>167</b>
Jesús González Redondo	
<i>Técnico del Departamento de Estudios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España</i>	
Daniel Ibáñez	
<i>Subgerente de Desarrollo y Estudio del Mercado de Capitales de la Comisión Nacional de Valores de Argentina</i>	
Álvaro Meléndez Martínez	
<i>Director General de Estudios Económicos de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México</i>	
1. Introducción .....	169
2. Sociedades de Garantía Recíproca.....	170
3. Capital riesgo, capital privado y business angels .....	179
4. Fondos de inversión para PYMES .....	191
5. Titulización de activos .....	196
6. Emisión de certificados bursátiles fiduciarios .....	198
7. Otros vehículos e iniciativas de financiación de las PYMES a través de los mercados de valores.....	201
<b>3ª PARTE. TENDENCIAS TECNOLÓGICAS EN LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES .....</b>	<b>205</b>
<b>Capítulo 5. Actividades Fintech para PYMES .....</b>	<b>207</b>
María Fernanda Pazmiño Hernández	
<i>Especialista de la Dirección Nacional de Fiscalización, Consultas y Desarrollo Normativo de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador</i>	
José Alexander Castañeda Sánchez	
<i>Intendente de Valores y Conductas de la Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador</i>	
Yolanda G. Real S.	
<i>Directora de Emisores de la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá</i>	
Olga María Nivar Arias	
<i>Directora de Oferta Pública de la Superintendencia de Valores de la República Dominicana</i>	
1. Introducción: definición y características de las actividades Fintech .....	209
1.1. Origen y antecedentes.....	210
1.2. Las Fintech y las entidades financieras.....	211
1.3. Las Fintech y la inclusión financiera .....	211
2. Las actividades Fintech para PYMES .....	212
2.1. Banca móvil.....	217
2.2. Big Data y modelos predictivos .....	218

2.3. Crowdfunding.....	220
2.4. Préstamos P2P .....	222
2.5. Criptomonedas y monedas alternativas .....	226
2.6. Blockchain o DTL .....	229
2.7. Sistemas de pago y transferencias.....	231
2.8. Servicios de asesoramiento financiero .....	232
3. Los organismos internacionales y las actividades Fintech.....	234
4. Iniciativas en Iberoamérica sobre Fintech .....	237

## Capítulo 6. Crowdfunding y economía participativa ..... 245

Soledad Rodríguez Fernández

*Vocal Asesora en la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera de España*

1. Introducción .....	247
2. Concepto y modelos de crowdfunding y ámbito del estudio .....	248
3. Importancia cuantitativa del crowdfunding en la Unión Europea y en América .....	251
4. Razones que justifican el crecimiento del crowdfunding.....	255
5. Elementos que determinan la decisión de regular .....	258
5.1. Beneficios potenciales del crowdfunding.....	258
5.2. Elementos que pueden justificar la intervención regulatoria.....	259
5.3. El análisis coste-beneficio de la intervención.....	261
6. La regulación del crowdfunding en Europa y América .....	262
6.1. La decisión de regular en Europa y América.....	262
6.2. La regulación del crowdfunding analizada desde la perspectiva de la gestión del riesgo .....	266
6.2.1. Ámbito de aplicación y requisitos de capital.....	266
6.2.2. Gestión de los riesgos asociados a la plataforma .....	268
6.2.3. Gestión de los riesgos asociados al promotor y al proyecto .....	269
6.2.4. Otras medidas.....	270
7. Conclusiones.....	271
Glosario y definición de términos.....	277

# Prólogo

**D. Sebastián Albella Amigo**  
*Presidente de la CNMV de España*  
*y Presidente del Patronato del IIMV*

---

El objetivo del sistema financiero es canalizar eficientemente recursos desde los agentes con capacidad de ahorro hacia aquellos que necesitan financiación.

Un mercado de capitales avanzado refuerza la conexión entre el ahorro y el crecimiento y ofrece a los ahorradores y a los inversores más opciones y mejores rentabilidades, y a las empresas más posibilidades de financiación en las diferentes fases de su desarrollo.

Adicionalmente, un mercado de capitales sólido ayuda a movilizar el capital y lo canaliza hacia las empresas, incluidas las pequeñas y medianas empresas, así como hacia proyectos sostenibles a largo plazo, que lo necesitan para su ejecución y que contribuyen a crear empleo.

Asimismo, disponer de un mercado de capitales desarrollado permite abrir un abanico amplio de fuentes de financiación, lo que posibilita la distribución de los riesgos financieros. De esta forma, los ciudadanos y las empresas son menos vulnerables a las contracciones de la financiación bancaria.

Por último, unos mercados de capitales líquidos y profundos incrementan la competitividad de los países y de sus empresas, como consecuencia de la reducción de los costes financieros en los que incurren.

Por este motivo, en los últimos años, el acceso al crédito a través del mercado de capitales en condiciones competitivas ha estado siempre entre las preocupaciones de los legisladores y los supervisores de todo el mundo.

En línea con ello, el Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores ha impulsado este *Estudio sobre la financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas en Iberoamérica*, que se presenta como un análisis comparado de las alternativas de financiación de las pequeñas y medianas empresas. En él se investiga la incidencia de los factores que dificultan su financiación y se señalan aquellos aspectos que deben modificarse para mejorar su acceso a los mercados financieros.

Detrás de este trabajo está el esfuerzo de muchos de nuestros expertos y, en particular, la valiosa aportación de quienes han colaborado directamente en la preparación de sus distintas partes, cuyo trabajo lo ha hecho posible.

El presente estudio incluye además un análisis del fenómeno de transformación digital que ha irrumpido en los últimos años en nuestros mercados y que ha modificado significativamente el patrón de conducta de sus agentes. Ejemplos de este fenómeno son el *Crowdfunding* o las empresas *FinTech*, aspectos que se abordan en el estudio con detalle.

Con este tipo de colaboraciones se está apostando por incentivar fuentes de financiación alternativas para las pequeñas y medianas empresas. El trabajo conjunto con Iberoamérica es de gran ayuda a la hora de coordinar los esfuerzos nacionales y, con ello, procurar conseguir unos objetivos comunes.

Espero que este trabajo contribuya a divulgar la importancia de construir mercados financieros más eficientes en cada país, que supongan una alternativa real de financiación para las pequeñas y medianas empresas.

# Introducción

**Dr. Gerardo Hernández Correa**

*Presidente del Consejo del IIMV y Superintendente  
Financiero de Colombia*

---

La importancia de las empresas medianas y pequeñas en la economía latinoamericana como generadoras de empleo y de tejido empresarial ha sido analizada en diferentes estudios desde hace varios años. Estos trabajos enfatizan la necesidad de encontrar fuentes alternativas de financiamiento que permita su formalización y crecimiento.

No cabe duda de que las PYMES son fundamentales para el sistema económico en Iberoamérica ya que representan en promedio más del 90% de las empresas totales de la región. Adicionalmente, este tipo de empresas representan entre el 50% y el 75% de los empleos totales y menos del 50% del producto interno bruto, cifras que demuestran la potencialidad de su crecimiento, el cual debe ser promovido por los gobiernos de la región.

Los esfuerzos de política pública en esta materia se han direccionado principalmente a lograr el acceso del segmento PYMES al crédito tradicional y, de manera complementaria, a la formalización y el desarrollo empresarial. Como lo muestra de manera contundente el estudio que se pone a disposición de los países de la región por parte del Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores, hay un sinnúmero de experiencias y lecciones por aprender e implementar para lograr el objetivo de inclusión financiera de una manera sólida y permanente a estas empresas.

Pero, tal vez la conclusión más importante del estudio es que estos esfuerzos no son suficientes si no se complementan con programas que permitan la formalización de las PYMES. Solo si estas empresas logran avances reales en su gobierno corporativo, en la utilización de estrategias gerenciales y contables modernas, en lograr una mayor competitividad para acceder a los mercados externos e internos, la financiación podrá ser sostenible. La fragilidad de las PYMES ante los cambios de ciclo económico ha llevado a que las políticas públicas enfoquen sus esfuerzos en la promoción e implementación de subsidios, incentivos a tasas de interés, líneas de crédito especiales que, si bien son mitigadores temporales, no necesariamente cumplen con el propósito de reactivar el segmento y darle sostenibilidad en el largo plazo.

La información disponible muestra que subsisten las barreras del acceso al financiamiento tradicional a las PYMES, pues menos del 40% de ellas ha logrado tenerlo, frente a un 76% de las grandes empresas. Ahora bien, en el contexto de financiación mediante el mercado de capitales, las PYMES adquieren una particular importancia. Las recomendaciones de organismos internacionales como IOSCO y la OECD coinciden en resaltar las ventajas de impulsar el mercado de capitales como mecanismo de financiación. Esta situación también representa una oportunidad de expansión para estos mercados en la región. Sin embargo, existen límites regulatorios y de mercado que impiden que accedan fácilmente a este mercado.

Es así como los responsables de la regulación de los mercados de valores se enfrentan a la necesidad de buscar un balance entre dos puntos. Por un lado, es necesario facilitar a las PYMES el acceso a financiación por medio del mercado de capitales y, por el otro, velar por la protección al inversionista y mantener la integridad del mercado. Las innovaciones tecnológicas de servicios financieros han generado nuevas actividades que también brindan oportunidades de financiación no tradicionales a las PYMES. El reto regulatorio con respecto a estas actividades requiere fomentar el desarrollo de estos nuevos esquemas sin olvidar la protección de clientes, inversionistas y mitigar los riesgos que puedan afectar al sistema por su proximidad a las actividades financieras vigiladas.

Con estas consideraciones previas, la decisión del Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV) de poner en marcha un completo análisis de la situación del financiamiento de las PYMES y de las alternativas que estas pueden encontrar en el mercado de capitales no solamente es oportuna sino muy útil para que los diferentes países de la región retomemos las experiencias en donde la implementación de políticas públicas ha derivado en lograr que el acceso al financiamiento sea sostenible en el mediano y largo plazo, así como en una reducción de la informalidad.

La relevancia del presente estudio se fundamenta en la vasta experiencia internacional recabada en alrededor de 15 países de la región, además de España y Portugal. Sin duda, muestra un panorama completo y exhaustivo de la situación que enfrenta la región.

El estudio se estructura en tres partes. La primera analiza la importancia de las PYMES para la economía de los países iberoamericanos, abordando los temas de informalidad y organización jurídica, describe los principales esquemas de financiación tradicionales a los que tienen acceso, así como los principales obstáculos a los que estas se enfrentan para acceder a los mercados financieros. Este capítulo también destaca las iniciativas de políticas públicas implementadas por los países de la

región para incentivar el desarrollo de las PYMES. Finalmente, expone algunas propuestas dirigidas a las PYMES y al sector bancario que facilitarían el acceso de las primeras a los mercados financiero y de valores.

La segunda parte se concentra en la financiación de las PYMES a través de los mercados de capitales, haciendo una revisión de las diferentes iniciativas que han tomado los reguladores de la región para incentivar el acceso de las PYMES al mercado de capitales. Estos esfuerzos consisten en la adecuación de los requisitos regulatorios para la colocación y negociación de valores y la creación de segmentos del mercado especializados para PYMES y la necesidad de emprender proyectos de educación financiera. Por último, la tercera parte analiza el papel de los desarrollos tecnológicos en la financiación de las PYMES, describiendo cómo el FINTECH puede fomentar el crecimiento de las PYMES, y cómo la actividad del *crowdfunding* puede ser una alternativa de financiación para las PYMES diferente al crédito bancario y a los mercados de capitales tradicionales.

Con la publicación de este documento, el IIMV reitera el compromiso con la promoción de la investigación de temas relevantes que fomenten el entendimiento y el desarrollo de los mercados de valores de la región. El trabajo del IIMV es cada vez más importante para la región, convirtiéndose en un extraordinario escenario de discusión y capacitación para analizar los cambios que se vienen dando a pasos agigantados en los mercados de capitales y en su inevitable globalización.

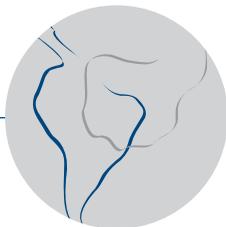
Por último, es necesario agradecer a los miembros del instituto cuya colaboración hizo posible este documento, y especialmente a los autores que permitieron hacerlo posible.



# **1ª PARTE**

## **LA IMPORTANCIA DE LAS PYMES EN IBEROAMÉRICA Y SU FINANCIACIÓN**

---



### **CAPÍTULO 1**

IMPORTANCIA ECONÓMICA DE LAS PYMES EN LAS ECONOMÍAS  
IBEROAMERICANAS

### **CAPÍTULO 2**

LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES EN IBEROAMÉRICA



## **CAPÍTULO 1**

# **Importancia económica de las PYMES en las economías iberoamericanas**

**Ignacio Orueta**

*Consultor independiente*

---

1. Definición y concepto, y características generales: organización jurídica, formalización vs. informalidad
  - 1.1. Definición y concepto
  - 1.2. Características generales: organización jurídica, formalización vs. informalidad
  
2. Posición de las PYMES en el tejido empresarial: importancia sobre el PIB, incidencia en la generación de empleo y sectores económicos



## 1. Definición y concepto, y características generales: organización jurídica, formalización vs. informalidad

### 1.1. Definición y concepto

Aunque de manera intuitiva se entiende qué son las micro, pequeñas y medianas empresas, conviene mencionar que existe una amplia variedad de definiciones de PYME<sup>1</sup> dependiendo del tamaño de la economía, pero no hay un consenso internacional que dé lugar a una definición estandarizada<sup>2</sup>. La mayoría de países analizados en este Estudio, con algún matiz comentable, establecen para su clasificación dos parámetros comunes: el número de trabajadores y su facturación anual. Por tanto, podríamos establecer, con ciertos matices, una definición genérica bastante aproximada al entendimiento local de cada país del área iberoamericana. Así, específicamente, y como media, se puede considerar:

- **"Microempresa"** es aquella unidad productiva, de naturaleza natural o jurídica, que tiene entre 1 a 10 trabajadores y un valor de ventas o ingresos brutos anuales en torno a cien mil (USD\$ 100.000,00) dólares USA.
- **"Pequeña empresa"** es aquella unidad productiva, de naturaleza natural o jurídica, que tiene de 10 a 50 trabajadores y un valor de ventas o ingresos brutos anuales entre cien mil uno (US \$ 100.001,00) y un millón (USD \$ 1.000.000,00) de dólares USA.
- **"Mediana empresa"** es aquella unidad productiva que tiene de 50 a 200 trabajadores y un valor de ventas o ingresos brutos anuales entre un millón uno (USD\$ 1.000.001,00) y cinco millones (USD\$ 5.000.000,00) de dólares USA.

Es decir, las clasificaciones se basarían en dos parámetros esenciales:

---

1. Es importante el concepto de PYME definido en una legislación, ya que les confiere una serie de derechos diferentes del resto de empresas, y pueden acceder a ayudas, subvenciones o vías de financiación específica.

2. Por ejemplo, para que el Banco Mundial califique a una empresa como mediana, debe de cumplir con dos de los tres criterios siguientes: contar con menos de 300 empleados, poseer activos por menos de 15 millones de dólares o tener ventas menores a 15 millones de dólares. Una microempresa debe tener menos de 10 empleados, y activos o ventas anuales inferiores a 100.000 dólares; mientras que una pequeña empresa tendrá menos de 50 empleados y unos activos o ventas anuales inferiores a los 3 millones de dólares. "Guía informativa de banca PYME". Acceso al financiamiento. Servicios de asesoría IFC. Corporación Financiera Internacional. 2010.

[http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/282884-1279136526582/FINAL\\_SPANISH.pdf](http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/282884-1279136526582/FINAL_SPANISH.pdf)

En el área Mercosur existe una definición común de MIPYME, principalmente para el sector industrial, pero en la realidad el concepto y definición utilizada en cada uno de los países que conforman el Mercosur es distinto, y depende de los criterios cualitativos o cuantitativos en cada jurisdicción.

1. el número de trabajadores, y
2. la facturación anual.

Si bien la mayor parte de los países del área fijan un número de trabajadores y un nivel de facturación, existen algunas excepciones que solo fijan para su definición el nivel de facturación de manera genérica o por sectores. Este es el caso de Brasil que a través de la Ley Complementaria 123/06, las define por los ingresos brutos anuales, si bien el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE) tiene en cuenta el número de empleados para clasificar el tamaño de las empresas.

Respecto al primer criterio, el número de trabajadores, para aquellos países que usan dicho parámetro, encontramos pocas diferencias en cuanto a la fijación del número de trabajadores y la clasificación de micro, pequeña y mediana empresa, en adelante MIPYME. Significativamente, todos los países que utilizan este criterio, también utilizan el segundo, la facturación anual. Sin embargo, no se da el caso contrario.

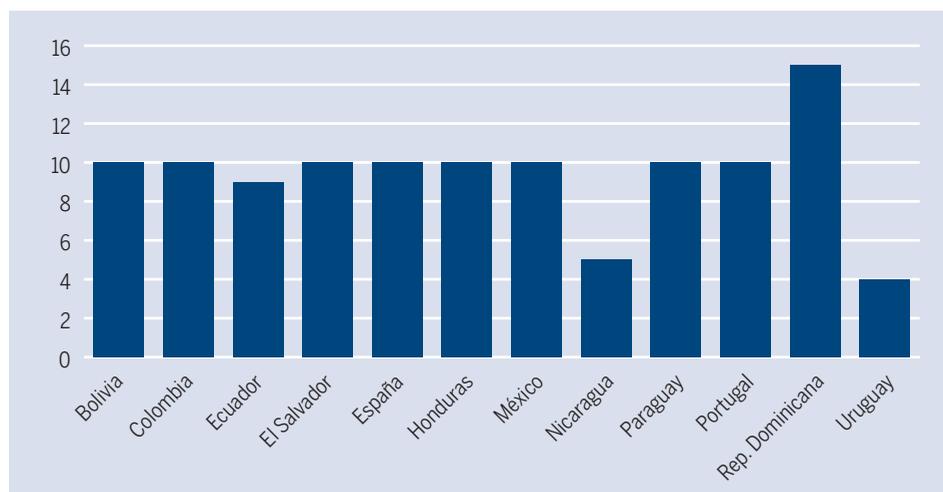
Mayor diferencia encontramos en cuanto a los volúmenes de negocio, especialmente en España y Portugal, ambos países obligados a utilizar los estándares definidos por la Unión Europea<sup>3</sup>. Además, como veremos más adelante, la Comisión Europea tiene en cuenta en esta clasificación un tercer parámetro, el tamaño del balance.

Centrémonos pues primero en el factor donde se encuentra el mayor consenso, esto es, el número de trabajadores. En el siguiente gráfico podemos comprobar las pocas diferencias existentes entre los diferentes países a la hora de clasificar a las microempresas en cuanto al número de trabajadores.

---

3. Recomendación de la Comisión Europea de 6 de mayo de 2003 sobre la definición de micro, pequeñas y medianas empresas. Disponible en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003H0361&from=ES>.

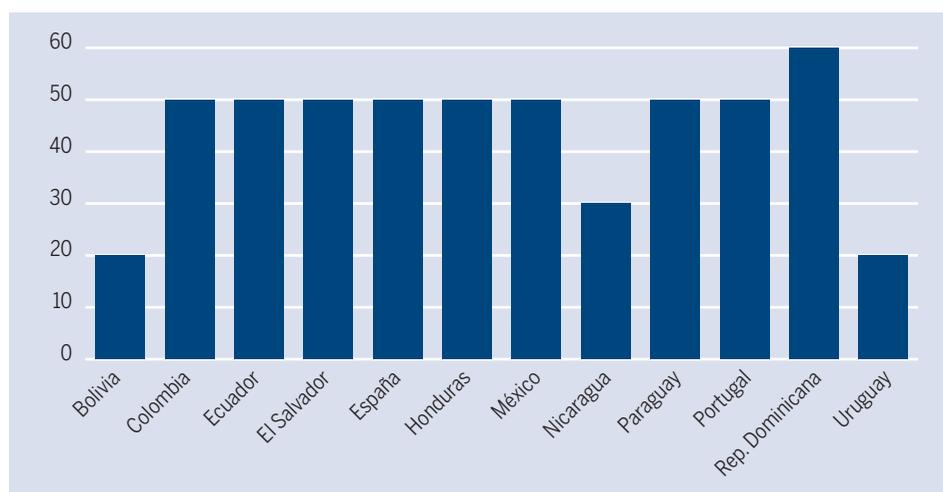
### Clasificación de microempresa por número de trabajadores



Fuente: elaboración propia, según informaciones facilitadas por las Comisiones y Superintendencias colaboradoras del Estudio.

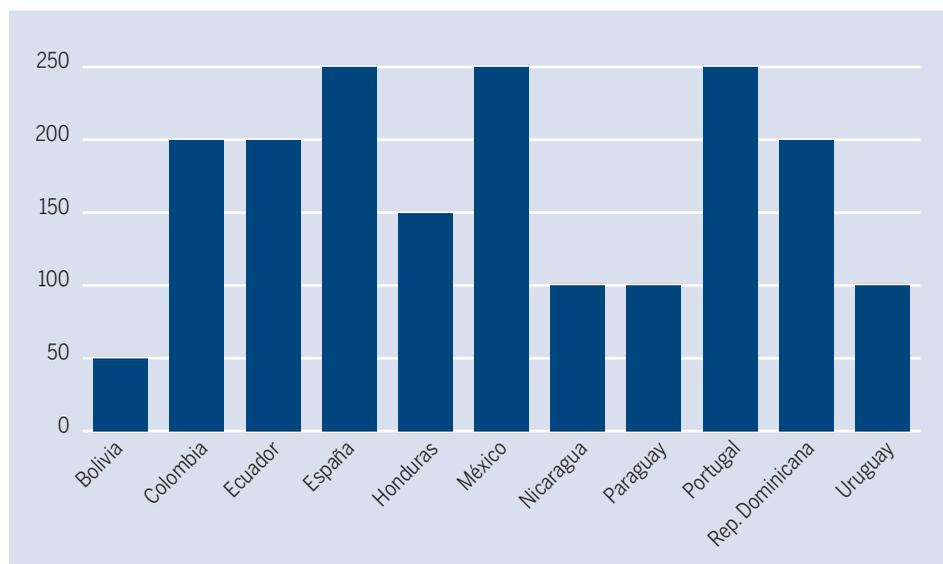
A continuación, y para el mismo parámetro del número de trabajadores, se recogen en los siguientes gráficos la diferenciación entre las pequeñas y medianas empresas por países.

### Clasificación de pequeña empresa por número de trabajadores



Fuente: elaboración propia, según informaciones facilitadas por las Comisiones y Superintendencias colaboradoras del Estudio.

### Clasificación de mediana empresa por número de trabajadores



Fuente: elaboración propia, según informaciones facilitadas por las Comisiones y Superintendencias colaboradoras del Estudio.

Es importante advertir respecto a estos gráficos, que sus datos son medias, es decir, valores estadísticos para mejorar la comprensión general. Por tanto, la clasificación real, de acuerdo con las informaciones facilitadas por las Comisiones y Superintendencias de Valores colaboradoras en este Estudio, sería la que se refleja en la siguiente tabla.

### Clasificación de empresas en función del número de trabajadores

País	Microempresa	Pequeña empresa	Mediana empresa
Bolivia	≤ 10	11 a 20	21 a 50
Colombia	≤ 10	11 a 50	51 a 200
Ecuador	1 a 9	10 a 49	50 a 199
El Salvador	1 a 10	11 a 50	N/A
España	≤ 10	≤ 50	≤ 250
Honduras	1 a 10	11 a 50	51 a 150
México	1 a 10	11 a 300 o 11 a 50	31 a 100 o 51 a 100 o 51 a 250
Nicaragua	1 a 5	6 a 30	31 a 100

País	Microempresa	Pequeña empresa	Mediana empresa
Paraguay <sup>4</sup>	1 a 10	11 a 30 o 11 a 50	31 a 100 o más de 51
Portugal	≤ 10	≤ 50	≤ 250
Rep. Dominicana	1 a 15	16 a 60	61 a 200
Uruguay	1 a 4	1 a 19	1 a 99

Fuente: elaboración propia, según informaciones facilitadas por las Comisiones y Superintendencias colaboradoras del Estudio.

Hay que señalar la peculiaridad de México<sup>5</sup>, pues no solo clasifica las MIPYMES por el número de trabajadores, sino también por el tipo de actividad a la que se dedica la empresa. En efecto, diferencian sectorialmente, distinguiendo con ello la menor o mayor necesidad de mano de obra en función del tipo de negocio.

Tamaño	Sector	Rango de número de trabajadores	Rango de monto de ventas anuales (millones)	Tope máximo combinado <sup>6</sup>
Micro	Todas	Hasta 10	Hasta \$4 (Hasta USD\$0,2)	4,6
Pequeña	Comercio	Desde 11 hasta 30	Desde \$4,01 hasta \$100 (USD\$0,2 - \$5,4)	93
	Industria y Servicios	Desde 11 hasta 50		95
Mediana	Comercio	Desde 31 hasta 100	Desde \$100,01 hasta \$250 (USD\$5,4 - \$13,6)	235
	Servicios	Desde 51 hasta 100		
	Industria	Desde 51 hasta 250		250

Fuente: Diario Oficial de la Federación del 30 de junio de 2009, estratificación de PYMES según los criterios de la Secretaría de Economía de México.

4. En Paraguay hay 2 clasificaciones: 1) según la Ley n° 4457/12 y Decreto Reglamentario n° 11453/13 (es la que se emplean en los gráficos 1 a 3, y en la tabla 1); y 2) según la Dirección General de Estadísticas, Encuestas y Censos (DGEEC).

5. En 2013 la CNBV, en conjunto con Nacional Financiera Banca de Desarrollo (NAFINSA), realizó iniciativas para definir un criterio de clasificación de tamaño que considera adicionalmente los siguientes criterios:

- Se toma como base la clasificación de número de empleados y ventas anuales de la Secretaría de Economía.
- Se excluyen a los fideicomisos.
- Se considera un límite de crédito a MIPYMES de hasta 2.7 millones de dólares (50 millones de pesos), toda vez que el financiamiento a estas empresas con NAFIN es en promedio tres meses de sus ingresos.

6. Tope máximo combinado = (trabajadores) × 10% + (ventas anuales) × 90%. El tamaño de la empresa se determinará a partir del puntaje obtenido conforme a la siguiente fórmula: puntaje de la empresa = (número de trabajadores) × 10% + (monto de ventas anuales) × 90%, el cual debe ser igual o menor al tope máximo combinado de su categoría. Tipo de cambio al 22 de enero de 2016 de \$18,4280.

Por su parte, Paraguay distingue, por razones regulatorias, dos clasificaciones diferentes y, a su vez, algunos países simplifican la clasificación dejándola solo en dos categorías. Por ejemplo, en El Salvador se distingue únicamente entre la micro y la pequeña empresa, mientras que en Honduras la distinción se realiza entre pequeña y mediana empresa. Esto no afecta a las magnitudes en cuanto a la clasificación de estas últimas, pero excluyen claramente las empresas sin empleados. Por otro lado, no existe información si dicha separación impacta sobre la financiación o tratamiento jurídico de estas.

Respecto al segundo parámetro mencionado, la facturación anual, encontramos mayores diferencias de criterio, tal y como se refleja en la siguiente tabla. Con el fin de homogeneizar la información, todos los datos están en US\$, y también conviene señalar que, como en el caso del número de trabajadores, para ciertos países las cifras son aproximaciones estadísticas.

### Clasificación de empresas en función de facturación anual

País (\$ USA)	Microempresa	Pequeña empresa	Mediana empresa	Fixing 27/06/2016
Argentina	400.000	1.200.000	1.540.000	1 \$ = 14,9295 ARS
Bolivia	5.000	50.000	175.000	1 \$ = 6,8483 BOB
Brasil	110.000	1.060.000	N/A	1 \$ = 3,3748 BRL
Chile	90.000	900.000	3.600.000	1 \$ = 679,5100 CLP
Colombia	115.000	1.150.000	7.000.000	1 \$ = 2.972,01 COP
Ecuador	= <100.000	Hasta 1.000.000	Hasta 5.000.000	1 \$ = 25.000,00 ECS
El Salvador	120.000	120.000	12.000.000	1 \$ = 8,6977 SVC
España	2.200.000	11.200.000	55.100.000	1 \$ = 0,9073 €
Honduras	115.000	1.850.000	N/A	1 \$ = 22,7719 HNL
México	210.000	5.200.000	13.200.000	1 \$ = 18,9431 MXN
Nicaragua	35.000	315.000	1.400.000	1 \$ = 28,6027 NIO
Panamá	150.000	1.000.000	2.500.000	1 \$ = 1,0 PAB
Paraguay <sup>7</sup>	90.000	450.000	1.050.000	1 \$ = 5.630,70 PYG
Perú	170.000	1.970.000	2.660.000	1 \$ = 3,3120 PEN
Portugal	2.200.000	11.200.000	55.100.000	1 \$ = 0,9073 €
Rep. Dominicana	131.723	878.175	3.293.085	1 \$ = 45,6750 DOP
Uruguay	200.000	1.000.000	8.000.000	1 \$ = 30,90 UYU

Fuente: elaboración propia, según informaciones facilitadas por las Comisiones y Superintendencias colaboradoras del Estudio.

7. Para las micro y pequeñas empresas el tipo de cambio sería de 5.555,56 PYG por dólar, respectivamente, mientras que para las medianas empresas sería de 5.714,29 PYG por dólar.

A continuación se detalla cada una de las definiciones de PYMES en los países participantes de este Estudio.

## Argentina

La Secretaría de Emprendedores y Pequeña y Mediana Empresa (Sepyme), dependiente del Ministerio de Producción de la Nación, define como MIPYMES a aquellas empresas que, según su sector económico, tengan un ingreso promedio anual inferior a los siguientes límites:

Ventas totales anuales hasta \$	Agropecuario	Industria y minería	Comercio	Servicios	Construcción
Micro	\$ 0,1	\$ 0,5	\$ 0,6	\$ 0,2	\$ 0,2
Pequeña	\$ 0,9	\$ 3,1	\$ 3,7	\$ 1,0	\$ 1,5
Mediana tramo 1	\$ 6,7	\$ 24,2	\$ 30,2	\$ 8,4	\$ 12,1
Mediana tramo 2	\$ 10,7	\$ 36,2	\$ 43,6	\$ 12,1	\$ 18,1

Nota: expresado en millones de dólares al tipo de cambio \$14,90/USD.

Este criterio cambió en el año 2013 cuando se distinguían las MIPYMES exclusivamente por su facturación sin importar el sector de producción.

Por su parte, la Comisión Nacional de Valores (CNV), regida por la Ley n° 26.831 del Mercado de Capitales, estableció un régimen especial de MIPYMES CNV (Resolución General n° 640/15<sup>8</sup>) cuyos montos fueron armonizados con los montos establecidos por la SEPYME mediante la (Resolución General n° 659/2016<sup>9</sup>), estableciendo como tope de facturación anual para la definición de las MIPYMES CNV los montos fijados para la empresa mediana tramo 2 arriba expuestos.

## Bolivia

En el ámbito financiero, tanto la Banca como el Mercado de Valores, han adoptado los mismos parámetros para clasificar a las PYME, esto es, a partir de los ingresos, patrimonio neto y número de personas, y, además, según el sector al que pertenezca la empresa —comercio, de producción o de servicios— (Sección 8, Capítulo IV,

8. <http://www.cnv.gob.ar/LeyesReg/CNV/esp/RGCRGN640-15.htm>

9. <http://www.cnv.gob.ar/LeyesReg/CNV/esp/RGCRGN659.htm>

Título II, Libro 3° de la Recopilación de Normas para Servicios Financieros<sup>10</sup>; Anexo 2 del Reglamento Interno de Registro y Operaciones de la Bolsa Boliviana de Valores, S.A.<sup>11</sup>).

## Brasil

De acuerdo con la Ley Complementaria 123/06, según el criterio de los ingresos brutos anuales, la definición de microempresas y pequeños negocios es:

- **Microempresas individuales** (MEI): hasta reales \$ 60.000,00.
- **Microempresa** (ME): hasta reales \$ 360.000,00.
- **Pequeña empresa** (PPE): reales \$ 360.000,01 - \$ 3.600.000,00.

Además de este criterio, el IBGE (Instituto Brasileño de Geografía y Estadística) tiene en cuenta el número de empleados a fin de clasificar el tamaño de las empresas para actividades bancarias, acciones tecnológicas, exportación, entre otras.

## Chile

Se publicó en el año 2010 la Ley n° 20.416, la cual tuvo como objetivo facilitar el desenvolvimiento de las MIPYMES mediante la adecuación y creación de normas regulatorias que rigieran su iniciación, funcionamiento y término, en atención a su tamaño y grado de desarrollo. Dicha ley incorpora el concepto de MIPYMES definiendo que serán consideradas como tal, aquellas empresas cuyos ingresos por ventas anuales sean inferiores a 100.000 Unidades de Fomento, equivalentes a USD 3,6 millones aproximadamente, distinguiendo aquellas consideradas como empresas micro, pequeñas o medianas dependiendo de su nivel de ingresos por ventas, tal como se muestra en el siguiente cuadro:

Tamaño empresa	Ingresos por ventas anuales (UF) <sup>12</sup>	Ingresos por ventas anuales (US\$ est.)	Número de empresas	Ventas (UF)
Micro	0 - 2.400	0 - 86.424	74,74%	1,78%
Pequeña	2.401 - 25.000	86.460 - 900.252	20,61%	6,44%
Mediana	25.001 - 100.000	900.253 - 3.600.000	3,09%	6,36%
Grande	> 100.000	3.600.000	1,56%	85,41%

Fuente: Servicio de Impuestos Internos (Autoridad Tributaria).

10. <http://servdmzw.asfi.gob.bo/circular/Textos/L03T02.pdf>

11. <https://www.bbv.com.bo/pymesbbv/wp-content/uploads/2016/04/Reglamento-Interno-de-Registro-y-Operaciones-BBV.pdf>

12. Valores al 31 de enero de 2015. Tasa de conversión 1 UF= 36,01 USD.

## Colombia

El sector empresarial está clasificado mediante la Ley 590 de 2000 y sus modificaciones (Ley 905 de 2004), conocida como la Ley Mipymes. De acuerdo a esta última, las MIPYMES se definen:

- **Microempresa:** planta de personal no superior a los diez (10) trabajadores y activos totales, excluyendo la vivienda de habitación, por valor inferior a quinientos (500) SMMLV<sup>13</sup>.
- **Pequeña empresa:** planta de personal entre once (11) y cincuenta (50) trabajadores y activos totales por valor entre quinientos uno (501) y menos de cinco mil (5.000) SMMLV.
- **Mediana empresa:** planta de personal entre cincuenta y uno (51) y doscientos (200) trabajadores y activos totales por valor entre cinco mil uno (5.001) a treinta mil (30.000) SMMLV.

## Ecuador

El Código Orgánico de la Producción ecuatoriano vigente desde 2010 [art. 53], el Reglamento a la Estructura e Institucionalidad de Desarrollo Productivo, de la Inversión y de los Mecanismos e Instrumentos de Fomento Productivo, establecidos en el Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones [art. 106], en consonancia con la Resolución 1260 del 21/08/2009 de la Comunidad Andina, definen a las MIPYMES de acuerdo a dos variables: (1) el número de trabajadores empleados; y, (2) el valor de ventas o ingresos brutos anuales.

Se considera “microempresa” a aquella unidad productiva que tiene entre 1 a 9 trabajadores y un valor de ventas o ingresos brutos anuales iguales o menores de cien mil (USD\$ 100.000,00) dólares de los Estados Unidos de América; “pequeña empresa” a aquella unidad de producción que tiene de 10 a 49 trabajadores y un valor de ventas o ingresos brutos anuales entre cien mil uno (US \$ 100.001,00) y un millón (USD \$ 1000.000,00) de dólares de los Estados Unidos de América; y “mediana empresa” a aquella unidad de producción que tiene de 50 a 199 trabajadores y un valor de ventas o ingresos brutos anuales entre un millón uno (USD\$ 1.000.001,00) y cinco millones (USD\$ 5000.000,00) de dólares de los Estados Unidos de América.

Es importante resaltar que la Resolución nº 210-2016-V de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera sobre “Normas aplicables al Registro Especial Bursátil-REB” establece que para los efectos de la participación en el REB son consideradas

---

13. SMMLV=Salario mínimo legal vigente (para 2016: 1 SMMLV= COP 689,454).

PYMES “las empresas que registran ventas anuales de US\$100.000,00 hasta US\$1.000.000,00. Adicionalmente, de las PYMES que se constituyan como sociedades mercantiles anónimas en forma sucesiva por suscripción pública de acciones” [art. 6].

## El Salvador

De acuerdo al art. 3 de la Ley para el Fomento, Protección y Desarrollo de la Micro y Pequeña Empresa, se definen:

- **Microempresa:** persona natural o jurídica que opera en los diversos sectores de la economía, a través de una unidad económica con un nivel de ventas brutas anuales hasta 482 salarios mínimos mensuales de mayor cuantía y hasta 10 trabajadores.
- **Pequeña empresa:** persona natural o jurídica que opera en los diversos sectores de la economía, a través de una unidad económica con un nivel de ventas brutas anuales mayores a 482 y hasta 4.817 salarios mínimos mensuales de mayor cuantía y con un máximo de 50 trabajadores.

## España y Portugal

Se utilizan los estándares considerados por la Comisión Europea en la Recomendación 2003/361/CE. La Unión Europea (UE) introduce un tercer parámetro, además del número de trabajadores y la cifra de negocio en la clasificación de las MIPYMES, esto es, el balance.

Tipo de empresas	Número de empleados	Cifra de negocio (millones de euros)	Balance (millones de euros)
Medianas	<250	≤50	≤43
Pequeñas	<50	≤10	≤10
Microempresas	<10	≤2	≤2

La Unión Europea (UE) tiene en cuenta estas definiciones a la hora de determinar qué tipo de empresas pueden acogerse a los programas de financiación que establezca para las PYMES, así como en relación con el establecimiento de reglas en el ámbito de la competencia.

## Honduras

De acuerdo a la Ley para el Fomento y Desarrollo de la Competitividad de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa, las **pequeñas empresas** se definen como aquellas que poseen una mejor combinación de factores productivos y posicionamiento

comercial, que permitan a la unidad empresarial acumular ciertos márgenes de excedentes, tienen una organización empresarial más definida que las microempresas y mayor formalización en su gestión y registro. Entre sus principales características encontramos las siguientes:

- a) Actividades de comercio, servicio o manufactura.
- b) Mínimo de 11 empleados y un máximo de 20 empleados.
- c) Promedio de ventas mensual de US\$ 9.375,00.
- d) Mayor relación de capital-trabajo (procesos de producción semitecnificados).
- e) Mayor división de trabajo.
- f) Cumple parcialmente con los procesos de legalización de la empresa.
- g) No existen registros y controles contables-administrativos sistematizados.

Las **medianas empresas** son aquellas que disponen de mayor inversión con relación a las pequeñas y presentan una adecuada relación en cuanto a su capital de trabajo, siendo sus principales características las siguientes:

- a) Clara división interna del trabajo y formalidad en sus registros contables y administrativos.
- b) Emplean un mínimo de 51 empleados y un máximo de 150 empleados remunerados.
- c) Promedio de ventas mensual de US\$ 154.000,00.
- d) Relación de capital-trabajo más avanzada (procesos de producción tecnificados).
- e) División interna de trabajo establecida.
- f) Operación formal de la empresa.
- g) Existencia de controles administrativos-contables.

## México

La definición oficial de PYME en México combina número de empleados y ventas por sector económico, como hemos visto anteriormente. Posteriormente, la CNBV adoptó un criterio que combina la definición oficial con un monto máximo de crédito de hasta 2,7 millones de dólares (50 millones de pesos).

## Nicaragua

De acuerdo con la Ley 645: “Ley de Promoción, Fomento y Desarrollo de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa” (Ley MIPYME) para definir una MIPYME se atenderá al número total de trabajadores permanentes, activos totales y ventas totales anuales de la empresa, tal y como se muestra a continuación<sup>14</sup>.

---

14. 1 USD equivale a 28,60 córdobas, a junio de 2016.

Variables	Microempresa	Pequeña empresa	Mediana empresa
Número total de trabajadores	1-5	6-30	31-100
Activos totales (en córdobas)	Hasta 200 mil	Hasta 1,5 millones	Hasta 6 millones
Ventas totales (córdobas)	Hasta 1 millón	Hasta 9 millones	Hasta 40 millones

## Panamá

La Ley nº 33 de 25 de julio de 2000, modificada por la Ley nº 72 de 9 de noviembre de 2009, establece:

- **Microempresa:** unidad económica, formal o informal, que genere ingresos brutos o facturación anuales hasta la suma de ciento cincuenta mil balboas<sup>15</sup> (B/. 150.000,00).
- **Pequeña empresa:** unidad económica que genere 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 genere 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).

## Paraguay

De acuerdo a la Ley nº 4457/12 para las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MI-PYMES) y su Decreto Reglamentario nº 11.453/13, son consideradas:

- **Microempresas (MIE):** aquellas formadas por hasta un máximo de 10 personas, en las que el propietario trabaja personalmente él o integrantes de su familia, y facturan anualmente hasta el equivalente a 500 millones de guaraníes<sup>16</sup> (Gs). En caso de que las empresas fueran recientemente establecidas, se considerará un activo patrimonial de hasta 100 salarios mínimos mensuales.
- **Pequeñas empresas (PE):** aquellas unidades económicas que facturen anualmente hasta Gs. 2.500 millones y ocupen hasta 30 trabajadores. En caso de que las empresas fueran recientemente establecidas, se considerará un activo patrimonial de hasta 500 salarios mínimos mensuales.

15. 1 balboa es 1 USD.

16. 1 USD equivale a 5.630,70, a junio de 2016.

- **Medianas empresas (ME):** aquellas empresas que tengan una facturación anual de hasta Gs. 6.000 millones y ocupen hasta 50 trabajadores. En caso de que las empresas fueran recientemente establecidas, se considerará un activo patrimonial de hasta 1.200 salarios mínimos mensuales.

Por su parte, la Dirección General de Estadísticas, Encuestas y Censos (DGEEC) utiliza otra definición de MIPYMES para la elaboración de sus datos estadísticos. Así, la definición utilizada por la DGEEC en la preparación del último Censo Económico Nacional (2011) es:

- **Micro y pequeñas empresas:** unidades económicas que abarcan de 1 a 10 personas ocupadas e ingresos anuales menor o igual a Gs. 300 millones.
- **Medianas:** unidades económicas que abarcan de 11 a 49 personas ocupadas o ingresos anuales mayores a Gs. 300 millones y hasta Gs. 2.000 millones.
- **Grandes:** unidades económicas que abarcan 50 y más personas ocupadas o ingresos anuales mayores a Gs. 2.000 millones.

## Perú

En la Ley n° 30056, que modifica diversas leyes para facilitar la inversión, impulsar el desarrollo productivo y crecimiento empresarial, se establecen los criterios que determinan la clasificación de las empresas formales, estableciendo una clasificación especial, ya que la realiza en función de las ventas anuales en Unidades Impositivas Tributarias (UIT)<sup>17</sup>:

Estrato empresarial	Promedia de ventas anuales (en UIT) <sup>1</sup>	Equivalencia en US\$ <sup>2</sup>
Microempresa	Ventas anuales hasta el monto máximo de 150 UIT	Ventas anuales hasta el monto máximo de US\$ 0,17 millones
Pequeña empresa	Ventas anuales superiores a 150 UIT y hasta por el monto máximo de 1.700 UIT	Ventas anuales superiores a US\$ 0,17 millones y hasta por el monto máximo de US\$1,97 millones
Mediana empresa	Ventas anuales superiores a 1,700 UIT y hasta por el monto máximo de 2.300 UIT	Ventas anuales superiores a US\$1,97 millones y hasta por el monto máximo de US\$ 2,66 millones

Nota: 1. Clasificación según Ley n° 30056.

2. UIT: Unidad Impositiva tributaria que para el año 2016 asciende a S/. 3,950 (aprox. US\$ 1,158). Tipo de cambio referencial: S/ 3,41.

17. La UIT es una unidad de referencia que se determina en base a las proyecciones económicas e inflación (no se revisa contra el tipo de cambio).

## República Dominicana

La Ley n° 488-08, que establece un Régimen Regulatorio para el Desarrollo y Competitividad de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPYMES) de fecha 30 de diciembre de 2008, define que se entiende por micro, pequeña y mediana empresa, toda unidad de explotación económica, realizada por persona natural o jurídica, en actividades empresariales, agropecuarias, industriales, comerciales o de servicio rural o urbano, que responda a los siguientes parámetros:

- **Microempresa:** unidad económica, formal o informal, que tenga un número de 1 a 15 trabajadores y un activo de hasta USD\$65.862 y que genere ingresos brutos o facturación anual hasta la suma de USD 131.723,38. Indexado anualmente por la inflación.
- **Pequeña empresa:** unidad económica, formal o informal, que tenga un número de 16 a 60 trabajadores y un activo de USD 65.862,01 a USD 263.447 y que genere ingresos brutos o facturación anual de USD 263.447,01 a USD 878.155,87. Indexado anualmente por la inflación.
- **Mediana empresa:** unidad económica, formal o informal, que tenga un número de 61 a 200 trabajadores y un activo de USD 263.447,01 a USD 878.155,87 y que genere ingresos brutos o facturación anual de USD 878.155,87 a USD 3.293.085. Indexado anualmente por la inflación.

## Uruguay

Según el Decreto n° 504/007 se utilizan los siguientes parámetros para su categorización:

- **Micro:** son las que ocupan no más de cuatro (4) personas y cuyas ventas anuales excluido el IVA, no superan el equivalente a dos millones (2.000.000) de unidades indexadas<sup>18</sup>.
- **Pequeña:** son las que ocupan no más de diecinueve (19) personas y cuyas ventas anuales excluido el IVA, no superan el equivalente a diez millones (10.000.000) de unidades indexadas.
- **Mediana:** son las que ocupan no más de noventa y nueve (99) personas y cuyas ventas anuales, excluido el IVA, no superan el equivalente a setenta y cinco millones (75.000.000) de unidades indexadas.

---

18. La unidad indexada es una unidad de valor que se va reajustando de acuerdo a la inflación medida por el Índice de Precios del Consumo. Esta unidad varía diariamente de modo que al cierre de mes acumula una variación con respecto al valor de la UI del mes anterior.

## 1.2. Características generales: organización jurídica, formalización vs. informalidad

Aunque se desarrollará en más profundidad en el siguiente epígrafe, respecto a la importancia de las MIPYMES podemos adelantar que tienen un gran peso en las economías iberoamericanas. En efecto, el número de micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES) supone más del 90% del total sector empresarial, alcanzando en varios países porcentajes muy próximos al 100%. También hemos de tener en cuenta que estos datos, reflejados en las tablas siguientes, están referidos a las MIPYMES en situación de cierta legalidad, pues como veremos existe otro gran número, especialmente dentro de las microempresas, que entrarían en la llamada economía sumergida, de las que no se tiene información estadística.

### Porcentaje del total de micro, pequeña y mediana empresa (MIPYMES) sobre el sector empresarial

País	Porcentaje
Argentina	98,08%
Bolivia	98,00%
Brasil	98,10%
Chile	98,40%
Colombia	96,00%
Ecuador	99,52%
El Salvador	99,30%
España	99,90%
México	99,80%
Nicaragua	99,34%
Paraguay	99,00%
Perú	99,50%
Portugal	99,90%
República Dominicana	97,70%
Uruguay	99,45%

Fuente: elaboración propia, según informaciones facilitadas por las Comisiones y Superintendencias colaboradoras del Estudio.

### Porcentaje pequeñas y medianas empresas sobre total sector empresarial

País	Pequeña empresa	Mediana empresa
Argentina	22,84%	5,62%
Bolivia	13,00%	5,00%
Chile	20,61%	3,09%
Colombia	4,60%	1,20%
Ecuador	7,70%	1,60%
España	4,70%	0,60%
México	3,60%	0,80%
Nicaragua		11,89%
Paraguay	2,30%	0,20%
Perú	4,50%	0,20%
República Dominicana	19,1%	19,5%
Portugal	3,20%	0,50%

Fuente: elaboración propia, según informaciones facilitadas por las Comisiones y Superintendencias colaboradoras del Estudio.

Las microempresas representan, a su vez, en todos los países donde se reportan datos, el mayor porcentaje dentro de las MIPYMES. Por ejemplo, de acuerdo con la información del registro único empresarial (RUE) de Colombia, en noviembre de 2015 había 2,5 millones de empresas activas, de las cuales cerca de 1,5 millones correspondían a matrículas de personas naturales y el restante millón a sociedades. De ellas, el 89,4% son microempresas (2,3 millones), el 4,6% pequeñas (115.500), un 1,2% medianas (29.200) y solo el 0,4% grandes (9.000). Además, las microempresas son las principales generadoras de empleo, aportan un 50,3% de los puestos de trabajo, seguidas por las pequeñas empresas con un 17,6% del empleo y las medianas que generan el 12,9%. Es decir, de forma agregada, las MIPYMES generan el 80,8% del empleo total, mientras que las grandes generan un 19,2%.

Por su parte en Honduras si bien no existe un catastro acabado ni actualizado de las MIPYMES en el país, se estima que más del 72% de la población se emplea en este tipo de empresas, siendo que estimaciones recientes y muy generales, señalan que habría en el país unos 260 mil micro, pequeños y medianos empresarios, la mayoría de ellos en situación de informalidad.

En España las conclusiones del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad<sup>19</sup> eran las siguientes para el año 2015: “El número de empresas existente en España a 1 de enero de 2015, según el Directorio Central de Empresas (DIRCE), es de 3.182.321; de estas, el 55,05% son empresas sin asalariados, y el 40,78% tienen entre 1 y 9 asalariados”. Es decir, si en España las MIPYMES representan el 99,9% de las empresas, las microempresas son el 95,83% de las mismas. En dicho informe se recoge, asimismo, que para el periodo 2013-2014 se produjo un incremento de un 4,89% de empresas sin asalariados y una reducción de -1,26% en microempresas con 1 a 9 trabajadores.

Brasil, por ejemplo, reconoce un crecimiento en el periodo 2009-2012 del 25,2% en este grupo (microempresas sin asalariados), a pesar de que para el mismo periodo el incremento total de las MIPYMES solo fue de un 0,7%.

Es más que probable que el mayor porcentaje a su vez de informalidad provenga de este conjunto de empresas sin asalariados, seguramente porque este segmento aún sigue enfrentándose a dificultades, como el financiamiento, los largos procesos para la formalización del negocio, la falta de tecnología o la dificultad para acceder a ella y los costes elevados en activo fijo, entre otros, lo que a su vez impacta negativamente en sus niveles de producción y de productividad<sup>20</sup>.

Es cierto que encontramos informalidad también en las pequeñas y medianas empresas, pero esta suele ser más de índole contable o estructural, que se va solucionando a medida que la empresa crece y se especializa en departamentos<sup>21</sup>. Así entre las características más relevantes de las microempresas en Colombia se destacan: los altos niveles de informalidad que se ven reflejados en el alto porcentaje de empresas que no pagan impuestos, que no llevan registros contables y que no tienen registro mercantil, los bajos niveles de asociatividad, el bajo nivel tecnológico y de formación de sus recursos humanos y el limitado acceso al sector financiero. De igual forma, se caracterizan por operar en un mercado limitado, vendiendo sus productos y servicios en nichos de mercado locales, principalmente a consumidores de bajos ingresos, donde los requisitos de calidad, precio y volumen son poco exigentes. Un porcentaje importante de las MIPYMES se caracteriza por llevar a cabo prácticas empresariales informales, debido a los altos costos de operar en la formalidad.

---

19. Secretaría General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa. Estadísticas Pyme 2016. [www.ipyme.org](http://www.ipyme.org)

20. De acuerdo con la CAF la informalidad es un problema muy arraigado en la región, que se resume en abundancia de mano de obra y, al mismo tiempo, escasez de empleos de calidad (aquellos que ofrecen buenos salarios, una afiliación a sistemas de seguridad social y aportan conocimiento que mejora a la sociedad). A esto se suma que las empresas —y todo el aparato productivo— en ocasiones no encuentran el capital humano que necesitan. <https://www.caf.com/es/conocimiento/blog/blog/2016/el-gran-problema-de-la-informalidad-en-latinoamerica/>

21. *Análisis estratégico para el desarrollo de la MPYME en Iberoamérica 2011*. FAEDPYME.

Además de esto, las MIPYMES presentan ciertas características que limitan su desarrollo, tales como: su baja capacidad de innovación, el bajo uso de tecnologías de información y comunicaciones, el limitado acceso al financiamiento adecuado, los problemas para comercializar sus productos, la obtención de insumos y la limitada participación en la contratación pública<sup>22</sup>.

En Nicaragua, la mayoría de las empresas poseen una condición jurídica de persona individual y, a su vez, muchas de ellas se encuentran en la informalidad. Esta situación se expresa en los registros contables, ya que únicamente un 6,63% de los establecimientos lleva una contabilidad general formal, lo cual se puede asociar a la falta de registro como contribuyente fiscal.

Así también uno de los principales problemas de las MIPYMES en Paraguay es el alto grado de informalidad en el cual operan. De hecho, el 61% de las microempresas no figuran en ningún registro, siendo el sector comercial el más afectado (62% de unidades económicas no registradas). Esta situación lógicamente acarrea consecuencias negativas en términos de calidad de empleo y acceso a los sistemas de seguridad social. En efecto, el 70% del personal ocupado en empresas de 1 a 10 empleados no percibe remuneración alguna (54% en el sector comercial), puesto que generalmente incluyen al propio propietario y miembros de su familia. Este porcentaje disminuye a medida que aumenta el tamaño del negocio, alcanzando el 13% para unidades económicas de entre 11 y 50 empleados. La informalidad y baja calidad del empleo también se refleja en la escasa cantidad de aportes a la seguridad social, los cuales disminuyen a medida que la empresa es más pequeña. En concreto, apenas el 12% de las microempresas registradas realizan alguna contribución al Instituto de Previsión Social (IPS), mientras que el 97% de las empresas que cuentan con más de 50 empleados lo hace. Asimismo, el alto grado de informalidad del mercado laboral paraguayo se observa también a través de los contratos laborales (apenas el 57% de las personas ocupadas como dependientes tienen uno) y la percepción de un salario igual o superior al mínimo legal.

De acuerdo con un Documento de Trabajo del Banco Central de Reserva del Perú<sup>23</sup>, las características estructurales de la informalidad laboral en el país no han cambiado significativamente durante la última década. De este modo, si bien en el periodo 2004-2014 se observó una reducción de la informalidad debido al crecimiento económico del país, la tasa de informalidad laboral del área urbana en este periodo varió entre 53% y 75% de la población ocupada, con una tasa promedio de reducción

---

22. Documento CONPES 3484 de 2007, *Política nacional para la transformación productiva y la promoción de las micro, pequeñas y medianas empresas: un esfuerzo público*.

23. Céspedes, N. (2015). Crecer no es suficiente para reducir la informalidad. *Documento de Trabajo n° 2015-005 del Banco Central de Reserva del Perú*.

anual entre -2.8% y -0.6%, indicadores relativamente bajos en comparación con las tasas de crecimiento experimentado por el PBI. Por su parte, la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (SUNAT) define que toda empresa que no tiene Registro Único de Contribuyentes (RUC) es clasificada como informal. Bajo esta premisa, el Ministerio de la Producción (PRODUCE) estimó alrededor de 3,64 millones de micro y pequeñas empresas en actividad, de las cuales el 56% son informales, lo que claramente repercute no solo en la productividad y calidad de empleo, sino además en el acceso y estructura de financiamiento de estas empresas.

En cualquier caso, no hay que olvidar que los datos mencionados anteriormente no dejan de ser estimaciones de la realidad conocida, por lo que no debemos excluir ni menospreciar otro porcentaje que intuitivamente podría ser alto, el de las MIPYMES desconocidas desde el punto de vista estadístico.

Respecto a la estructura jurídica de las MIPYMES, podemos mencionar que en Chile la mayoría de las empresas se constituyen como personas naturales (alrededor de un 50%), siendo importante además la constitución según sociedad de responsabilidad limitada (cerca de un 30%). Las sociedades anónimas cerradas y abiertas se concentran en el segmento de empresas grandes. En cuanto a la antigüedad de las empresas, más del 85% de las empresas tiene 20 o menos años de edad contado desde el inicio de actividades registrada en la Autoridad Tributaria. Por estrato de tamaño, las pequeñas y medianas empresas tienen 15 años de edad en promedio y las grandes empresas 17 años<sup>24</sup>.

Por su parte en España, de acuerdo al informe referido anteriormente del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad de las 3.182.321 unidades productivas, 1.626.334 empresas están constituidas como persona física, significando el 51,11%. Le siguen las empresas inscritas como sociedad limitada, con un total de 1.143.732 empresas y cuyo peso es del 35,94%, y en tercera posición se encuentran las empresas constituidas como comunidad de bienes, con el 3,64% del total (115.826 empresas). Según la condición jurídica de las empresas, todas las formas jurídicas experimentan un aumento, a excepción de la sociedad anónima y la sociedad cooperativa, que disminuyen en 3.403 y 41 empresas, respectivamente. Destacan en valores absolutos, el crecimiento de la persona física con 52.279 empresas más (3,32%) y la sociedad limitada con 8.534 empresas más (0,75%), y, en relativos, la comunidad de bienes que presenta una variación del 3,82%.

---

24. "Informe de resultados: empresas chilenas", emitido en septiembre de 2015 por la unidad de estudios del Ministerio de Economía basado en Tercera Encuesta Longitudinal desarrollada por el Ministerio de Economía. <http://www.economia.gob.cl/estudios-y-encuestas/encuestas/encuestas-de-emprendimiento-y-empresas/tercera-encuesta-longitudinal-de-empresas>

Según un estudio de la Subdirección General de Apoyo a la MIPYMES, dependiente del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad<sup>25</sup>, la situación jurídica de las MIPYMES en España a finales de 2014 era la siguiente:

	<b>Micro sin asalariados</b>	<b>Micro hasta 9</b>	<b>Pequeñas hasta 49</b>	<b>Medianas 50-249</b>	<b>PYME 0-249</b>
<b>Persona física</b>	62,90%	39,50%	4,10%	0,00%	50,60%
<b>Sociedad anónima</b>	1,60%	2,80%	18,50%	34,90%	2,90%
<b>Sociedad limitada</b>	25,30%	48,00%	66,30%	45,80%	36,50%
<b>Otras formas jurídicas</b>	10,10%	9,70%	11,10%	19,30%	10,00%
<b>Total</b>	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: "Retrato de las PYME 2015". Subdirección General de Apoyo a la PYME, enero 2015.

Si asumimos cifras similares en la región, lo cual no sería descabellado, hemos de concluir que más del 50% de las cifras de empleo corresponde a autoempleo. Es difícil, cuando no imposible, relacionar ese alto porcentaje de autoempleo con emprendimiento.

## **2. Posición de las PYMES en el tejido empresarial: importancia sobre el PIB, incidencia en la generación de empleo y sectores económicos**

El peso de las MIPYMES en el tejido empresarial iberoamericano está a la altura de los países más desarrollados. Tal y como hemos visto en el epígrafe anterior, las MIPYMES representan, en la mayoría de los casos, más del 90% del tejido empresarial.

En Argentina, se estima que hay un total de 600.000 PYMES con una participación sobre el PIB del 44%, que tienen una gran incidencia sobre la generación de empleo, representando un 51% sobre el total.

En Bolivia, representan el 98% del universo empresarial (80% microempresa, 13% pequeña empresa y 5% mediana empresa), y efectúan un aporte del 29% al producto interno bruto (PIB).

25. "Retrato de las PYME 2015". Subdirección General de Apoyo a la PYME, enero 2015.

Según datos de la Autoridad Tributaria en Chile (Servicio de Impuestos Internos), a finales de 2014, representaban el 98,4% de empresas existentes en el país, constituyendo en términos de ingresos por ventas tan solo el 14,59%. Además, considerando la cantidad informada de trabajadores dependientes (empleo formal), estas empresas en conjunto concentraban cerca del 45% de trabajadores.

De acuerdo con las cifras del Banco Central del Ecuador y el Banco Mundial, el sector de las PYMES aportó el 25% del PIB no petrolero en Ecuador.

Por su parte, en España, en 2014, las PYMES suponían el 99,9% del sector empresarial no financiero español en términos del número de empresas y aportaban el 73% del empleo y el 63% del valor añadido de dicho sector. Estos dos últimos porcentajes son para el conjunto de la Unión Europea (UE) el 67% y el 58%, respectivamente<sup>26</sup>. Así pues, en comparación con la UE, las PYMES tienen una mayor importancia en la economía española.

#### Número de empresas, valor añadido bruto y empleo en 2014. Porcentaje sobre el total de las empresas no financieras

	Número empresas		Valor añadido bruto		Empleo	
	España	UE	España	UE	España	UE
<b>Grandes</b>	0,1	0,2	37,0	42,2	27,0	33,1
<b>Medianas</b>	0,6	1,0	17,4	18,5	13,4	17,3
<b>Pequeñas</b>	4,7	6,1	19,4	18,2	19,2	20,4
<b>Microempresas</b>	94,5	92,7	26,2	21,1	40,4	29,2
<b>Total</b>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<b>Pymes</b>	99,9	99,8	63,0	57,8	73,0	66,9

Fuente: Comisión Europea.

De acuerdo al Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI) de México, en el último censo económico correspondiente al año 2014, existían 4,2 millones de empresas, de las cuales 99,8% son PYMES que generan el 52% del PIB y el 71,2% del empleo en el país<sup>27</sup>.

La mayoría de las empresas en Nicaragua están clasificadas como pequeñas y micro, con una participación de un 87,45% del total de empresas, según cifras del

26. Annual Report on European SMEs 2014/2015. SME Performance Review. Informe final preparado para la Unión Europea por diversas entidades. Disponible en [http://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/performance-review/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/performance-review/index_en.htm).

27. Informe semanal del vocero del 13 al 17 de mayo de SHCP y PROMEXICO.

Banco Central de Nicaragua (BCN). Las empresas catalogadas como medianas, representan un 11,89% y el restante 0,66% correspondería a las grandes empresas. En ese sentido, se puede afirmar que la gran mayoría de empresas nicaragüenses estarían clasificadas en el sector de las MIPYMES con un 99,34% del total de empresas.

Conforme a la información obtenida del Registro Único de Contribuyentes (RUC) de la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (SUNAT) del Perú, a finales de 2014, del total de empresas inscritas, la gran mayoría corresponden a la categoría de microempresa (94,9%), en tanto las pymes representan el 4,7% del total de empresas formales registradas. Asimismo, si bien no se cuenta a la fecha con una cifra oficial sobre la participación en la actividad económica de las pymes, se estima que dicho segmento genera alrededor del 27% del PIB<sup>28</sup>.

En Portugal<sup>29</sup>, de acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística (INE), las PYMES no financieras representa el 99,9% del total de las empresas no financieras y el 80,5% del total de ocupados. En términos de facturación y el valor añadido bruto, las PYMES representaron el 58,8% y el 62,5% de la facturación y el valor añadido bruto atribuible a las empresas no financieras en Portugal, respectivamente, porcentajes considerablemente más altos que la media de la UE.

Según el Informe del Fondo para el Financiamiento de la Microempresa (FondoMicro, 2013) de República Dominicana, las 18.337 PYMES existentes en el país emplean al 13% de los ocupados de la economía y un 11% de la población económicamente activa, y contribuyen en un 19,5% al PIB del país.

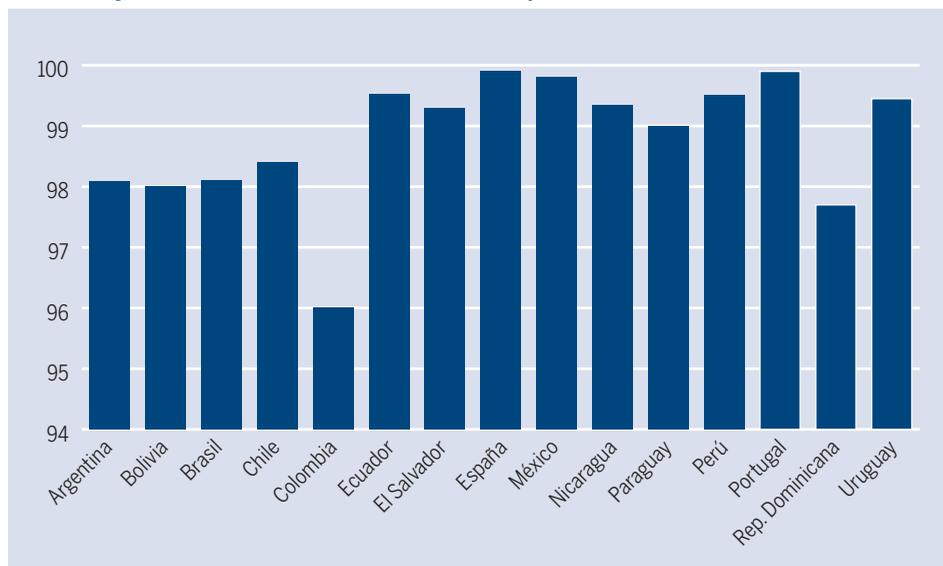
A modo de resumen, se refleja en el siguiente gráfico el peso por país dentro de la estructura empresarial de cada uno de ellos.

---

28. Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo (MTPE) (2006). "Presencia de las MYPE en el Perú 2006".

29. "Empresas em Portugal 2013", 2015 Edition.

### Porcentaje MIPYMES sobre total sector empresarial

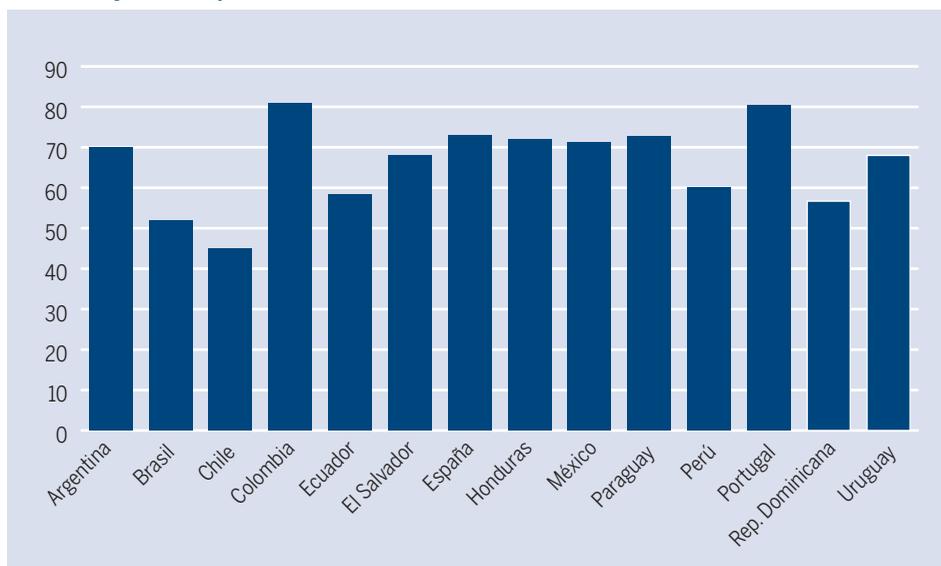


Fuente: elaboración propia, según informaciones facilitadas por las Comisiones y Superintendencias colaboradoras del Estudio.

Este abrumador porcentaje no se corresponde, sin embargo, con la incidencia sobre el empleo y el PIB. En la mayor parte de la región, con la excepción de Colombia, España y Portugal, la generación de empleo, corresponde a las grandes empresas. La pregunta es... ¿esto es beneficioso o nocivo? Las economías son más fuertes cuanto más tupida es su estructura empresarial porque las hace menos vulnerables a los ciclos económicos recesivos. El problema nace cuando, a pesar de que las MIPYMES representan un alto porcentaje de la estructura empresarial, su incidencia en la economía real no es representativa o está diluida en las cifras.

Pasemos pues a analizar desde el peso en el tejido empresarial a la importancia de las MIPYMES sobre el empleo. Pese a que la mayoría de los países superan con creces el 50% en la generación de empleo, sin exceder el 75%, a excepción de Colombia y Portugal, no se cuenta con información en cuanto a calidad del mismo, ni rango salarial.

### Porcentaje de empleo MIPYMES sobre el total

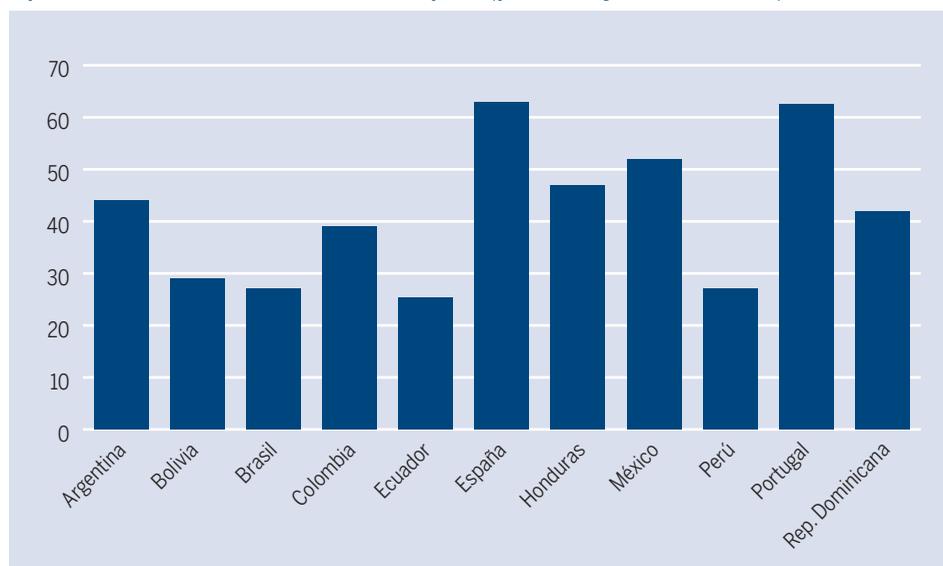


Fuente: elaboración propia, según informaciones facilitadas por las Comisiones y Superintendencias colaboradoras del Estudio.

Por otro lado, uno de los problemas añadidos a las MIPYMES es su fragilidad ante las crisis. Si comparamos los datos de España y la Unión Europea, durante el periodo 2008-2014 observamos que la crisis financiera y económica iniciada en 2008 tuvo un mayor impacto en las MIPYMES que en las grandes empresas, afectando de manera especialmente intensa a las microempresas. Entre 2008 y 2014 la aportación de las PYMES a la economía nacional cayó en torno a cinco puntos porcentuales en términos tanto de valor añadido como de empleo. El impacto de la crisis fue mayor que en el promedio de la UE.

Con respecto a la aportación de las MIPYMES al PIB de cada país, y pese a las altas cotas de representatividad en el tejido empresarial que hemos visto que tienen, pocos países superan el 50% del mismo.

### Aportación de MIPYMES al PIB del país (porcentaje sobre el PIB)



Fuente: elaboración propia, según informaciones facilitadas por las Comisiones y Superintendencias colaboradoras del Estudio.

Países de gran peso en la región, como Argentina, Brasil o Colombia<sup>30</sup>, no alcanzan el 50%, mientras que México apenas lo supera con un 52%.

De acuerdo con las informaciones sectoriales de las MIPYMES en Argentina, Chile, Panamá, Perú y República Dominicana, prácticamente toda la actividad de estas empresas se concentra en tres sectores principalmente: comercio, servicios e industria.

De acuerdo con el "Informe de resultados: empresas chilenas", emitido en septiembre de 2015 por la unidad de estudios del Ministerio de Economía, basado en la Encuesta Longitudinal mencionada en el epígrafe anterior, el sector de mayor importancia para las pequeñas y medianas empresas es el sector comercio con un 32,7%.

Composición empresas por sector	Empresas pequeñas y medianas	Empresas grandes
Comercio	32,7%	33,40%
Act. Inm. Empresariales y de alquiler	14,40%	13,80%

30. Dada la escasa información que se posee sobre las PYMES en Colombia, es difícil conocer su verdadero aporte al PIB. Sin embargo, Ayyagari (2003) estima que las PYMES aportan cerca del 38,7% del PIB.

Composición empresas por sector	Empresas pequeñas y medianas	Empresas grandes
Manufactura	11,70%	18,30%
Construcción	11,10%	11,00%
Agrosilvicultura	10,60%	4,00%
Transporte y comunicaciones	10,40%	8,40%
Hoteles y restaurantes	4,70%	1,90%
Otras act. de servicios	2,60%	1,60%
Minería	0,80%	1,70%
Pesca	0,70%	0,70%

Fuente: "Informe de resultados: empresas chilenas"; Ministerio de Economía.

En Ecuador, las MIPYMES, en su mayoría, se concentran en un gran porcentaje en las actividades de: servicios en un 41%, comercio en un 37%; en menor medida en la agricultura en un 11%; manufactura en un 8%; y construcción en 2,6%.

La distribución de las PYMES en El Salvador por sector económico muestra que el 86,98% están dedicadas al comercio y servicios, seguido por el 11,54% dedicada la industria.

Respecto a España, de acuerdo a los datos de la Subdirección General de Apoyo a la MIPYMES de enero 2015<sup>31</sup>, la composición sectorial de las MIPYMES españolas es la siguiente.

	Micro sin asalariados	Micro hasta 9	Pequeñas hasta 49	50-249	PYME 0-249
Industria	38,40%	47,40%	11,70%	2,10%	99,60%
Construcción	61,50%	35,30%	2,90%	0,30%	99,90%
Comercio	49,90%	47,00%	2,70%	0,40%	99,90%
Resto de servicios	55,10%	41,20%	3,00%	0,60%	99,90%

Fuente: "Retrato de las PYME 2015". Subdirección General de Apoyo a la PYME.

A continuación se detalla y resumen el porcentaje de las PYMES por sector económico.

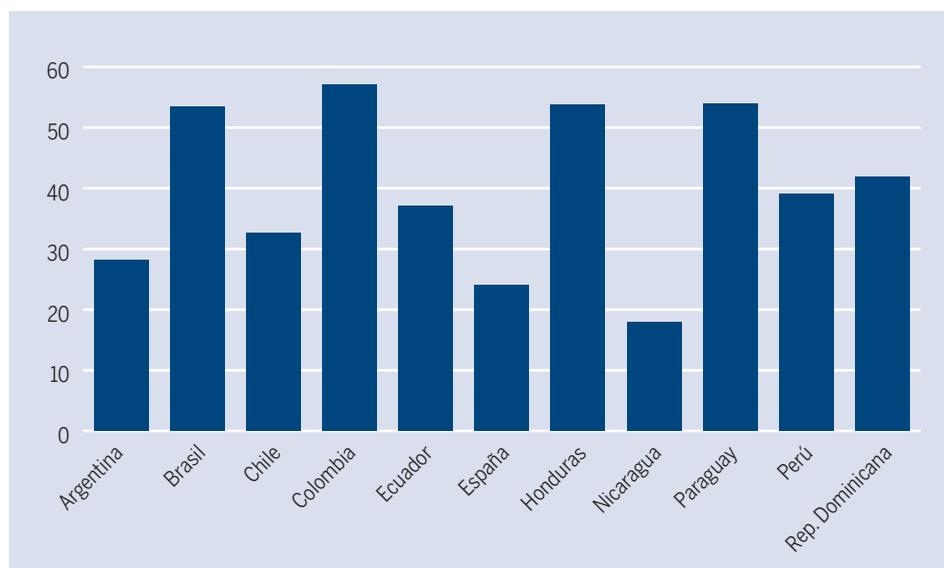
31. "Retrato de las PYME 2015". Subdirección General de Apoyo a la PYME, dependiente del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad.

### Porcentaje de las PYMES por sector económico

País	Comercio	Servicios	Industria
Argentina	28,10%	46,64%	9,75%
Brasil	53,40%	24,50%	22,50%
Chile	32,70%	21,70%	27,60%
Colombia	57,00%	38,00%	12,00%
Ecuador	37,00%	41,00%	8,00%
España	23,96%	57,06%	6,20%
Honduras	53,70%	24,10%	14,90%
Nicaragua	17,94%	33,24%	32,95%
Paraguay	54,00%	35,00%	11,00%
Perú	39,00%	38,00%	16,00%
Rep. Dominicana	41,80%	40,20%	18,00%

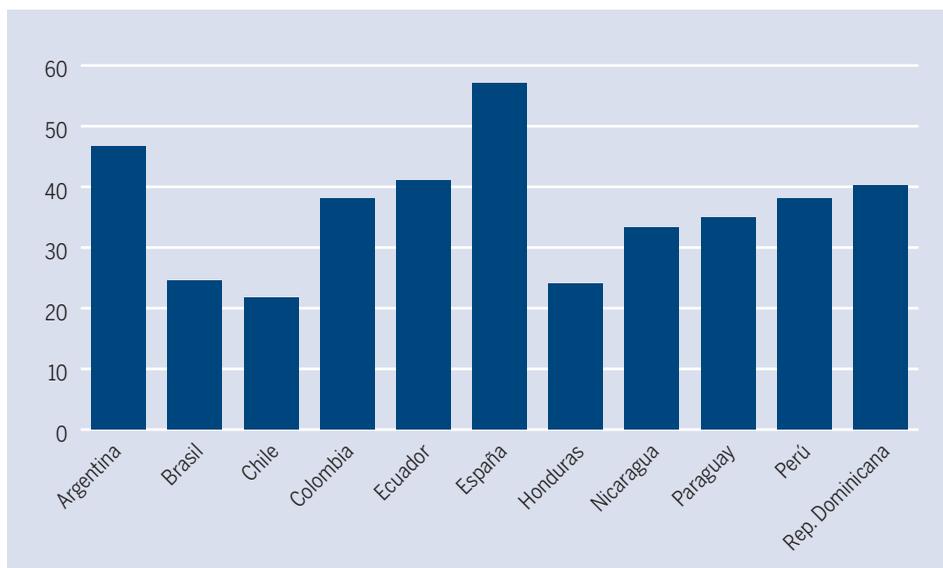
Fuente: elaboración propia, según informaciones facilitadas por las Comisiones y Superintendencias colaboradoras del Estudio.

### Porcentaje de las PYMES en el comercio



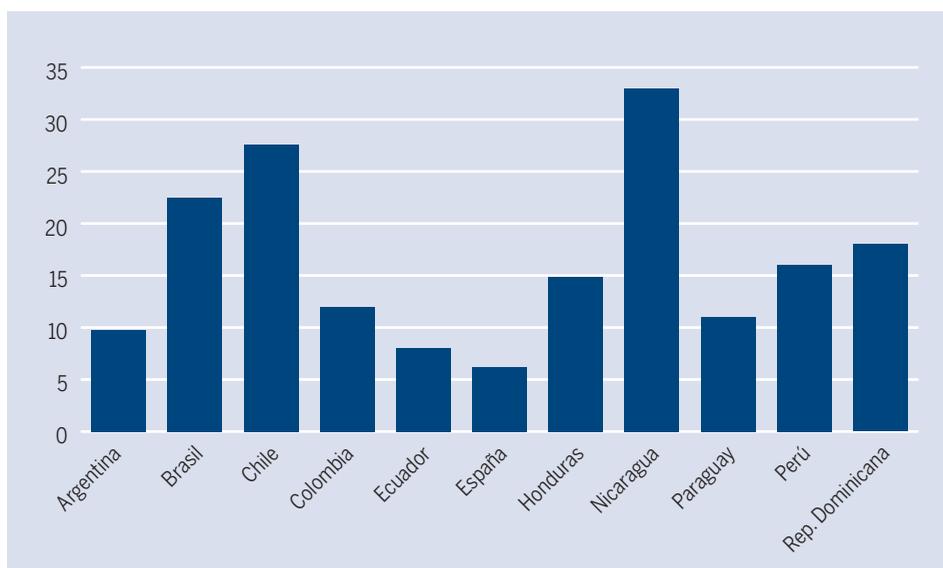
Fuente: elaboración propia, según informaciones facilitadas por las Comisiones y Superintendencias colaboradoras del Estudio.

### Porcentaje de las PYMES en servicios



Fuente: elaboración propia, según informaciones facilitadas por las Comisiones y Superintendencias colaboradoras del Estudio.

### Porcentaje de las PYMES en la industria



Fuente: elaboración propia, según informaciones facilitadas por las Comisiones y Superintendencias colaboradoras del Estudio.

Para finalizar hay que realizar dos aclaraciones. En primer lugar, en la investigación que acompaña a este trabajo, se ha encontrado gran dificultad para encontrar datos oficiales sobre MYPYMES. Además, hemos analizado a las micro, pequeñas y medianas empresas basándonos en informaciones de diecisiete países<sup>32</sup> sobre la realidad de las mismas, sin ignorar por ello otras fuentes y opiniones de expertos.

Como se ha visto, en todos estos países el peso tanto económico como social de las MIPYMES es no solamente importante, sino fundamental. No existe ningún país en el mundo de economía liberal que no dependa de manera significativa e insustituible de sus MIPYMES, tanto en el aporte económico como en el del empleo.

De acuerdo con CAF Banco de Desarrollo de América Latina, las pymes latinoamericanas tienen una importante influencia en la creación de tejido social. De hecho, se calcula que cerca del 60% de latinoamericanos trabajan en empresas de cinco o menos empleados. Pese a su importancia, las pymes en la región se caracterizan por una baja productividad y competitividad y, a nivel estructural, por una alta informalidad laboral y fiscal. Esta situación se explica esencialmente por la falta de innovación, que limita las posibilidades expansivas de las pymes de la región y, con ello, se ralentiza el crecimiento de los países<sup>33</sup>.

---

32. Informaciones de cuestionarios respondidos por las Superintendencias y Comisiones de Valores de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, El Salvador, España, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, Portugal, República Dominicana y Uruguay.

33. <https://www.caf.com/es/actualidad/noticias/2016/06/america-latina-en-busca-de-pymes-mas-competitivas/>



## CAPÍTULO 2

# La financiación de las PYMES en Iberoamérica

**Ignacio Orueta**

*Consultor independiente*

**Marcelo Echagüe Pastore**

*Director de Estudios Económicos y Análisis Financieros de la Comisión Nacional de Valores de Paraguay*

**Pablo Bazerque**

*Jefe de Departamento de Estudios de Regulación Financiera de la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay*

1. Fuentes y mecanismos habituales de financiación
2. Comparación de la estructura financiera en Iberoamérica con otras regiones
3. Políticas públicas de apoyo (incentivos tributarios, líneas de crédito especiales, subvenciones)
4. Principales obstáculos de acceso al sector bancario y mercados financieros
5. Elementos de mejora para acceso de las PYMES a los mercados financieros: gobierno corporativo, información financiera, clasificación de riesgos (scoring)
  - 5.1. Gobierno corporativo
  - 5.2. Transparencia corporativa. Información financiera
  - 5.3. Riesgo de crédito. Modelos de scoring



## 1. Fuentes y mecanismos habituales de financiación

La financiación de las pymes es, sin lugar a dudas, uno de los puntos cruciales para la supervivencia de las mismas. No ya desde el punto de vista de esta necesidad esencial en el medio y largo plazo, sino de la misma financiación del activo circulante y el ajuste de las necesidades operativas de fondos. El marco genérico en el que se desenvuelven las pymes gira en torno a dos premisas básicas: asegurar su funcionamiento en el futuro y conseguir que este se desenvuelva en las mejores condiciones de rentabilidad posibles. En este sentido, la gestión financiera y la organización administrativa generadora de información de la empresa se convierten en elementos básicos para la toma de decisiones, y para alcanzar un correcto equilibrio. Sin embargo, existe un gran número de empresas, especialmente las microempresas, que no logran superar esta asimetría de la información, y así generan graves impedimentos para su acceso al financiamiento.

En general, las fuentes básicas de financiación en las pymes de los países participantes en este Estudio son, básicamente, recursos propios, créditos bancarios, proveedores y otros que incluyen desde préstamos familiares o prestamistas privados. Veamos a continuación algunos ejemplos.

### Argentina

Según datos de la Fundación Observatorio Pyme, la principal fuente de financiamiento de las PYMES industriales son los recursos propios (el 63% del monto total de inversiones es autofinanciado), seguida del financiamiento bancario (explica el 27% de las inversiones) y, en menor medida, el financiamiento por medio de programas públicos (4%) y el de proveedores (3%)<sup>34</sup>. En los últimos años ha venido incrementándose la financiación a raíz de la implementación de diversos programas de financiamiento y asistencia a PYMES. El Banco Central de la República Argentina (BCRA) instrumentó una línea de créditos denominada "Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP)", mediante la cual los bancos deben destinar préstamos a plazos y tasa prefijados (menor a la de mercado), a proyectos productivos PYMES en un porcentaje mínimo de sus depósitos. Por su parte, el crédito bancario a PYMES creció un 58% (desde un 2,4% a un 3,8% del PBI) en 4 años.

En cuanto al mercado de capitales, si bien el financiamiento es aún incipiente en montos, existe un crecimiento en la participación porcentual del financiamiento PYMES respecto del total de la captación de financiamiento privado en el mercado de capitales. Se inició en el 2003 con el 1%, se incrementó en el 2008 al 9%, con la

---

34. Datos a 2014.

crisis económica mundial descendió al 4% en el año 2010 y se recuperó desde el 2014 al 10% y en el 2015 al 12% (estimado).

## Brasil

No existen datos sobre porcentajes de financiación propia. Pero desde el punto de vista bancario se observa que la mayor actividad proviene de la banca pública o instituciones semipúblicas. El Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) ofrece varias opciones para el apoyo financiero a las micro, pequeñas y medianas empresas, con condiciones especiales, además de una tasa de interés a largo plazo (TJLP) más bajo. El volumen de créditos liberados por el BNDES se ha mantenido estable, con valores del 30% de la cantidad de financiación, para las microempresas, pequeña y mediana empresa. Del total de operaciones, el 96% se destinó a este segmento.

Por su parte la banca privada, tanto nacional como extranjera, aunque ha ido aumentando anualmente el nivel de crédito a la MIPYMES, en torno a un 2% anual, sigue sin tener el peso de la banca pública en el país (los datos son de 2013).

## Chile

Las fuentes de financiación más utilizadas en Chile corresponden a recursos propios con un 50%, bancos con un 23% y proveedores con un 17%<sup>35</sup>. Asimismo, se señala que los productos financieros más utilizados fueron cuenta corriente en un 38% de los casos, línea de crédito en un 24% de los casos y tarjeta de crédito bancaria en un 11% de los casos. La cantidad de fuentes de financiamiento varía según el tamaño de la empresa:

Tamaño empresa	Cantidad de fuentes utilizadas				
	No utilizó	1	2	3	4 o más
Micro	25%	55%	15%	3%	2%
Pequeña	17%	50%	23%	6%	4%
Mediana	6%	50%	28%	12%	4%
Grande	5%	43%	32%	16%	4%

Fuente: "Informe de resultados empresas chilenas"; Ministerio de Economía.

35. "Informe de resultados: empresas chilenas", emitido en septiembre de 2015 por la unidad de estudios del Ministerio de Economía.

Tamaño empresa	Principales tipos de fuentes de financiamiento		
	Recursos propios	Bancos	Proveedores
Micro	60%	17%	13%
Pequeña	45%	26%	20%
Mediana	37%	30%	22%
Grande	36%	30%	23%

Fuente: "Informe de resultados empresas chilenas", Ministerio de Economía.

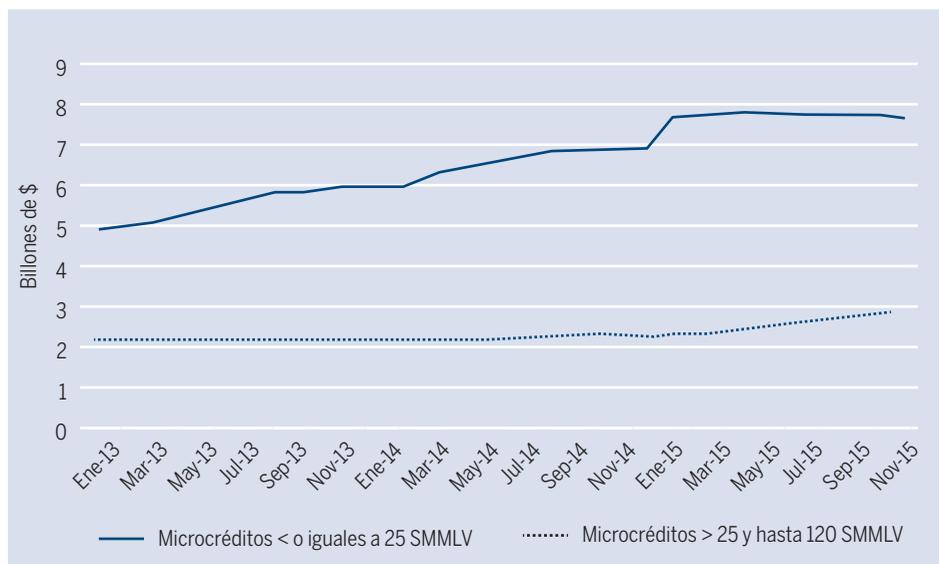
Como se puede observar, las principales fuentes de financiamiento a nivel general corresponden a recursos propios y créditos bancarios. Una fuente de financiamiento importante para las MIPYMES proviene de los programas liderados por la Corporación de Fomento para la Producción, CORFO, entidad dependiente del Ministerio de Economía que tiene como objetivo impulsar la actividad productiva nacional, como veremos en el epígrafe 3 de este capítulo. CORFO es el organismo encargado de implementar las políticas gubernamentales en el área de emprendimiento e innovación, lo cual se materializa en la gestión de una serie de programas a los que pueden acceder emprendedores y empresarios. Adicionalmente, CORFO incentiva la creación de fondos de inversión que permitan financiar y desarrollar a las pequeñas y medianas empresas con potencial de crecimiento, existiendo fondos diferenciados según tipo de empresa o sector en el que se desempeñe la empresa a financiar.

## Colombia

De acuerdo con los resultados del estudio de demanda para analizar la inclusión financiera en Colombia, financiado por la Superintendencia Financiera de Colombia, se encontró que un 47% de los microempresarios se endeudaron, de los cuales un 28% son créditos formales. Del total de créditos, un 66% se destina a capital de trabajo, un 17% a inversiones, un 7% a atender emergencias, un 6% a pago de deudas y un 5% a diversificación de ingresos. Por otro lado, un 20% de los encuestados mostró insatisfacción con el crédito formal, como consecuencia de los altos intereses y los requisitos.

Dentro de los productos financieros que ofrece el mercado financiero, el microcrédito se ha convertido en unas de las principales fuentes de financiación de las MIPYMES, dentro del cual la cantidad máxima por operación de préstamo es de 5.750 US\$, sin que el saldo de endeudamiento del deudor exceda de 27.500 US\$.

### Saldo microcréditos del sistema financiero, 2013-2015



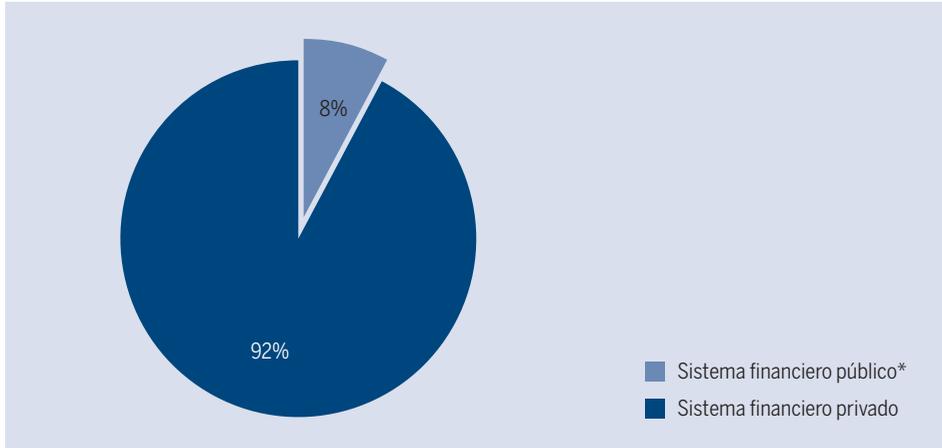
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

### Ecuador

Las MIPYMES en el Ecuador, según cifras de la Superintendencia de Bancos para el año 2014, han recibido USD\$ 7.598.389.431,46, lo que representa el 23,17% del volumen total de créditos y contingentes (crédito de consumo, vivienda, educación, etc.) otorgados por el Sistema Financiero Nacional (público y privado). Debemos destacar que durante ese mismo periodo las instituciones financieras privadas (bancos, sociedades financieras, mutualistas) otorgaron créditos, contingentes y microcréditos a favor de las MIPYMES por un valor de USD\$ 6.991.173.732,65 a través de 992.882 operaciones. Estos créditos a MIPYMES se concentraron en operaciones realizadas por 23 de bancos privados, 4 mutualistas y 10 sociedades financieras. De otro lado, las instituciones financieras públicas otorgaron a las MIPYMES USD\$ 607.215.698,81 en créditos, contingentes y microcréditos a través de 172.268 operaciones.

De lo anterior se concluye que el financiamiento del sistema financiero privado a las MIPYMES es significativamente mayor, dado que representan el 92% frente al 8% que otorgan las instituciones financieras públicas.

## Participación de sistema financiero nacional en créditos y contingentes para PYMES



\* BNF, CFN, Banco del Pacífico.

Fuente: Estadísticas 2014 Superintendencia de Bancos.

### El Salvador

El sistema financiero salvadoreño contribuye al financiamiento de las PYMES a través de los bancos del sistema y, en especial, del Banco Hipotecario de El Salvador, banco estatal que provee de un sistema de financiamiento especial para PYMES destinado a capital de trabajo, créditos de temporada, sobregiro empresarial, maquinaria y equipo, entre otros.

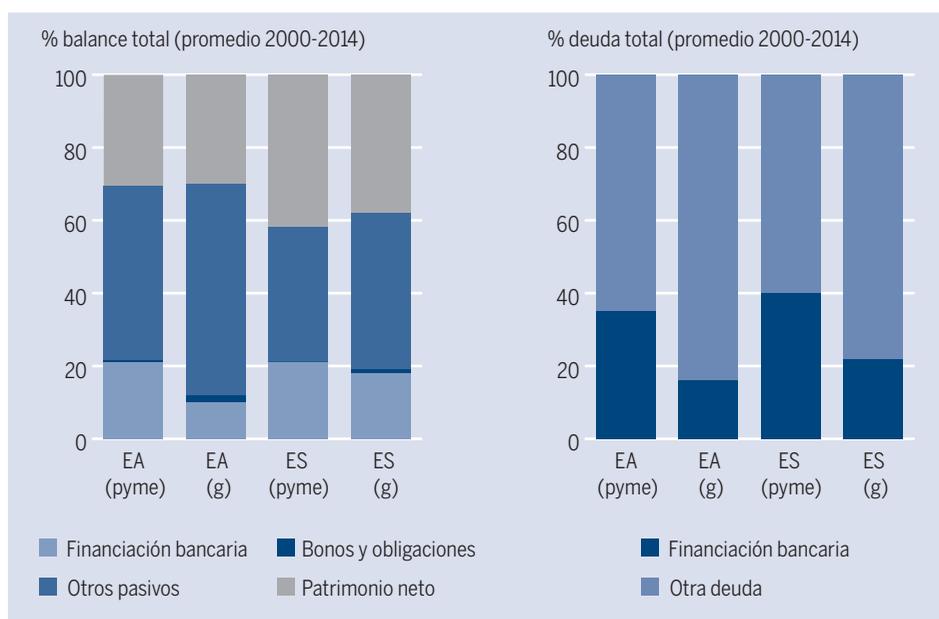
Por otra parte, como un estímulo para el otorgamiento de créditos productivos, se modificó en el 2015, de manera temporal, la norma de requerimiento de reserva de liquidez de los bancos, en el sentido de que las entidades que otorguen nuevos créditos productivos tendrán una reducción en el cálculo de la reserva de liquidez, equivalente al 10% del total de los nuevos créditos desembolsados.

### España

La importancia de las PYMES para la economía europea y, de manera especial, para la española justifica la preocupación suscitada por los problemas de financiación a los que se enfrentan estas empresas, sobre todo a raíz de la última crisis. Estos problemas están agudizados en el caso español por la fuerte dependencia de las PYMES respecto a la financiación bancaria y el reducido papel que

todavía juegan otras fuentes de financiación externa, particularmente la financiación a través de los mercados de valores.

Las MIPYMES en España tienen una mayor dependencia de la financiación bancaria que las grandes empresas. Este hecho no solo se observa para las MIPYMES españolas, sino también para las de las principales economías de la zona del euro. En general, en España y en la zona del euro se observa mayor dependencia de la financiación bancaria que en Estados Unidos para las empresas no financieras en su conjunto, agravándose la situación en el caso de las MIPYMES.



*Nota: La categoría "Otros pasivos" incluye deuda frente a proveedores y otros acreedores, pasivos diferidos y otros pasivos destinados a planes de previsión social para empleados. La categoría "Otra deuda" comprende las categorías "Bonos y obligaciones" y "Otros pasivos". "EA" hace referencia al promedio ponderado (por PIB) de Alemania, Francia e Italia. "ES" representa a España. El símbolo "g" representa a las grandes empresas.*

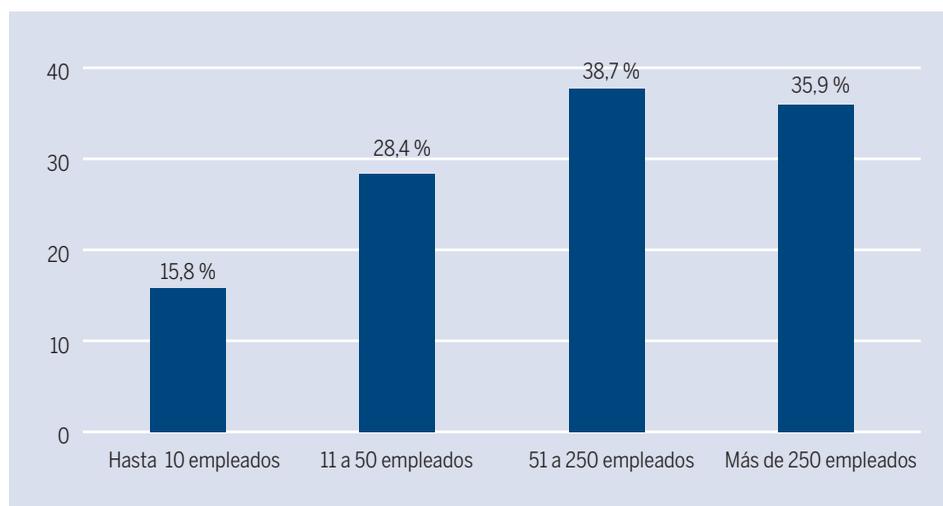
*Fuente: BACH/Banque de France.*

## México

El financiamiento a las unidades económicas en México indica que conforme aumenta el tamaño de la empresa, el financiamiento también aumenta en términos relativos. De esta forma, el 16% de las microempresas registraron financiamiento, lo que contrasta con el 36% de las empresas grandes. De las unidades económicas con financiamiento, la mayor parte tiene financiamiento con bancos,

seguido por proveedores. En la gráfica siguiente se observa que al aumentar el tamaño de la unidad económica se incrementa el acceso al financiamiento, y el porcentaje de unidades de más de 50 empleados que tienen financiamiento es más del doble de lo reportado por las unidades más pequeñas. En la tabla se muestra que de las microempresas (<10 empleados) con financiamiento, 39 de cada 100 dijeron utilizar financiamiento bancario y 21 de cada 100 cajas de ahorro. Las empresas medianas y grandes tienen la mayor parte de su financiamiento con los bancos.

### Unidades económicas con financiamiento por tamaño de empresa, 2014 (porcentaje del total de unidades de cada tamaño)



Fuente: INEG<sup>36</sup>. La base de cálculo de los porcentajes es el total de unidades económicas reportadas en los tabulados sobre financiamiento (3.798.103).

### Porcentaje de empresas con financiamiento en cada tamaño, 2014

Fuente	Hasta 10 empleados	11 a 50 empleados	51 a 250 empleados	Más de 250 empleados
Propietarios	1,5%	9,6%	15,0%	16,6%
Bancos	39,4%	78,5%	79,9%	75,0%
Familia o amigos	16,4%	2,8%	0,2%	0,1%
Cajas de ahorro	21,4%	2,2%	0,8%	0,6%
Proveedores	10,6%	15,1%	22,1%	20,5%
Prestamistas privados	6,1%	4,6%	3,1%	2,8%

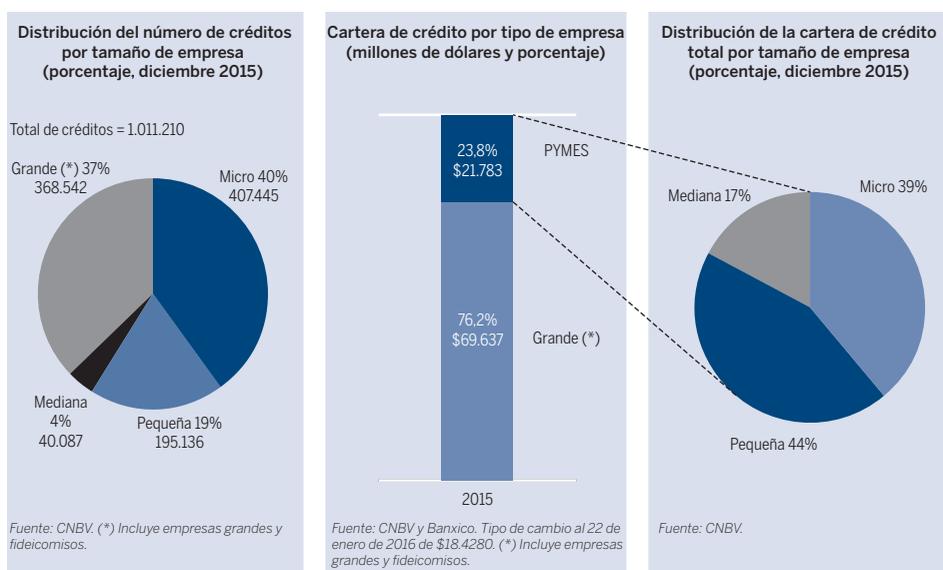
36. INEGI, Instituto Nacional de Estadística y Geografía de México <http://www.inegi.org.mx/default.aspx>

**La financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica**

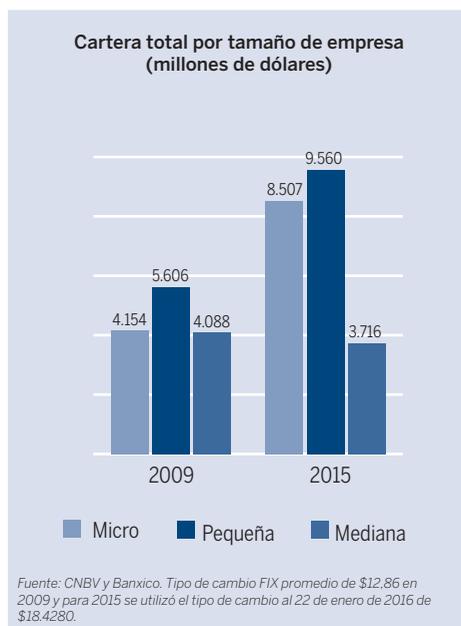
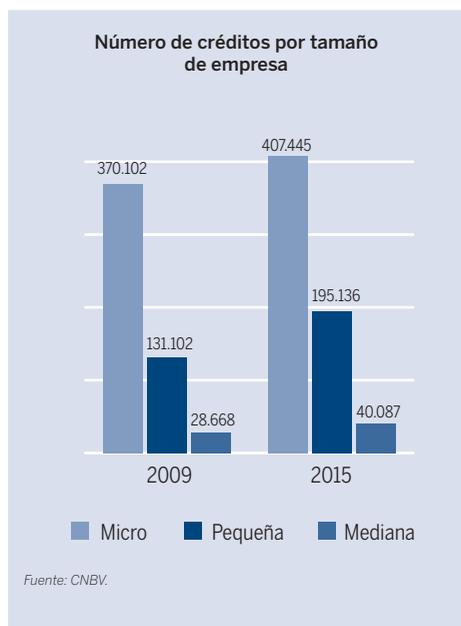
Fuente	Hasta 10 empleados	11 a 50 empleados	51 a 250 empleados	Más de 250 empleados
Gobierno	4,3%	1,9%	1,7%	2,0%
Emisión de deuda	0,0%	0,8%	0,5%	1,2%
No especificó	6,4%	4,8%	7,1%	10,9%

Fuente: INEGI. La base de cálculo de los porcentajes es el total de unidades económicas reportadas en los tabulados sobre financiamiento y las empresas pueden mencionar todas las fuentes que apliquen.

Al cierre de diciembre de 2015, la banca múltiple dirigió más de 1 millón de créditos a empresas, de los cuales alrededor de un 63% se dirigió a las MIPYMES. En cantidades, del total de la cartera de crédito bancario destinado a empresas, el 23,8% se destinó a las MIPYMES, de las cuales las empresas pequeñas son las que tienen la mayor proporción del crédito con un 44%, seguidas por las micro y medianas empresas con 39% y 17%, respectivamente.



De 2009 a 2015 el número de créditos de las PYMES se incrementó en aproximadamente en 113.000 créditos, con un incremento en la cartera de crédito PYME del 57%. El mayor incremento de la cartera para ese periodo fue de la microempresa. Sin embargo, en los últimos dos años el número y monto de crédito a PYMES se ha mantenido prácticamente constante.



## Nicaragua

De acuerdo con la encuesta de “Empresas Sostenibles”, realizada por el Consejo Superior de la Empresa Privada (COSEP) y la Organización Internacional del Trabajo (OIT) en el año 2015, se observa que conforme aumenta el tamaño de las empresas, hay un menor uso de recursos propios como principal fuente de financiamiento y más uso de apalancamiento.

### Principal fuente de financiamiento, según tamaño de empresa (porcentaje)

	Tamaño				Total
	Micro	Pequeña	Mediana	Grande	
	(1-5)	(6-20)	(21-100)	(+100)	
Recursos propios	82,4	80,3	64,0	46,2	81,9
Banco local	4,7	7,7	24,0	41,1	5,3
Banca internacional	0,0	0,4	1,3	6,3	0,1
Banca estatal	0,4	0,2	4,0	3,4	0,4
Casas comerciales	0,5	1,9	0,0	1,6	0,6
Institución de microcrédito	3,4	1,9	1,3	0,0	3,2

**La financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas  
a través de los mercados de capitales en Iberoamérica**

	Tamaño				Total
	Micro	Pequeña	Mediana	Grande	
	(1-5)	(6-20)	(21-100)	(+100)	
<b>Cooperativas de ahorro y crédito</b>	5,4	5,9	4,6	0,0	5,4
<b>Prestamistas individuales</b>	2,4	0,0	0,0	0,0	2,1
<b>Otros</b>	0,9	1,7	0,9	1,4	1,0
<b>Total</b>	100	100	100	100	100

Por su parte, los resultados de la encuesta de “Microempresas 2010” del Banco Central de Nicaragua (BCN) muestran que la participación de las microempresas en el sistema financiero es incipiente, el 12,4% de estas obtuvieron crédito. Del 87,6% de negocios que no recibieron créditos, el 91% no lo solicitó porque no lo necesitaban, mientras el 8% lo necesitaba y no lo solicitó; de estos, el 63% no lo hizo debido a que los consideró muy caros y el 37% temía no conseguirlo debido a la variabilidad de sus ingresos y falta de prenda.

Las principales fuentes de financiamiento del crédito fueron las microfinancieras con 38,5% del total de créditos otorgados, seguido de los bancos privados con 18,9% y financieras con 17,4%.

**Fuente de financiamiento de la microempresa, según rama (porcentaje)**

Rama	Total	Micro-financiera	Financiera	Cooperativa de ahorro	Bancos	Particulares	ONG	Otros
<b>Comercio al por menor</b>	57,5	23,0	10,05	5,1	10,9	2,5	0,2	5,3
<b>Servicio de restaurantes</b>	7,1	2,0	2,0	0,9	1,1	0,4	0,2	0,5
<b>Industria de alimentos</b>	10,2	3,8	0,7	1,3	1,5	0,4	0,2	2,4
<b>Servicios comunitarios</b>	3,6	2,0	0,4	0,7	0,2	0,2	0,0	0,2
<b>Servicio de reparación y mantenimiento de vehículos</b>	2,2	1,1	0,4	0,2	0,2	0,0	0,0	0,4
<b>Industria de vestuario</b>	4,7	1,6	0,4	0,7	0,4	0,4	0,0	1,3
<b>Servicios empresariales</b>	2,5	0,9	0,0	0,0	1,5	0,0	0,0	0,2
<b>Industria de muebles</b>	1,5	0,9	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
<b>Servicios de salud</b>	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0

Rama	Total	Micro-financiera	Financiera	Cooperativa de ahorro	Bancos	Particulares	ONG	Otros
Comercio al por mayor	1,3	0,5	0,2	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Otras ramas	9,3	2,5	0,7	0,7	2,5	0,2	0,2	0,4
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>38,5</b>	<b>17,4</b>	<b>9,6</b>	<b>18,9</b>	<b>4,0</b>	<b>0,7</b>	<b>10,9</b>

Fuente: BCN.

La cartera de microcrédito del sistema financiero supervisado (bancos y financieras) a diciembre 2015 corresponde a 124.126 préstamos con un monto de 3.147.089,4 miles de córdobas, lo que equivale a 2,58% del monto total de la cartera del sistema financiero a diciembre 2015. La cartera del sistema financiero totalizó 122.205.758,4 miles de córdobas al 31 de diciembre 2015.

## Paraguay

Según datos del Censo Económico Nacional (2011), el 71% de las empresas censadas no tendrían acceso al crédito, siendo este porcentaje más elevado para el sector servicios (76%). Las principales entidades del sector financiero formal que realizan préstamos para MIPYMES son las cooperativas de producción, ahorro y crédito, y multiactivas, así como bancos y financieras de plaza enfocados en microcréditos. Existe también un esquema informal de créditos con tasas más elevadas y que compite con el sistema financiero tradicional, al verse excluidas del mismo muchas de las MIPYMES por no ser sujetos de crédito.

## Perú

Entre las alternativas de financiamiento tradicionales con que cuentan las MIPYMES en el país se encuentran:

- a) Crédito de proveedores y/o préstamos de amigos y familiares, sobre todo para aquellos pequeños o microempresarios que no acceden a créditos de intermediarios financieros.
- b) Banca e instituciones de microfinanzas bajo supervisión de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), canal tradicional de financiamiento, pero que exige que las empresas se encuentren dentro del marco de la formalidad.
- c) Entidades no reguladas por la SBS, como cooperativas, organizaciones no gubernamentales (ONG), y empresas de factoring<sup>37</sup> (facturas negociables). Estas

37. Empresas de factoring no comprendidas en el ámbito de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, y que son inscritas en el Registro de conformidad con lo establecido en el "Reglamento de Factoring, Descuento y Empresas de Factoring" aprobado mediante Resolución SBS n° 4350-2015.

últimas permiten a las empresas obtener liquidez de forma anticipada descontando las facturas giradas por aquellas empresas a las cuales las PYMES proveen sus bienes o servicios.

Al respecto, debemos precisar que, a noviembre de 2015, el universo de las entidades financieras bajo el ámbito de supervisión y regulación de la Superintendencia de Banca y Seguros, SBS, se encuentra conformado por 62 instituciones con activos ascendentes a US\$ 115.811 millones y un total de créditos de US\$ 74.800 millones. Dentro de este segmento, destacan las instituciones microfinancieras no bancarias (Cajas Municipales de Ahorro y Crédito, Cajas Rurales de Ahorro y Crédito, Entidades de Desarrollo de la Pequeña y Microempresa), entidades especializadas en la atención del segmento empresarial de la mediana, pequeña y microempresa, las cuales representan el 5,7% de los activos totales del sistema financiero con US\$ 5.000 millones de créditos otorgados.

### **Estructura del sistema financiero peruano**

Instituciones	Número de empresas	Activos		Créditos	
		Monto (miles US\$)	%	Monto (miles US\$)	%
Banca múltiple	17	105.947.049	91,48	66.962.542	89,52
Empresas financieras	12	3.265.346	2,82	2.698.853	3,61
Instituciones microfinancieras no bancarias	31	6.435.048	5,56	5.000.368	6,68
Empresas de arrendamiento financiero	2	164.081	0,14	138.084	0,18
<b>Total</b>	<b>64</b>	<b>115.811.523</b>	<b>100</b>	<b>74.799.847</b>	<b>100</b>

El Reglamento para la Evaluación y Clasificación del Deudor y la Exigencia de Provisiones (Resolución SBS N° 11356-2008 y modificatorias), que entró en vigencia a partir de julio de 2010, establece la siguiente clasificación de los créditos, teniendo en cuenta la magnitud de operaciones de las empresas:

## Clasificación de créditos en el Perú

Tipo de crédito productivo	Definición
<b>Créditos corporativos</b>	Otorgados a personas jurídicas que han registrado un nivel de ventas anuales mayor a US\$ 58,6 millones en los últimos 2 años.
<b>Créditos a grandes empresas</b>	Otorgados a personas jurídicas que han registrado un nivel de ventas anuales mayor a US\$ 5,8 millones pero menor a US\$ 58,6 millones en los últimos 2 años, o a deudores que hayan mantenido en el último año emisiones vigentes de instrumentos de deuda en el mercado de capitales.
<b>Créditos a medianas empresas</b>	Otorgados a personas jurídicas que han registrado un nivel de endeudamiento mayor a US\$ 88 mil en los últimos 6 meses y no cumplen con las características para ser clasificados como corporativos o grandes empresas.
<b>Créditos a pequeñas empresas</b>	Otorgados a personas naturales o jurídicas que han registrado un nivel de endeudamiento mayor a US\$ 5 mil pero menor a US\$ 88 mil en los últimos 6 meses (sin incluir crédito hipotecario).
<b>Créditos a microempresas</b>	Otorgados a personas naturales o jurídicas que han registrado un nivel de endeudamiento no mayor a US\$ 5 mil en los últimos 6 meses (sin incluir crédito hipotecario).

Es importante anotar que las definiciones de tamaño empresarial de acuerdo a la Ley 30056 y las que emplea la SBS no coinciden debido, entre otros, a que esta última incorpora además el nivel de endeudamiento del deudor con el sistema financiero como un referente para categorizar a las empresas.

Los créditos para actividades empresariales otorgados a las PYMES, según la clasificación de la SBS, alcanzaron un saldo de US\$ 19.170 millones, de las cuales, el 82,5% proviene de la banca múltiple; el 4,7%, de empresas financieras; el 12,4%, por instituciones no financieras; y el 0,4%, por empresas de arrendamiento financiero.

### Créditos directos según tipo de crédito y tipo de empresa del sistema financiero (en miles de US\$)

Tipo de crédito	Banca múltiple	Empresas financieras	Instituciones financieras no bancarias	Arrendamiento financiero	Total
<b>Corporativos</b>	15.856.959	1.464	87.390	9.287	15.955.100
<b>Grandes empresas</b>	12.001.956	9.571	19.061	54.582	12.085.169
<b>Medianas empresas</b>	11.654.785	117.235	494.595	62.414	12.329.029
<b>Pequeñas empresas</b>	4.160.788	786.898	1.882.860	10.670	6.841.215

Tipo de crédito	Banca múltiple	Empresas financieras	Instituciones financieras no bancarias	Arrendamiento financiero	Total
Microempresas	926.756	590.850	1.094.092	1.131	2.612.830
<b>Total créditos directos</b>	44.601.243	1.506.018	3.577.998	138.084	49.823.343

Fuente: SBS (al cierre de noviembre 2015).

## Portugal

El sector MIPYMES en Portugal presenta una situación de alto apalancamiento con más del 70%, en promedio, con un perfil de deuda sobre todo a corto plazo, lo que constituye una seria restricción para la inversión. La relación deuda-capital, que se define como el total de los pasivos más el patrimonio total, se registró a 2,3 a partir de finales de la primera mitad de 2015 (fuente: Banco de Portugal).

Según la encuesta de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las empresas (SAFE), la financiación representa el 90% de la deuda de las MIPYMES (datos de 2015), mientras que las utilidades retenidas, venta de activos (fondos internos) y los fondos propios representan un muy pequeño porcentaje de la financiación total. Las MIPYMES son muy dependientes del sector bancario nacional, lo que las hace vulnerables al fuerte endurecimiento de las condiciones de crédito que se ha producido en los últimos años, ya que los bancos han experimentado presiones para la concesión del crédito debido al endurecimiento regulador.

De acuerdo con un análisis realizado por el FMI, Portugal ha tomado medidas para facilitar la reestructuración de la deuda corporativa, a través de la mejora del marco institucional y legal, incluyendo (1) la reducción del umbral para la aprobación de los acreedores en la reestructuración de los planes, (2) la racionalización y el fortalecimiento de la formación y (3) el desarrollo de un sistema de alerta temprana. Sin embargo, el FMI considera que estas medidas no serán suficientes para reducir significativamente la carga de la deuda, lo que resulta, en restricciones de crédito, en medio de crecientes índices de morosidad un peligro real para supervivencia de las MIPYMES en el país.

## República Dominicana

Una encuesta realizada a las micro, pequeñas y medianas empresas en la República Dominicana por FondoMicro en 2013 arrojó que una de las diferencias más evidentes entre PYMES y microempresas es la condición de sujeto de crédito que tienen sus propietarios y las mismas empresas ante la evaluación que realizan las

entidades financieras. Ocho de cada diez propietarios de MIPYMES (81%) señaló que han solicitado crédito para el negocio y han obtenido una respuesta positiva, mientras que apenas un 4,6% indicó que se lo habían negado. Otro grupo (14,4%) respondió que nunca han solicitado préstamos porque prefieren trabajar con dinero propio. De manera específica, más de la mitad de los propietarios de MIPYMES (55,3%) reportaron que al momento de la encuesta tenían recursos externos en calidad de préstamo, y de estos, un 43,5% habían recibido el desembolso del dinero en los 12 meses anteriores a la encuesta. Además, el 40% de los propietarios de MIPYMES tenían varios préstamos a la vez con diversas fuentes de financiamiento, algunos incluso con más de cinco financiamientos, lo que revela el peligro de un sobreendeudamiento e incrementa el riesgo de los que concedieron el crédito.

En relación a los servicios financieros, la Encuesta FondoMicro 2013 reveló un acceso creciente a fuentes de financiamiento con mayores niveles de bancarización, utilizando los propietarios los recursos financieros principalmente para compra de materias primas y mercancías. Lo anterior está vinculado a la limitada oferta de productos financieros a mediano y largo plazo que permitan a los empresarios realizar las necesarias inversiones de capital que contribuirían a fortalecer y modernizar sus unidades productivas.

### Tenencia de productos financieros en las MIPYMES

Producto financiero	Microempresas	PYMES
Cuenta de ahorro	55,9%	75,9%
Cuenta corriente	7,7%	68,2%
Crédito bancario	49,2%	83,6%
Tarjeta de crédito	16,5%	72,5%
Certificado financiero a plazo fijo	1,3%	9,7%

Fuente: Informe del Fondo para el Financiamiento de la Microempresa (Fondo Micro 2013).

Sobre la oferta de servicios financieros para las PYMES, existen 27 entidades financieras que ofrecen servicios financieros al sector, de las cuales 15 son reguladas (10 bancos múltiples, 3 entidades de ahorro y crédito y 2 asociaciones de ahorros y préstamos) y 12 no reguladas (4 cooperativas y 8 ONG).

### Uruguay

Según los datos publicados en el trabajo *Las condiciones de financiamiento de las empresas uruguayas en 2008 y 2011*<sup>38</sup> se describen los resultados de una encuesta

38. Trabajo coordinado por el Área de Investigaciones Económicas del BCU. Borrador preliminar.

realizada por el INE a 462 empresas uruguayas. Aunque de la muestra considerada, un 40% de las empresas son categorizadas como grandes, vale la pena destacar algunos de los hallazgos del trabajo. Si bien tanto la inversión de corto plazo en capital de trabajo como la de largo plazo en bienes de uso se financian mayormente por medio de utilidades retenidas, se observan diferencias en las otras fuentes de financiamiento.

Mientras que entre el 25% y 28% de la inversión de corto plazo se financia mediante crédito de proveedores y entre 14% y 16% mediante créditos provenientes de bancos de plaza, los guarismos son entre 13% y 17% y entre 18% y 24%, respectivamente, para la inversión de largo plazo. Cabe destacar que únicamente 30% de las empresas reportan inversiones de corto plazo y 25% de largo plazo durante los cuatro años bajo estudio. Dentro del pasivo de las empresas las deudas comerciales representan alrededor del 40% y las financieras otro 40%. Aunque el trabajo aclara que se debe revisar la consistencia de algunos de estos resultados, es claro que la participación de las empresas en el mercado de capitales resulta muy escasa y circunscripta a un reducido número de empresas de mayor porte, siendo la financiación bancaria la que prevalece.

### **Tasas de interés y morosidad**

Si el acceso a la financiación es un problema para las MIPYMES, el coste de la misma, en caso de conseguirla, se presenta como un problema quizá aún más importante. Es difícil, en general, en el mundo iberoamericano fijar niveles de los tipos reales de dicha financiación, pues se presentan dos circunstancias a tener en cuenta:

1. En general, los mercados financieros son poco profundos, por lo que la curva de tipos de interés con la que poder ajustar los niveles y márgenes que las entidades financieras aplican al crédito se ve afectada por la falta de precios a los diferentes plazos.
2. Esta falta de referencia y la falta de información fiable por parte de muchas de las MIPYMES hacen que el estudio y fijación del scoring de las mismas se realice en muchos casos prácticamente a la medida de cada una de ellas. Esto no implica que los agentes financieros prestamistas carezcan de políticas o productos, pero sí es cierto que son más genéricos que globales.

En el informe de la IFC<sup>39</sup> sobre la banca MIPYMES se reconoce que: *“a pesar de la importancia reconocida del segmento MIPYMES, los datos indican que la oferta de productos y servicios bancarios fundamentales para el crecimiento de las MIPYMES*

---

39. Guía Informativa de banca PYME. Acceso al financiamiento. Servicios de asesoría IFC. 2010. [http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/282884-1279136526582/FINAL\\_SPANISH.pdf](http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/282884-1279136526582/FINAL_SPANISH.pdf)

*sigue siendo insuficiente. En encuestas a nivel mundial, incluso en las encuestas de empresas y en las evaluaciones del clima para las inversiones realizadas por el Banco Mundial, las MIPYMES sostienen que el costo del financiamiento es su mayor obstáculo para crecer y que el acceso al financiamiento mediante calificaciones es otro obstáculo clave”.*

En un informe del BID de octubre 2014<sup>40</sup> respecto del crédito se reconoce: “*Los posibles prestamistas imputan un alto riesgo de incumplimiento a las MIPYMES —las cuales suelen carecer de un historial crediticio, garantías adecuadas y pericia para preparar estados financieros complejos— y, en consecuencia, les niegan el crédito. Estas restricciones afectan la capacidad de inversión de las MIPYMES, así como su sobrevivencia a lo largo del ciclo empresarial”.*

Dentro de esta falta de productos de la banca para MIPYMES destaca, en general, la financiación a largo plazo. La mayoría de la oferta de crédito es a corto o mediano plazo, hasta cinco años, aunque incluso este plazo es escaso en general. Lo usual se concentra en créditos de uno a tres años.

Siguiendo con el informe de la IFC: “*los productos de financiamiento a largo plazo, como los préstamos a plazo con periodos de vencimiento más largos y menos restricciones de uso, proporcionan a las MIPYMES capital de inversión. Las MIPYMES pueden tener dificultades para obtener esos tipos de préstamos, a causa de sus historias financieras deficientes o de su insuficiencia de activos para utilizar como garantía. Si bien algunos bancos les ofrecen préstamos sin garantía, basados en el flujo de caja en lugar de la garantía, esos préstamos suelen tener vencimientos con un menor plazo; en general, los requisitos de garantía son la norma. En parte por eso, el financiamiento a largo plazo es una de las necesidades más mencionadas por las MIPYMES, y, en muchos aspectos, los préstamos a largo plazo forman parte del problema, en especial en los países en desarrollo”.*

Pero el problema se agrava si además de plazos cortos, los precios de los créditos ofrecidos son excesivamente altos, muy superiores a empresas de mayor tamaño. En efecto, las MIPYMES disponen de menores garantías y, algunos casos, carecen de

---

40. *Análisis comparativo de las modalidades de apoyo del bid a las pyme: evaluación de los resultados en el sector de la manufactura en Brasil, octubre de 2014.*

La Oficina de Evaluación y Supervisión del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) realizó una evaluación para examinar la eficacia de los principales tipos de programas a través de los cuales apoya a las pequeñas y medianas empresas (PYME) de América Latina y el Caribe. Esta evaluación estudia la eficacia de las modalidades de apoyo del BID aplicadas por instituciones brasileñas. Centrada únicamente en el sector manufacturero, la evaluación analiza cómo inciden estas intervenciones en resultados de las empresas como el empleo, los salarios reales, las exportaciones y el registro de patentes y marcas comerciales. <https://publications.iadb.org/handle/11319/6683?locale-attribute=es&locale-attribute=en#sthash.lbgP4ebb.dpuf>

un historial que permita predecir la viabilidad del negocio en el largo plazo. Ello se traduce en unos costes de financiación más elevados y, en general, unas condiciones de acceso a la financiación y a la disponibilidad de crédito más desfavorables, como se pone de manifiesto en el siguiente gráfico para el caso español y de la eurozona.

### Diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a PYMES y los aplicados a grandes empresas (izda.) y endurecimiento (+)/(-) relajamiento neto de las garantías requeridas en los préstamos (dcha.): España y Eurozona

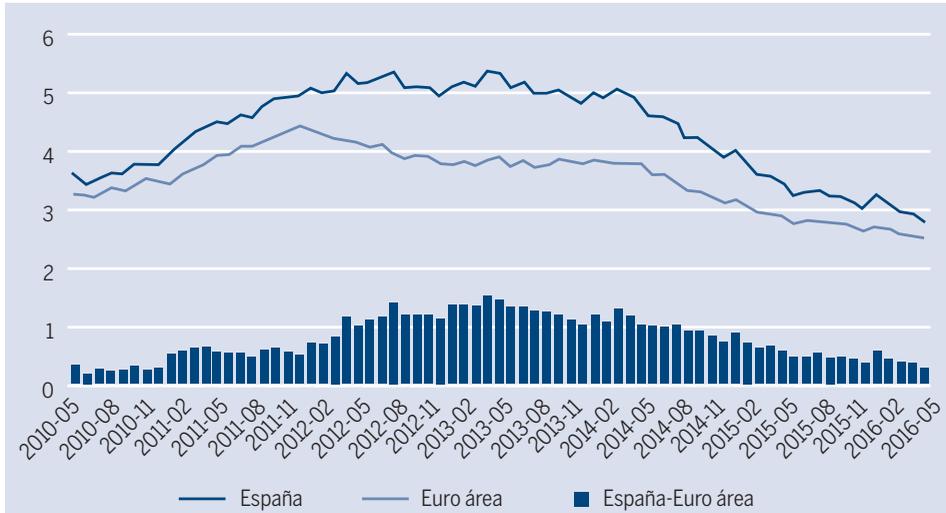


Fuente: BCE.

El coste de la financiación bancaria de las PYMES en relación a las grandes empresas llegó a alcanzar en España un importe muy superior al que soportan sus homólogos en la eurozona, situándose en 288 puntos básicos en agosto de 2012. Desde entonces el diferencial se ha reducido a menos de la mitad y en la actualidad es similar al de las empresas de la eurozona (119 puntos básicos). El sobrecoste que pagan las PYMES españolas con respecto a las de la eurozona llegó a alcanzar un máximo de 152 puntos básicos en abril de 2013, cuando el tipo de interés de un préstamo en España era del 5,36%. Desde entonces el coste se ha reducido un 48%, hasta situarse en el 2,8%, por lo que la brecha con la eurozona se ha reducido a más de la quinta parte (28 puntos básicos)<sup>41</sup>.

41. Estudio sobre el acceso de las empresas al crédito bancario realizado por Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas y la Fundación BBVA, de agosto de 2016. [http://www.fbbva.es/TLFU/fbin/FBBVA\\_Esenciales\\_08\\_agosto\\_2016\\_tcm269-604248.pdf](http://www.fbbva.es/TLFU/fbin/FBBVA_Esenciales_08_agosto_2016_tcm269-604248.pdf)

**Préstamos de menos de un millón de euros. Tipo de interés de préstamo bancario a las empresas. Nuevas operaciones. Porcentaje (tipo interés variable con revisión a un año)**



Fuente: Banco Central Europeo.

Otro ejemplo lo encontramos en Bolivia. El Banco Central publica una comparativa de los tipos que se aplican por perfiles de cliente en los créditos. Las tasas publicadas y recogidas en la siguiente tabla son en moneda nacional. Hay que destacar que no se recogen los plazos a los que se financia a cada tipología de cliente con estos créditos.

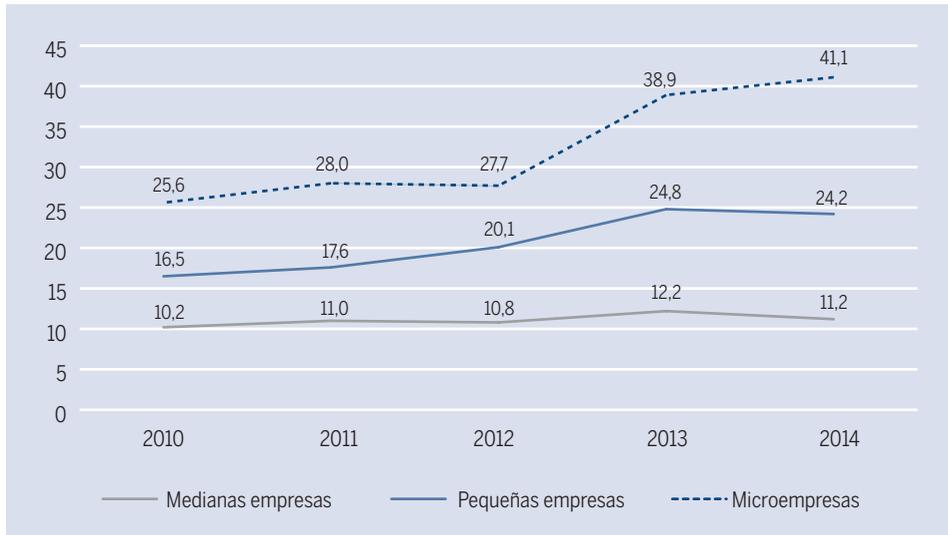
**Tasas de interés activas por destino del crédito**

Entidades	Moneda nacional									
	Consumo		Empresarial		Hip. de vivienda		Microcrédito		PYME	
	Nomin.	Efect.	Nomin.	Efect.	Nomin.	Efect.	Nomin.	Efect.	Nomin.	Efect.
<b>2016</b>										
Sep. 2016	17,22	19,09	5,37	5,45	8,25	9,33	13,60	14,92	6,60	6,89
<b>Bancos múltiples</b>	14,66	16,25	5,29	5,38	7,14	8,25	12,90	14,04	6,53	6,77
<b>Cooperativas</b>	16,72	18,09	6,00	6,14	11,66	12,31	14,06	15,00	9,72	10,19
<b>Entidades especializadas en microcrédito</b>	21,28	23,84	6,93	7,02	9,82	10,95	13,85	15,27	6,86	7,33
<b>Entidades financieras de vivienda</b>	10,10	10,59			8,41	8,78	9,95	10,42	6,99	6,55

Fuente: Banco Central de Bolivia.

En Perú, las tasas de interés promedio al segmento crediticio PYME responden a las condiciones particulares de oferta de cada entidad financiera, como son la evaluación crediticia, el costo de sus pasivos, la composición de la cartera de productos crediticios de cada entidad, entre otros. Como se evidencia en el gráfico siguiente, las tasas para las pymes se han reducido, mientras que las tasas de interés para las microempresas mantienen una tendencia al alza.

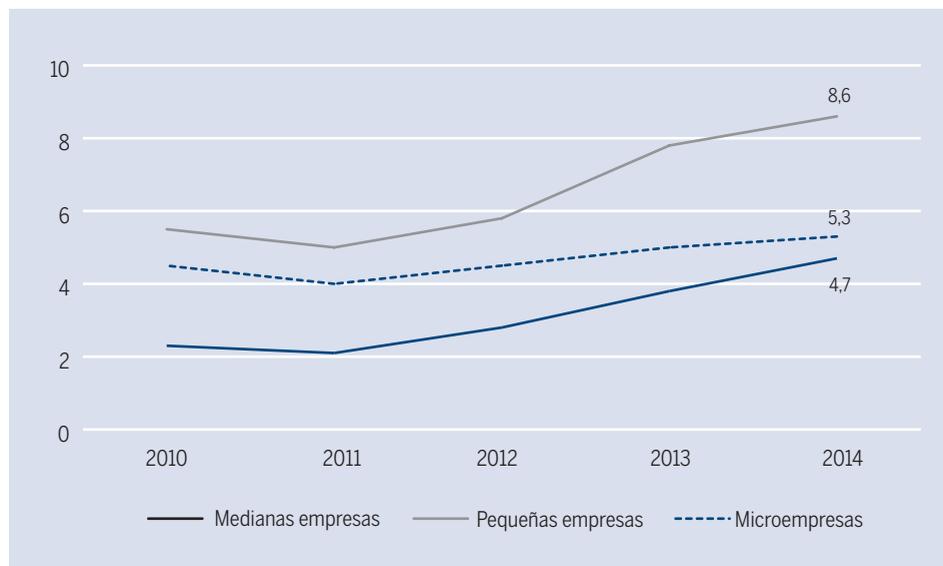
### **Evolución de las tasas de interés promedio**



*Nota: promedio ponderado de acuerdo a la composición de la cartera de cada entidad financiera.  
Fuente: SBS.*

Se observa además que el sobreendeudamiento y la morosidad son más frecuentes en el segmento crediticio de la pequeña empresa. Así, mientras que la morosidad crediticia del segmento de la pequeña empresa se encuentra en niveles de 8,6%, la mediana empresa presenta una incidencia de morosidad del 4,7%. De acuerdo con el Ministerio de la Producción-PRODUCE, la alta morosidad puede tener como desenlace que el sistema financiero expulse a los deudores morosos y les impida volver a acceder a créditos durante largos periodos de tiempo, lo que origina dificultad para el proceso de inclusión financiera y, por consiguiente, incentiva el crédito informal.

## Evolución anual de la morosidad promedio por segmentos crediticios (cartera atrasada / cartera vigente %)



Fuente: SBS.

## 2. Comparación de la estructura financiera en Iberoamérica con otras regiones

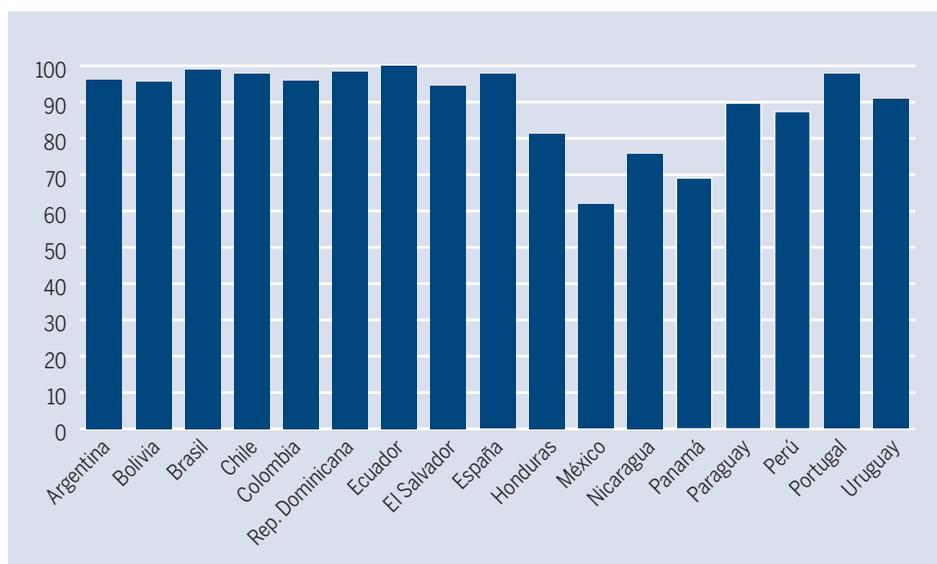
Dada la escasa información oficial sobre las pymes, en general, es difícil conocer la infraestructura financiera de las empresas, y resulta aún más complicado realizar una comparación por regiones económicas. A falta de datos actualizados, hemos realizado un estudio basado en cinco preguntas comparando áreas tan diversas como la propia zona iberoamericana, China, Rusia, la media de la OCDE y Polonia, por ser un país emergente dentro de la zona euro y del que se dispone de información reciente. Toda la información de este análisis proviene de los resultados de las encuestas a empresas, realizadas y publicadas por el Banco Mundial<sup>42</sup>. Las cuestiones analizadas para conocer la estructura financiera son las siguientes:

42. World Bank Group. Enterprise Surveys. <http://www.enterprisesurveys.org/data/exploretopics/finance>. Los sectores industriales y de servicios son los sectores empresariales primarios de interés de las encuestas. Esto corresponde a empresas formales empresas, con 5 o más empleados. Las empresas de servicios incluyen la construcción, el comercio minorista, mayorista, hoteles, restaurantes, transporte, almacenamiento, comunicaciones y TI. Los datos son de 2010, excepto Brasil que son de 2009.

1. Porcentaje de empresas con una cuenta bancaria.
2. Porcentaje de empresas con un préstamo bancario / línea de crédito.
3. Porcentaje de empresas que usan los bancos para financiar inversiones a l/p.
4. Proporción de la inversión financiada internamente.
5. Porcentaje de empresas que usan los bancos para financiar capital circulante.

Respecto a la primera cuestión, *porcentaje de empresas con una cuenta bancaria*, a pesar de la falta de bancarización, es destacable que la mayoría de las empresas cuenten al menos con una cuenta bancaria.

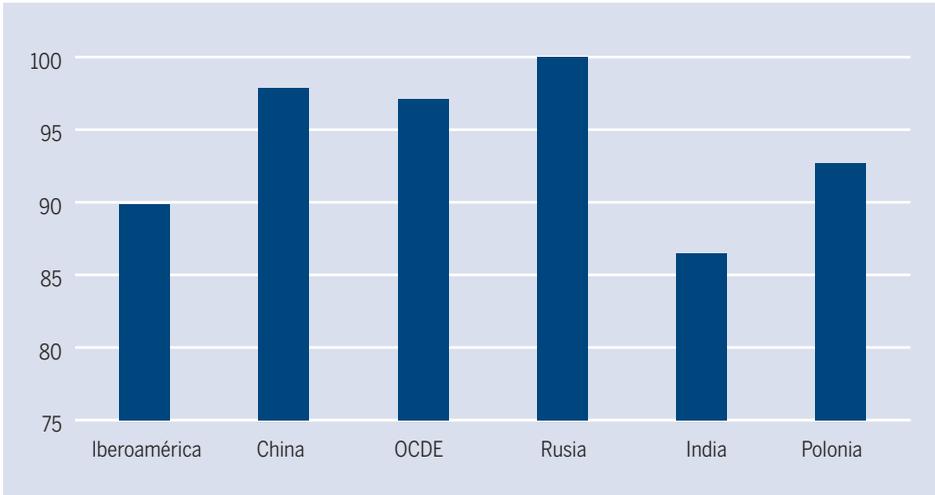
### Porcentaje de empresas con una cuenta bancaria en países del Estudio



Fuente: World Bank Group. Enterprise Surveys.

Veamos a continuación la comparación de la media de los países de este Estudio con las otras áreas mencionadas.

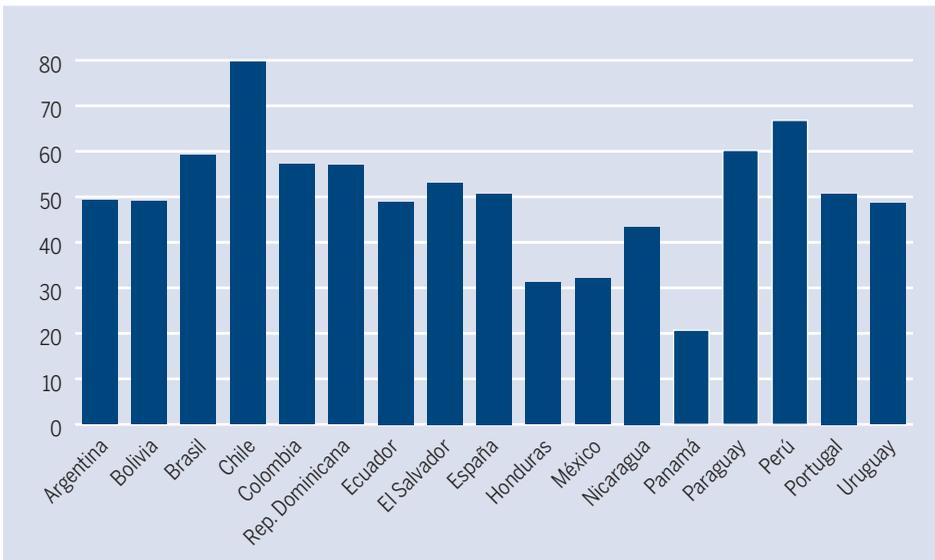
### Comparativa regional: porcentaje de empresas con una cuenta bancaria



Fuente: World Bank Group. Enterprise Surveys.

Con respecto a la segunda cuestión planteada, *porcentaje de empresas con un préstamo bancario / línea de crédito*, la situación por países es la siguiente:

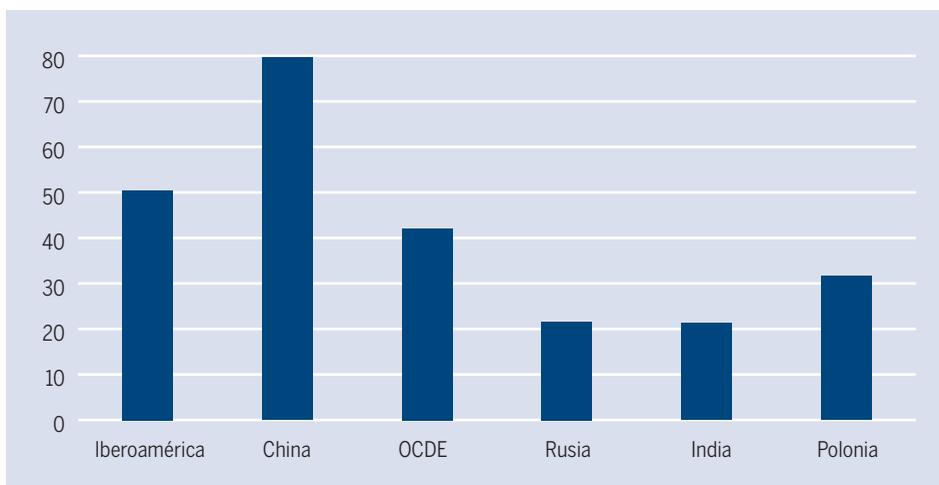
### Porcentaje de empresas con un préstamo bancario / línea de crédito en países del Estudio



Fuente: World Bank Group. Enterprise Surveys.

Se muestra en el gráfico siguiente la comparación regional con respecto a las empresas con un préstamo bancario/línea de crédito:

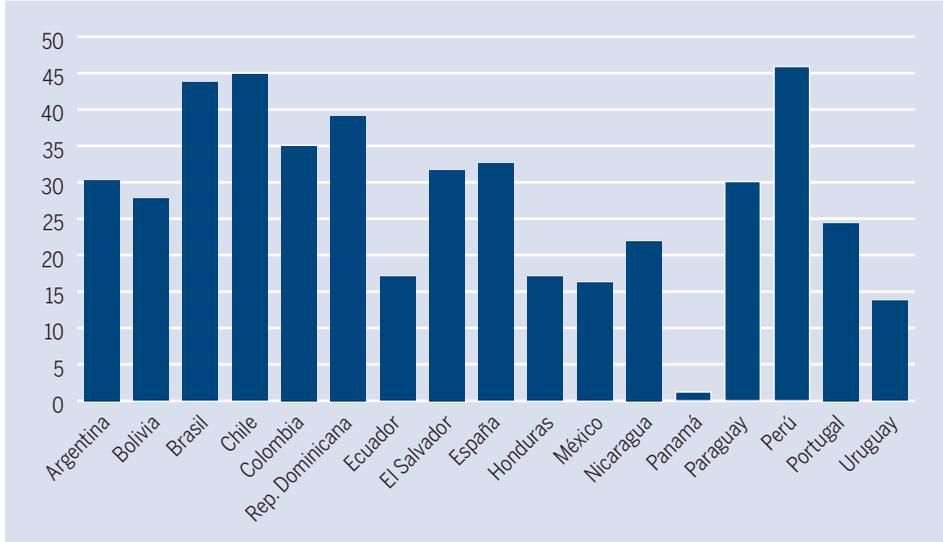
**Comparativa regional: porcentaje de empresas con un préstamo bancario/  
línea de crédito**



Fuente: World Bank Group. Enterprise Surveys.

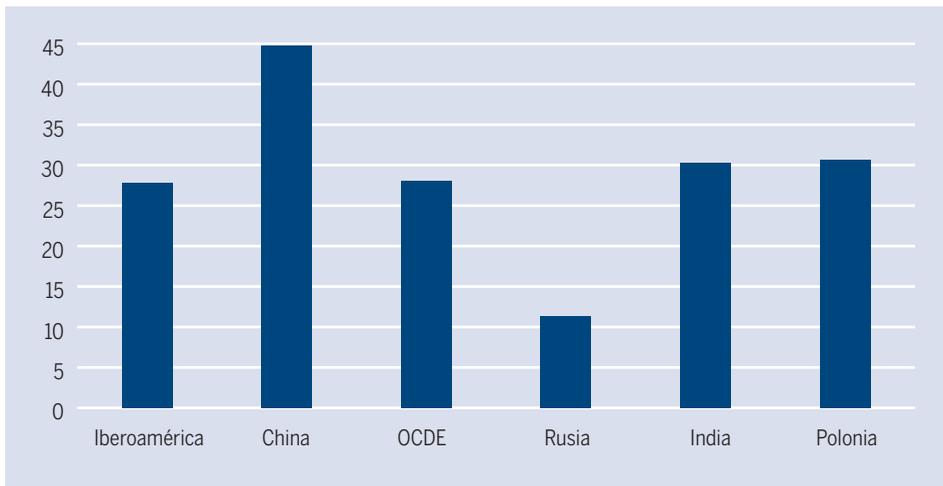
Ante la tercera cuestión, *porcentaje de empresas que usan los bancos para financiar inversiones a l/p*, encontramos los siguientes datos, en los países del Estudio, y comparados a nivel regional:

**Porcentaje de empresas que usan los bancos para financiar inversiones a I/p en países del Estudio**



Fuente: World Bank Group. Enterprise Surveys.

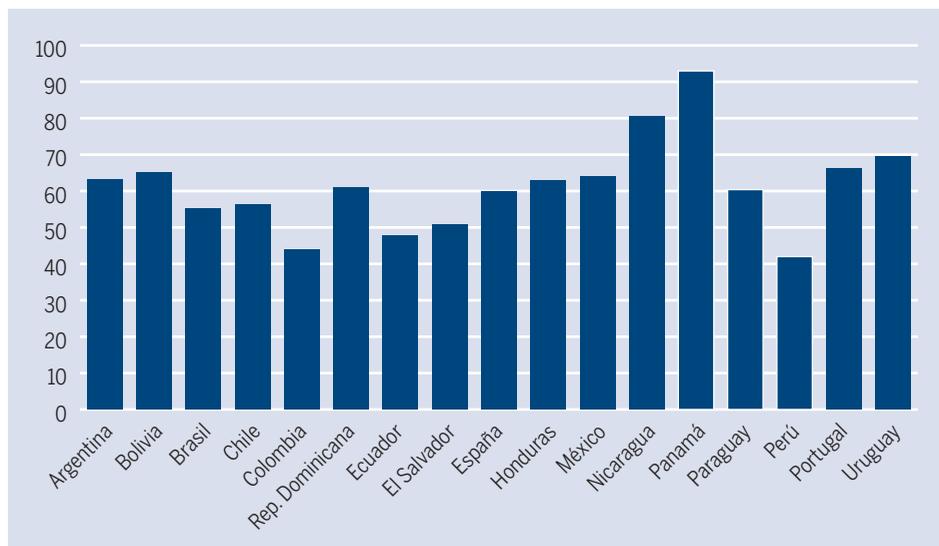
**Comparativa regional: porcentaje de empresas que usan los bancos para financiar inversiones a I/p**



Fuente: World Bank Group. Enterprise Surveys.

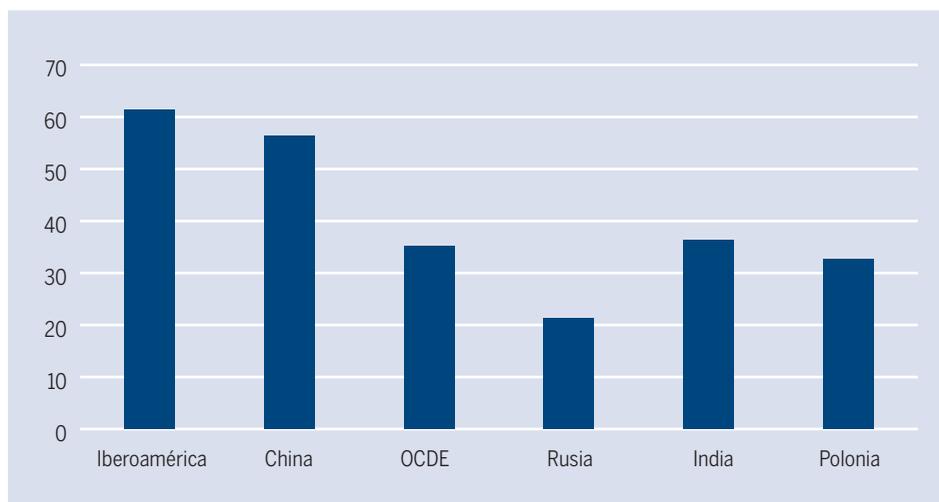
Sobre la cuarta cuestión, *proporción de la inversión financiada internamente*, encontramos los siguientes datos:

### Proporción de la inversión financiada internamente en los países del Estudio



Fuente: World Bank Group. Enterprise Surveys.

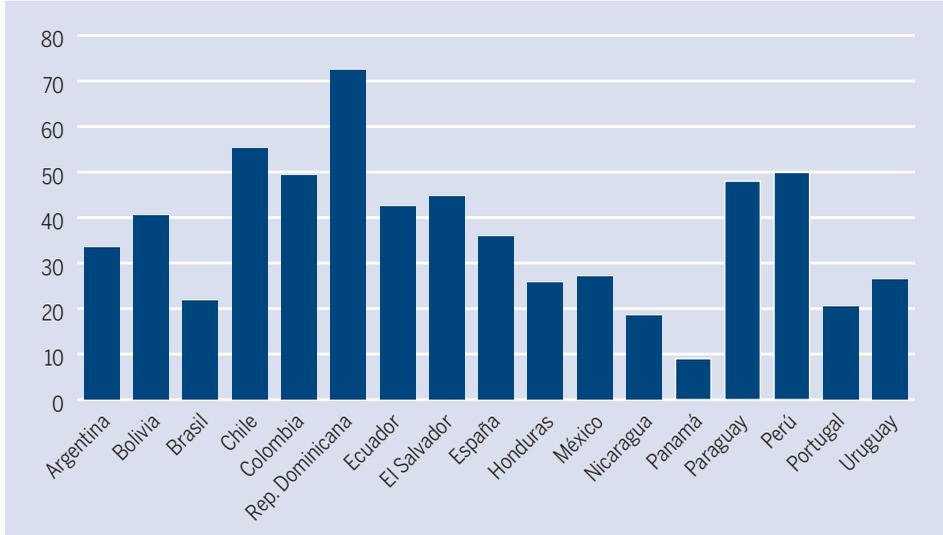
### Comparativa regional de la proporción de la inversión financiada internamente



Fuente: World Bank Group. Enterprise Surveys.

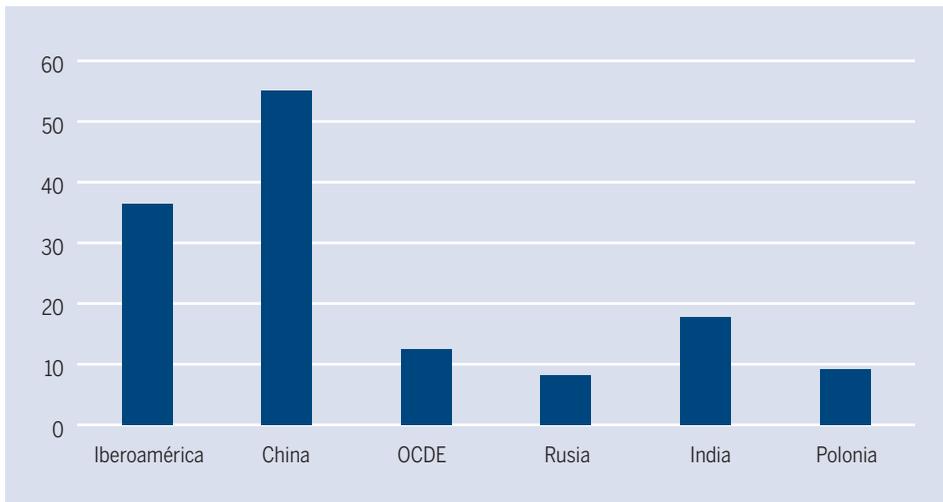
Finalmente, y ante la última cuestión, *porcentaje de empresas que usan los bancos para financiar capital circulante*, los resultados son los siguientes:

**Porcentaje de empresas que usan los bancos para financiar capital circulante en los países del Estudio**



Fuente: World Bank Group. Enterprise Surveys

**Comparativa regional del porcentaje de empresas que usan los bancos para financiar capital circulante**



Fuente: World Bank Group. Enterprise Surveys.

### 3. Políticas públicas de apoyo (incentivos tributarios, líneas de crédito especiales, subvenciones)

A lo largo de estos últimos años, las instituciones y los gobiernos de la región han diseñado e implementado diversas políticas de apoyo a las PYMES en Iberoamérica. Se han puesto en marcha iniciativas relacionadas con el acceso al crédito, la asistencia técnica para introducir mejoras en la gestión y la calidad, y el desarrollo empresarial, entre otras.

Sin embargo, sería deseable aumentar la coordinación entre los distintos programas e instrumentos, a fin de evitar la duplicidad de esfuerzos, la pérdida de sinergias potenciales entre programas, y fomentar la continuidad a lo largo del tiempo de muchas intervenciones. Si se quiere transformar a las PYMES en actores dinámicos del desarrollo productivo y la competitividad internacional, es necesario construir capacidades institucionales y de aprendizaje a través de un proceso que se extienda más allá del corto plazo<sup>43</sup>.

En el caso de los programas e instrumentos eficientes y novedosos, existe una clara dificultad para ampliar la cantidad de empresas beneficiarias de los mismos. Esto se debe, en parte, a la escasez de recursos, tanto humanos como financieros, que caracteriza a muchas de las instituciones de fomento, pero también a que numerosas intervenciones se han basado en una lógica de subsidio a la demanda, suponiendo erróneamente que las empresas potencialmente beneficiarias tienen capacidades similares para responder a los estímulos del mercado. En este sentido, hay que tomar en cuenta la elevada heterogeneidad que existe entre las PYMES de la región: por una parte, hay un pequeño porcentaje de empresas más dinámicas que por su nivel de productividad pueden enfrentar los costos de transacción asociados a los instrumentos de apoyo basados en subsidios a la demanda y, por otra, hay una gran cantidad de empresas que no tienen esta capacidad y que, por lo tanto, acceden de forma marginal a los programas de fomento, cuando estos se basan en los criterios mencionados. Por último, es muy importante contar con mecanismos sistemáticos y permanentes de evaluación de los programas y de las políticas implementadas, de forma tal que permitan obtener y evaluar sus resultados, y así poder modificar y mejorar tanto los instrumentos utilizados como las estrategias adoptadas.

Los incentivos fiscales, que emanan de las políticas de los gobiernos, se presentan como un impulso para las pequeñas y medianas empresas. En México, desde el 1 de

---

43. Carlo Ferraro, Giovanni Stumpo, *Políticas de apoyo a las PYMES en América Latina*. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Santiago de Chile, julio de 2010.

enero de 2016, la autoridad fiscal favorece la deducibilidad de impuestos y la creación de incentivos para incrementar la inversión en PYMES, ya que se las considera un sector estratégico. Entre las medidas anunciadas para el ejercicio fiscal de 2016, se podrá establecer temporalmente (2016 y 2017) la deducción inmediata del 100% de las inversiones de bienes nuevos de activo fijo para empresas con ingresos hasta de \$5,4 millones de dólares (100 millones de pesos). Para que no haya empresas que retrasen proyectos, se propone que la medida se aplique a las inversiones realizadas a partir de septiembre de 2015. La intención de la iniciativa es mejorar la competitividad de las PYMES, generando mayor acceso al crédito.

En Panamá, la Autoridad de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa, AMPYME, ofrece la exoneración de impuestos sobre la renta durante los dos (2) primeros años, a partir de la inscripción como tal en la entidad, y la exoneración del 1% destinado al Fondo de Compensación de Intereses en los préstamos pedidos a las entidades de financiamiento (EFINES).

Otro ejemplo lo encontramos en España, la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, incluye diversos incentivos para apoyar a las PYMES, entre los que destacan los incentivos fiscales por inversión de beneficios, a las actividades de investigación y desarrollo e innovación tecnológica, a las rentas procedentes de determinados activos intangibles, entre otros.

Veamos a continuación algunas de las acciones y políticas de apoyo a las PYMES implementadas en Iberoamérica.

## **Argentina**

Entre los diversos programas de financiamiento y asistencia a MIPYMES se encuentran los que diseña la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (SEPYME)<sup>44</sup>, que básicamente funcionan como subsidios de tasa o aportes directos no reembolsables para el desarrollo general de las MIPYMES. Entre ellos se encuentran Fonapyme Industria, Fondo Nacional para el Desarrollo y Fortalecimiento de las MIPYMES y el Régimen de Bonificación de Tasas.

Por otro lado, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) instrumentó una línea de créditos denominada "Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP)", mediante la cual los bancos deben destinar préstamos a plazos y tasa prefijados (menor a la de mercado), a proyectos productivos MIPYMES en un porcentaje mínimo de sus depósitos.

---

44. <http://www.produccion.gob.ar/>

## **Brasil**

Es necesario mencionar el papel del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES), que ofrece varias opciones para el apoyo financiero a las micro, pequeñas y medianas, con condiciones especiales, además de una tasa de interés a largo plazo (TJLP) más bajo. Sus programas tienen como objetivo aumentar su competitividad mediante la financiación de las inversiones necesarias para la introducción de innovaciones en mercado, contemplando acciones continuas de mejoras incrementales en sus productos y/o procesos, incluyendo la mejora de sus habilidades, estructura y experiencia. Es con estos objetivos que el área de BNDES capital de riesgo a menudo abre la licitación para la concesión de recursos. Por otra parte, cabe destacar que el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social anunció en 2012 las inversiones de R\$ 1 billón en 2014.

El Servicio Brasileño de Apoyo a las Micro y Pequeñas Empresas, SEBRAE, es la organización brasileña más importante y tradicional de apoyo a las MIPYMES. Es una entidad privada de interés público creada en 1972, cuya principal fuente de ingresos proviene de un porcentaje de las retenciones salariales de las empresas. Las prioridades estratégicas que orientan las actividades del SEBRAE respecto de las MIPYMES se distribuyen en nueve áreas relacionadas con los siguientes aspectos: 1) aprobación, reglamentación e implementación de un marco legal para las MPE; 2) articulación de políticas públicas orientadas al desarrollo de las MIPYMES; 3) expansión del acceso a los servicios financieros y reducción de los costos pertinentes; 4) creación de alianzas estratégicas para movilizar recursos, competencias y conocimientos; 5) promoción de la educación emprendedora y la cultura de la cooperación; 6) mejoramiento del acceso a la tecnología y de la capacidad de innovar; 7) modificación del sistema de atención individual, ampliando la escala y mejorando la calidad; 8) perfeccionar e intensificar la atención colectiva, y 9) promover el acceso a los mercados interno y externo.

## **Chile**

Una fuente de financiamiento importante para las empresas de menor tamaño (EMT) proviene de los programas liderados por la Corporación de Fomento para la Producción "CORFO", entidad dependiente del Ministerio de Economía que tiene como objetivo impulsar la actividad productiva nacional. Es el organismo encargado de implementar las políticas gubernamentales en el área de emprendimiento e innovación, lo cual se materializa en la gestión de una serie de programas a los que pueden acceder emprendedores y empresarios. Entre el abanico de programas que lidera, algunos se destinan principalmente al financiamiento de proyectos desarrollados por las micro y medianas empresas, como el "Crédito CORFO Micro y

Pequeña Empresa” que tiene como principal objetivo financiar inversiones y capital de trabajo de estas empresas. Se otorgan a través de instituciones financieras no bancarias con recursos CORFO, tienen por requisito ingresos por ventas anuales inferiores a 25.000 UF (900 mil USD aprox.) y entregan un monto máximo de 5.000 UF (alrededor de 900 mil USD).

Además existe un concurso denominado “Capital Semilla” que tiene como objetivo apoyar a emprendedores innovadores en el desarrollo de sus proyectos de negocios, mediante el cofinanciamiento de actividades para la creación y puesta en marcha de sus emprendimientos o ideas de negocio. El concurso está dirigido a personas jurídicas constituidas en Chile, con fines de lucro con menos de dos años de existencia y personas naturales mayores de 18 años que postulen individualmente. La postulación puede ser directa, por los emprendedores, o a través de una entidad patrocinadora.

En las bases para el año 2015 se estableció que para cada postulación, CORFO financiaría un monto único de 25 millones de pesos (USD 36 mil aprox.). Además se estableció la opción de contar con el apoyo de un mentor perteneciente a las Redes de Mentores apoyadas por CORFO. En caso de elegir esa opción, CORFO se hace cargo de los costes de ese servicio. El aporte de CORFO corresponde hasta el 75% del monto total del proyecto, debiendo el beneficiario de la línea de financiamiento realizar un aporte de al menos el 25%.

Adicionalmente, CORFO incentiva la creación de fondos de inversión que permitan financiar y desarrollar a las pequeñas y medianas empresas con potencial de crecimiento, existiendo fondos diferenciados según el tipo de empresa o sector en el que se desempeñe la empresa a financiar. Así, por ejemplo, es posible mencionar el “Fondo desarrollo y crecimiento”, “Fondo etapas tempranas”, “Fondo etapas tempranas tecnológicas”, que se diferencian según tamaño, etapa o sector de la empresa a financiar. Para financiar a las empresas, CORFO entrega financiamiento a los fondos de inversión, para que estos sean quienes inviertan en este tipo de empresas mediante créditos o aportes de capital, a cambio de lo cual, el fondo adquiere un porcentaje de participación en la empresa y tiene la posibilidad de involucrarse en la gestión de la misma.

Por su parte, destaca el programa de “Capital de riesgo CORFO inversión directa en fondos de inversión” que busca fomentar el desarrollo de la industria de capital de riesgo en Chile y la participación de inversores privados en los fondos de inversión, a fin de incentivar la inversión privada en pequeñas y medianas empresas.

Otro de los mecanismos a través de los cuales se apoya a las EMT corresponde a las garantías CORFO, existiendo diversos tipos que dependen del tipo de empresa al

cual están orientados. As, por ejemplo, la garantía CORFO micro y pequeña empresa busca respaldar financiamientos de largo plazo de las EMT, pudiendo ser usada para operaciones de crédito, leasing, leasback y factoring. Esta garantía cubre hasta cierto porcentaje del crédito que dependerá del tamaño de la empresa y de las características de la operación. CORFO se transforma en avalista de la empresa frente a la institución financiera (banco o cooperativa).

## **Colombia**

Para aumentar la cobertura y reducir las barreras de acceso a servicios financieros por parte de las MIPYMES, el Gobierno ha dispuesto para los empresarios varios instrumentos e instituciones de apoyo. Entre estos se encuentran los establecimientos de crédito de segundo piso como Bancóldex, la Financiera de Desarrollo Territorial (Findeter) y el Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario (Finagro), que proporcionan financiamiento a través de líneas de redescuento a tasas por debajo del mercado (préstamos de fomento). Asimismo, las garantías parciales de crédito, normalmente alrededor del 50% de las pérdidas de un préstamo incobrable, son proporcionadas por el Fondo Nacional de Garantías (FNG) y el Fondo Agropecuario de Garantías (FAG).

- **Bancóldex**<sup>45</sup>. Es el banco de desarrollo empresarial colombiano. Diseña y ofrece nuevos instrumentos, financieros y no financieros, para impulsar la competitividad, la productividad, el crecimiento y el desarrollo de las micro, pequeñas, medianas y grandes empresas colombianas, ya sean exportadoras o del mercado nacional. Según las cifras de 2013, Bancóldex desembolsó 2,07 billones de pesos, de los cuales el 54% estuvieron destinados a modernización y el 46% a capital de trabajo. A su vez, estos desembolsos en su mayoría fueron de mediano y corto plazo. Según un comunicado de prensa, Bancóldex desembolsó 4,07 billones de pesos en el 2015, de los cuales el 48% se dirigió a micro, pequeñas y medianas empresas, en tanto que el 40% de los mismos se destinó a proyectos de modernización<sup>46</sup>.
- **Financiera de Desarrollo Territorial (Findeter)**<sup>47</sup>. Es el banco de desarrollo para la infraestructura sostenible que otorga créditos de redescuento a través de intermediarios financieros para financiar proyectos de infraestructura públicos y privados en Colombia y provee asistencia técnica para la ejecución de programas de infraestructura. De acuerdo con el último informe de gestión, Findeter desembolsó 2,59 billones de pesos en el 2014, cifra superior a las registradas en años anteriores.

---

45. Bancóldex. <http://www.bancoldex.com/acerca-de-nosotros92/Que-es-Bancoldex.aspx>

46. Bancóldex. <https://www.bancoldex.com/Pagina-Principal/Desembolsos-Bancldex-2015.aspx>

47. Findeter. [http://www.findeter.gov.co/publicaciones/quienes\\_somos\\_pub](http://www.findeter.gov.co/publicaciones/quienes_somos_pub)

- **Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario (Finagro)**<sup>48</sup>. Es una entidad que promueve el desarrollo del sector rural colombiano, con instrumentos de financiamiento y desarrollo rural, que estimulan la inversión. Otorga recursos en condiciones de fomento a las entidades financieras, para que estas a su vez otorguen créditos a proyectos productivos.
- **Fondo Nacional de Garantías (FNG)**<sup>49</sup>. Es una sociedad de economía mixta vinculada al Ministerio de Comercio, Industria y Turismo. Su objeto principal consiste en facilitar el acceso al crédito para las MIPYMES mediante el otorgamiento de garantías. El único sector que no cubre es el agropecuario, debido a que este cuenta con el Fondo Agropecuario de Garantías. La solicitud de garantías se efectúa a través del intermediario financiero ante el cual la empresa pide el crédito. Se pueden solicitar garantías para créditos vinculados con: capital de trabajo, inversiones fijas o capitalización, operaciones de leasing, cupos rotativos de crédito, créditos de Bancóldex y de Colciencias y créditos para creación de empresas. De acuerdo al último informe de gestión, el resultado de la actividad crediticia respaldada por el FNG durante el 2014 totalizó 11,4 billones en nuevos desembolsos de crédito.
- **Fondo Agropecuario de Garantías (FAG)**<sup>50</sup>. Es la entidad encargada de respaldar los créditos redescontados ante FINAGRO o concedidos en condiciones FINAGRO con recursos propios de los intermediarios financieros vigilados por la Superintendencia Financiera de Colombia, validados como cartera sustitutiva de inversión obligatoria o registrados como cartera agropecuaria, dirigidos a financiar nuevos proyectos del sector agropecuario y rural que sean técnica, financiera y ambientalmente viables, y que se otorguen a productores que no pueden ofrecer las garantías ordinariamente exigidas por las entidades otorgantes del crédito. De acuerdo con un comunicado de prensa de Finagro, en el 2015 se expidieron 220 mil garantías por 1,5 billones de pesos, respaldando créditos que ascienden a 2 billones de pesos.

Asimismo, el Gobierno colombiano creó en 2006 el programa de inversión “Banca de las Oportunidades”<sup>51</sup> con el objetivo de promover el acceso al crédito y los demás servicios financieros a las familias de menores ingresos, micro, pequeñas y medianas empresas y emprendedores. La Red de la Banca de las Oportunidades la conforman los bancos, compañías de financiamiento comercial, las cooperativas, las ONG y las cajas de compensación familiar, quienes son las encargadas de extender su

48. Finagro. <https://www.finagro.com.co/qui%3%A9nes-somos/informaci%C3%B3n-institucional>

49. FNG. <http://www.fng.gov.co/ES/Documentos%20%20Informes%20de%20gesti%20n/Informe%20Gesti%20n%202014.pdf>

50. FAG. <https://www.minagricultura.gov.co/tramites-servicios/credito-agropecuario/Paginas/Fondo-Agropecuario-de-Garantias-FAG-v2.aspx>

51. Banca de las Oportunidades. <http://www.bancadelasoportunidades.com/contenido/contenido.aspx?catID=298&conID=673>

cobertura y llevar los servicios financieros a la población desatendida. Esta red financia con sus propios recursos los préstamos que otorga y asume su correspondiente riesgo, mientras que el programa facilita la labor de esta propiciando las reformas necesarias al marco regulatorio, apoyando la estrategia de promoción e incentivos, e impulsando acuerdos con los diferentes gremios, buscando cumplir las metas específicas de logros en cobertura física y acceso a servicios financieros.

Por otro lado, la exposición de los establecimientos de crédito a las PYMES ha crecido significativamente en los últimos años y actualmente constituye una proporción importante de su cartera de préstamos comerciales. De acuerdo con la última encuesta pyme (ANIF, 2015), en promedio, un 50% de las PYMES manifestó haber solicitado un crédito con el sistema financiero y un 95% de estos fue aprobado. El restante de MIPYMES termina financiando su actividad principalmente con recursos propios o a través de otras fuentes con menores requisitos o trámites.

## Ecuador

A través de La Corporación Financiera Nacional CFN, institución financiera pública, cuya misión consiste en canalizar productos financieros y no financieros alineados al Plan Nacional del Buen Vivir para servir a sectores productivos del país. Actualmente cuenta con varios programas para el impulso del sector de las MIPYMES, tales como:

- **Programa PROGRESAR.** Cuenta con fondos del Ministerio Coordinador de la Política Económica, el Ministerio Coordinador de Desarrollo Social, el Ministerio Coordinador de la Producción, Empleo y Competitividad y la Corporación Financiera Nacional.
- **Fondo de Garantía.** Tiene la función de apoyar a emprendedores que no cuentan con las garantías suficientes para acceder a un crédito. Dispone de 170 millones de dólares para que, a través de la banca, cooperativas e instituciones del sistema financiero aliadas al programa, se concedan créditos por 1.100 millones de dólares.
- **Línea de financiamiento de activos fijos.** Para proyectos enfocados al cambio de la matriz productiva. Es una herramienta que ofrece plazos de pago de hasta 15 años, con un periodo de gracia de hasta 2 años y una tasa de interés del 6,9% anual.
- **Capital de riesgo.** Busca canalizar recursos financieros provenientes de terceros (sean inversores privados o entidades gubernamentales) para financiar empresas o proyectos con un alto componente innovador. Los capitales semilla se entregarán a emprendimientos en fases de desarrollo que se proyecten a obtener altas tasas de crecimiento y posean un gran potencial productivo.

- **Financiamiento de importación para sectores priorizados.** Enfocado al sector productivo de las MIPYMES y corporativo. Consiste en financiamiento a empresas que requieran importar equipos y maquinaria para mejorar el proceso productivo que realizan.
- **Créditos para transporte público.** Con líneas de crédito para MIPYMES y microcrédito, Productivo Empresarial y Productivo Corporativo. Otorgan financiamiento para el transporte público hasta un plazo de 8 años. Financiamiento de hasta el 90% del valor del vehículo de fabricación nacional (sin incluir el IVA). Dentro del cual se encuentran los programas: Línea de Renovación del Parque Automotor (PLAN RENOVA), programa "Financiamiento Vehículos Usados" y programa "Financiamiento Para El Mejoramiento Y Re-Potenciación Del Vehículo".
- **CFN Construye.** Dirigido a las MIPYMES, Productivo Empresarial y Productivo Corporativo de la construcción. Concede créditos para la construcción de viviendas de interés prioritario, en donde al menos el 51% o más de las unidades del proyecto deberán estar en el rango de USD 40.001 hasta USD 70.000. Los créditos que concede son de hasta USD 50 millones por grupo económico o hasta USD 25 millones por empresa.
- **Crédito directo para el desarrollo.** Financia proyectos nuevos o de ampliación que se enmarcan en actividades productivas, sectores priorizados, industrias estratégicas e industrias básicas. Son 15 programas con líneas crediticias que oferta la Corporación Financiera Nacional.
- **Crédito para capital de trabajo.** La línea de crédito busca brindar financiamiento directo en base a líneas de crédito revolventes u operaciones puntuales, para la exportación, importación y materia prima e insumos locales a través de diferentes herramientas financieras.

Por su parte, el Banco Nacional de Fomento es una institución financiera pública de fomento y desarrollo, cuyo objetivo fundamental es estimular y acelerar el desarrollo socioeconómico del país, mediante una amplia y adecuada actividad crediticia. Cuenta actualmente con las siguientes líneas de crédito:

- a) Crédito productivo. Crédito dirigido a organizaciones y PYMES, dentro de las cuales cuenta con:
  - Crédito asociativo.
  - Crédito producción, comercio y servicio.
  - Compra de tierras productivas.
- b) Microcréditos. Crédito dirigido a microunidades de producción, comercio y servicios de beneficiarios del Bono de Desarrollo Humano, microempresarios de economía de subsistencia, acumulación simple o ampliada.
  - Fortalecimiento.
  - Crecimiento.
  - Desarrollo humano - CDH.

- c) Líneas de crédito del Ministerio de Agricultura, Ganadería, Acuacultura y Pesca (MAGAP). Dirigido a agricultores(as) no asociados(as), miembros de una asociación u organización legalmente constituida, cooperativas previamente calificados y avalados por la Unidad de Café y Cacao del MAGAP, de ser el caso, dedicadas o en capacidad de desarrollar labores agrícolas y productivas en producción de café arábigo y robusta, cacao nacional fino de aroma, arroz y maíz.

## **El Salvador**

El Banco Hipotecario de El Salvador es un banco estatal que provee de un sistema de financiamiento especial para MIPYMES. Este financiamiento del Banco Hipotecario se fortalece a través de la Corporación Interamericana de Inversiones (CII), miembro del Grupo del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), quien otorga préstamos con el objetivo de fortalecer los servicios financieros que esta entidad bancaria ofrece a las pequeñas y medianas empresas salvadoreñas.

Asimismo, el Banco de Desarrollo de El Salvador (BANDESAL) es un banco de segundo piso, que destina recursos orientados al financiamiento de las MIPYMES en El Salvador, a través de líneas de crédito disponibles en los bancos comerciales. Para esta actividad, BANDESAL recibe apoyo de distintos organismos internacionales como el BID y otros bancos extranjeros.

## **España**

Existen tres canales principales de apoyo a las MIPYMES:

1. A través del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad y específicamente de la Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa. A través de esta dirección general se financia directamente todo tipo de proyectos, tanto a nivel nacional como autonómico<sup>52</sup>.
2. El Instituto de Crédito Oficial (ICO). Orientado a autónomos y empresas y entidades públicas y privadas, tanto españolas como extranjeras, que realicen sus inversiones productivas en España. Pero al contrario que en el caso anterior, la tramitación de las operaciones se lleva a cabo directamente a través de las entidades de crédito, con las siguientes características y productos:
  - Los préstamos podrán destinarse a:
    - Liquidez: las necesidades de circulante, tales como gastos corrientes, nómina, pagos a proveedores, compra de mercancías, etc.

---

52. Secretaría General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa. Estadísticas Pyme 2016. [www.ipyme.org](http://www.ipyme.org)

- Financiar inversiones productivas dentro del territorio nacional:
    - Activos fijos productivos nuevos o de segunda mano.
    - Vehículos turismos, cuyo importe no supere los 30.000 euros más IVA.
    - Adquisición de empresas.
    - Gastos de circulante con el límite del 50% de la financiación obtenida para esta modalidad de inversión.
    - Rehabilitación de viviendas: la rehabilitación de vivienda o edificios.
  - Modalidad: préstamo/leasing para inversión y préstamo para liquidez. Importe de la operación: financia hasta un máximo de 12,5 millones de euros por cliente, en una o varias operaciones. Tipo de interés del crédito: el cliente puede elegir entre tipo de interés fijo o variable más un margen establecido por la entidad de crédito, según el plazo de amortización. El tipo de interés para el cliente (TAE) se publica quincenalmente para todos los plazos y modalidades. Amortización y carencia: 1, 2, 3 y 4 años con la posibilidad de un año de carencia si se financia 100% liquidez. Y 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 12, 15 y 20 años con hasta dos de carencia si se financia inversión. Comisiones: las entidades no pueden cobrar cantidad alguna en concepto de comisión de apertura, de estudio o de disponibilidad. Salvo la comisión por amortización anticipada voluntaria que será del 2,50% sobre el importe cancelado. Garantías: a determinar por la entidad financiera con la que se tramite la operación.
- 3.** Ayudas provenientes de la Comunidad Europea. La Comisión Europea ha anunciado en julio de 2016<sup>53</sup> el lanzamiento de dos nuevos instrumentos financieros para impulsar la financiación de las PYMES con los fondos estructurales y de inversión europeos (EIE). Uno de los fondos será un mecanismo de inversión colectiva que combinará fondos públicos y privados. Estará gestionado por un intermediario financiero y se destinará a financiar PYMES de nueva creación para el desarrollo de su modelo de negocio y la obtención de financiación adicional. Este fondo proporcionará hasta 15 millones de euros por pyme. La segunda herramienta consistirá en un fondo de préstamos que contará con aportaciones de los fondos EIE combinado con al menos un 30% de capital privado. También será gestionado por un intermediario financiero y se destinará a promover proyectos de desarrollo urbano sostenible. Los negocios beneficiados podrían obtener hasta 20 millones de euros. En total, entre 2014 y 2020, los fondos estructurales y de inversión europeos gestionarán unos 20.000 millones de euros a través de distintos instrumentos financieros. Por ello, la Comisión Europea ha instado a los gobiernos comunitarios a duplicar sus inversiones en los fondos EIE a través de herramientas como los préstamos y las garantías, con el fin de alcanzar los objetivos del plan de inversiones europeo.

---

53. [http://ec.europa.eu/regional\\_policy/en/funding/financial-instruments/#1](http://ec.europa.eu/regional_policy/en/funding/financial-instruments/#1)

En la actualidad, se están utilizando otros tres instrumentos financieros destinados a diferentes proyectos. Uno de ellos es un préstamo de riesgos compartidos entre recursos públicos y privados. Existe también un instrumento de garantía en el que los recursos públicos actúan como aval frente al riesgo de impago de préstamos de los bancos, lo que facilita a las PYMES el acceso a la financiación. Por último, se ha lanzado un préstamo para impulsar proyectos de eficiencia energética en el sector de los edificios residenciales.

## **Honduras**

La ejecución de las políticas de apoyo a estas empresas, incluyendo lo referente al financiamiento de las mismas, se implementa bajo un esquema sustentado en tres niveles institucionales:

- 1.** El Gobierno de Honduras, que a través de la Secretaría de Estado en los Despachos de Industria y Comercio, tiene entre otras funciones fundamentales la obtención y canalización de recursos públicos y privados, nacionales e internacionales, destinados a la micro, pequeña y mediana empresa, a través de transferencias de dichos recursos desde la banca pública de segundo piso, a operadores financieros especializados.
- 2.** Instituciones no financieras de segundo piso, que canalizan y atienden las demandas de servicio de las pymes; y
- 3.** Instituciones financieras de primer piso, que son las que se dedican sistemáticamente a ofrecer servicios financieros a los acreditados o prestatarios finales.

Cabe señalar que, por ley, el Banco Nacional de Desarrollo Agrícola (BANADESA) y el Banco Hondureño de la Producción y la Vivienda (BANHPROVI) deben crear líneas especiales para la financiación de la micro, pequeña, y mediana empresa, destinadas para capital de trabajo, fondos de garantía y capital de riesgo. En tal sentido, estas instituciones recurrirán a la utilización de recursos provenientes de instituciones multilaterales de crédito o de otras fuentes de origen externo e interno. Estas líneas de crédito deberán ser administradas bajo la figura de fideicomiso a través de intermediarios financieros y de otras instituciones que presten servicios financieros debidamente calificados como bancos, cajas rurales, cooperativas, organizaciones privadas de desarrollo financieros, cámaras de comercio y organizaciones privadas de desarrollo. Los créditos que otorgan las instituciones financieras para la pequeña y mediana empresa oscilan en montos promedio de US\$30.000,01 a US\$150.000 y de US\$150.000,01 en adelante respectivamente con plazos a 12 meses.

## México

La banca de desarrollo juega un papel importante en el financiamiento a las PYMES en México. Nacional Financiera (NAFIN) es parte de la banca de desarrollo, cuya misión es contribuir al desarrollo económico del país a través de facilitar el acceso de las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES), emprendedores y proyectos de inversión prioritarios, al financiamiento y otros servicios de desarrollo empresarial. NAFIN cuenta con el programa crédito PYME, que establece condiciones favorables de acceso al crédito de PYMES para que a través de la red de intermediarios financieros incorporados al programa se les otorgue financiamiento. Desde agosto de 2014, NAFIN y el Banco Nacional de Comercio Exterior (BANCOMEXT), en colaboración con Banco Santander, realizan el programa Alianza PYME que pretende alcanzar en el periodo 2014-2017 (3 años) un saldo de 6,5 mil millones de dólares (120 mil millones de pesos) en beneficio de más de 100.000 empresas.

Por su parte, la Secretaría de Economía cuenta con el Fondo Nacional Emprendedor, se crea en 2014 mediante la fusión del programa Fondo PYME y el Fondo Emprendedor, por medio del otorgamiento de apoyo temporal a programas y proyectos que fomenten la creación, desarrollo, viabilidad, productividad, competitividad y sustentabilidad de las micro, pequeñas y medianas empresas que buscan promover el desarrollo económico nacional, regional y sectorial.

## Panamá

Desarrolla los siguientes programas y proyectos de financiación a las micro, pequeñas, y medianas empresas:

- **Programa de Financiamiento para la Micro y Pequeña Empresa (PROFI-PYME)**, en el que el Estado facilita al empresario de la micro y pequeña empresa un aval o garantía de 60% a 80% de su préstamo, para que pueda cumplir con los requisitos solicitados por las entidades de financiamiento. Los montos garantizados son hasta B/. 25.000 para microempresas y B/. 50.000 para pequeñas empresas, dependiendo de la actividad empresarial que desarrolle. Para empresas que se dedican al ejercicio del comercio y servicios el 60%, el 70% para la actividad industria y el 80% para la actividad agroindustrial. Las entidades que ofrecen préstamos a la micro, pequeña y mediana empresas son aquellas que han firmado el Convenio de Adhesión al Programa de Financiamiento para PYMES (PROFI-PYMES), son tres bancos estatales, cuatro bancos del sector privado y el resto son entidades financieras no bancarias.
- **Fidecomisos para el Microcrédito en Panamá (FIDEMICRO PANAMÁ)**, tiene como objetivo la promoción y la expansión y consolidación de los servicios de

microfinanzas con la intermediación de entidades microfinancieras, dotando de recursos financieros reembolsables a las microfinancieras para que estas puedan expandir su cobertura y consolidar sus carteras de créditos a la micro y pequeña empresa. FIDEMICRO PANAMÁ pone a la disposición de las microfinanzas un instrumento financiero, cumpliendo el fideicomiso con la función de banca de segundo piso, proporcionando recursos financieros a operadores de primer piso, quienes con dichos recursos y bajo su riesgo realizarán colocaciones y recuperaciones en el sector de la micro y pequeña empresa, expandiendo y consolidando sus servicios de microfinanzas. La Confederación Latinoamericana de Cooperativas de Ahorro y Crédito R.L. (COLAC) está a cargo de la administración y disposición del fideicomiso, de conformidad con los términos y las instrucciones impartidas por la AMPYME.

- **Fondo de Garantías**, funciona bajo dos modalidades: Garantías Individuales para las MIPYMES y Garantías de Intermediación Financiera para Microfinancieras. Tiene como finalidad fomentar la oferta de préstamos, leasing, factoring, líneas de crédito y cualquier otra que se constituya para apoyar a los emprendedores y a las micro y pequeñas empresas para el financiamiento de inversiones, para la creación de nuevas empresas y para expandir o aumentar la productividad de las empresas ya existentes.
- **Fondo de Capital Semilla** está destinado a apoyar nuevos emprendedores y microempresarios de subsistencia de áreas urbanas, rurales e indígenas y a emprendedores y microempresarios. Consiste en implementar un fondo de hasta mil balboas (B/. 1.000) no reembolsables, siempre que el solicitante cumpla con la capacitación; se obtiene por medio de un concurso, en el que un comité evaluador, público-privado, selecciona los mejores planes de negocio. El fondo se hace efectivo a través de la apertura de una cuenta de ahorros en la Caja de Ahorros, banco estatal, la que es liberada una vez se reciben cotizaciones actualizadas de las adquisiciones de bienes y servicios para la puesta en marcha del negocio. La Caja de Ahorros hace efectivo el pago y garantiza el uso productivo del recurso.

## Paraguay

El sector público ofrece diversos instrumentos de apoyo para el financiamiento de las MIPYMES:

- **Agencia Financiera de Desarrollo (AFD)**: banca de segundo piso; cuenta con 2 programas de crédito para MIPYMES a través de bancos de plaza:
  1. MICRÉDITO: financiamiento para micro y pequeñas empresas. Financia capital operativo y activo fijo (5 años de plazo), además de adquisición de viviendas productivas (12 años de plazo). Tienen acceso aquellos que

cuentan ingresos anuales de hasta Gs. 2.500 millones y hasta 20 empleados.

2. **PROPYMES:** financiamiento para MIPYMES. Financia compra de equipos y maquinaria, adquisición de inmuebles productivos, ampliación y mejoramiento de infraestructura, incorporación de tecnología y procesos, compra de vehículos utilitarios para el negocio. Tienen acceso aquellos que cuentan ingresos anuales de hasta Gs. 15.000 millones y cuenta con 10 años de plazo (2 años de gracia).

La AFD también ofrece créditos blandos para la vivienda a través de bancos de primer piso.

- **Banco Nacional de Fomento (BNF):** banca pública de desarrollo, cuenta con un préstamo para microempresas que realicen actividades de producción agropecuaria, industrial, comercial, servicios y artesanal. Financia capital operativo y activo fijo (plazo hasta 30 meses).
- **Instituto de Previsión Social (IPS):** programa de financiamiento a largo plazo para MIPYMES suscrito en diciembre 2015 con 2 bancos de plaza por un total de USD 15,4 millones (recursos provenientes de IPS); cuenta con el apoyo del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), quien garantiza el 100% de la operación.
- **Dirección Nacional de Contrataciones Públicas (DNCP):** cuenta con un Sistema de Subasta a la Baja Electrónica (SBE) además del programa FINANPYME, el cual permite a aquellas MIPYMES que sean proveedoras del Estado el financiamiento total o parcial del capital requerido para el cumplimiento de un contrato con el Estado, permitiendo así la participación de MIPYMES en procesos licitatorios.

## República Dominicana

Las MIPYME reciben apoyo gubernamental como medio de financiamiento a través de Fundación Reservas y Banca Solidaria que otorgan préstamos a este sector a tasas subsidiadas.

## Uruguay

Existen diversas organizaciones públicas y privadas que se dedican a brindar apoyo a las PYMES, indicando que el interés en apoyar su crecimiento y desarrollo está presente. Algunas organizaciones que vale la pena destacar son: Corporación Nacional para el Desarrollo y su programa Uruguay Fomenta, Agencia Nacional de Investigación e Innovación (ANII), DYNAPYME y su programa C-EMPRENDEDOR, y una serie de organizaciones de carácter privado: Endeavor, Fundación Ricaldoni, CCEE Emprende, Asociación de Jóvenes Empresarios del Uruguay, Empretec Uruguay, Cámaras Empresariales.

## 4. Principales obstáculos de acceso al sector bancario y mercados financieros

Tradicionalmente el financiamiento de inversiones y actividades productivas ha sido un tema de alta complejidad para los países iberoamericanos, debido a una multiplicidad de factores socioeconómicos que dificultan —en mayor o menor grado— el acceso a recursos financieros por parte de las distintas unidades económicas. Más aún cuando se trata de las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES), donde menos del 40% tiene acceso al mercado de crédito en oposición a un 76% de las grandes empresas<sup>54</sup>. Por ello no es inusual encontrar que, en la práctica, las MIPYMES financien sus emprendimientos y operaciones fundamentalmente con recursos propios, dado que el sector bancario así como otras entidades de crédito, muchas veces, son reacios a financiar actividades que puedan conllevar un alto riesgo potencial. Esto es debido no tanto por las probabilidades de éxito que pueda acarrear un proyecto en particular, sino más bien a las características propias de la empresa y/o mercado, así como de otros factores que serán analizados en forma pormenorizada a lo largo de este epígrafe.

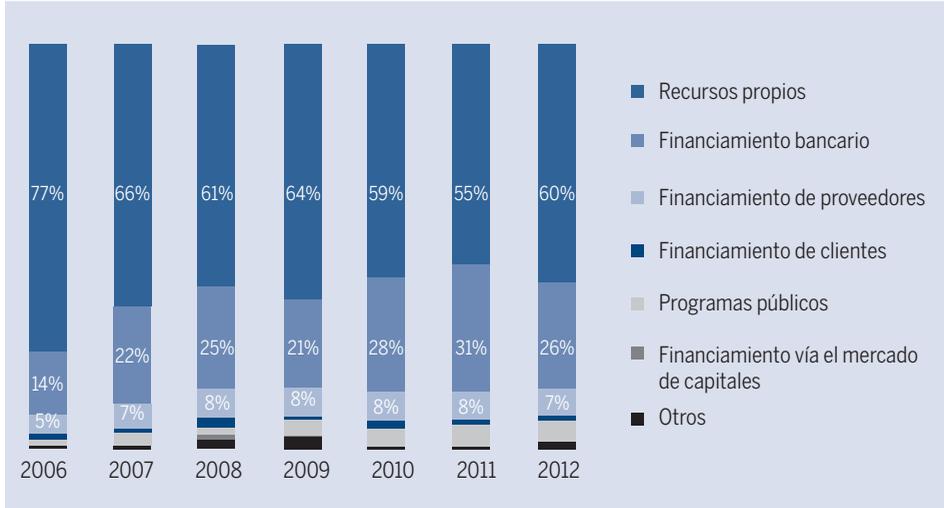
Si bien existe una lógica disparidad en Iberoamérica, dada la multiplicidad de países que la componen, así como el mayor o menor desarrollo relativo de cada uno, sin embargo, es común que una gran proporción de recursos financieros provengan de las mismas MIPYMES.

En efecto, la participación de fondos propios dentro de los recursos financieros utilizados por estas empresas suele ser considerablemente elevada. Por ejemplo, en Argentina los datos de la Fundación Observatorio PYME para el año 2014 señalaba que un 63% del monto total de las inversiones de PYMES industriales es autofinanciado, número que se ha mantenido relativamente estable desde el 2007.

---

54. Inter-American Development Bank (2016). SME Finance: Evaluation of IDB Group's Work through Financial Intermediaries. Office of Evaluation and Oversight, Washington D.C.

### Fuentes de financiamiento de las inversiones de las PYMES industriales en Argentina



Fuente: Encuesta Estructural a PYMES industriales, 2007-2012. Fundación Observatorio Pyme. Argentina.

En muchos casos, los fondos propios constituyen no solo la principal sino más bien la única vía de financiamiento formal que disponen las MIPYMES para solventar sus actividades y proyectos de inversión, debido a las dificultades que tienen para acceder a bancos y otras entidades de crédito que componen el sistema financiero. Un denominador común entre las MIPYMES de la región es, sin lugar a dudas, la informalidad<sup>55</sup> a la que nos hemos referido en epígrafes anteriores, tanto en la conformación de estas empresas como en su operatividad, que terminan limitando finalmente la capacidad de las mismas para conseguir recursos económicos genuinos, por medios y mecanismos legalmente constituidos, y que no redunden en sus propios fondos.

Dentro de este complejo espectro de la informalidad debe destacarse, en primer lugar, un aspecto básico que consiste en la falta de registro de numerosas empresas, principalmente de aquellas más pequeñas y, especialmente, las denominadas unipersonales (comerciantes de frontera, vendedores y puestos ambulantes constituyen casos típicos de unidades económicas no registradas en los libros públicos de comercio). Esta característica, sin embargo, es menos frecuente para aquellas MIPYMES dedicadas a actividades industriales, en contraposición a los servicios y comercios que suelen tener un mayor grado de informalidad registral, lo que redundará

55. Ver capítulo 1, "Importancia económica de las PYMES en las economías iberoamericanas", de este Estudio.

en un lógico desincentivo por parte de las entidades financieras en otorgarles créditos para el desarrollo de sus negocios.

En segundo lugar, y más allá del registro o no de la sociedad *vis-à-vis* del Estado, la informalidad de las MIPYMES tiende a materializarse también en el ámbito de los contratos laborales, aportes de jubilación y/o de salud para sus empleados, así como en las contribuciones tributarias al fisco<sup>56</sup>. Tanto la no declaración como la sobre o subdeclaración, según lo que más le convenga a la empresa, suelen ser una constante en aquellas economías con sistemas legales y efectivos de control más distendidos. El subempleo de hecho revela tasas generalmente elevadas en aquellas economías de menor desarrollo relativo, tanto en el número de horas trabajadas por semana (usualmente denominado subempleo visible) como en el nivel de ingresos efectivamente percibido por el trabajador (usualmente denominado subempleo invisible)<sup>57</sup>.

La consecuencia inmediata de esto es la lógica restricción por parte de las MIPYMES de convertirse en sujetos de crédito, no solo por la informalidad incurrida sino porque además termina incidiendo negativamente en la calidad del empleo generado por estas, afectando así a su productividad y poniendo en jaque el futuro de su propio negocio.

Ligado a lo anterior, muchas MIPYMES en Iberoamérica también demuestran una escasa e imperfecta elaboración y preparación de estados contables. Esta característica se presenta con mayor intensidad entre las unipersonales, micro y pequeñas unidades económicas antes que entre las medianas, y se vincula generalmente con la escasa formación, tanto de sus propietarios como de sus empleados si es que los tuvieren. Algunos países como Nicaragua y El Salvador han previsto en sus legislaciones marcos contables simplificados para MIPYMES e incluso adaptados a

---

56. Un estudio de la organización Pro Desarrollo Paraguay (2014) revela que la economía subterránea rondaría un 40% del producto interno bruto (PIB) en este país.

57. La Dirección General de Estadísticas, Encuestas y Censos (DGEEC) de Paraguay provee las siguientes definiciones, de acuerdo a las recomendaciones de la Organización Internacional del Trabajo (OIT):

- Subempleo: existe cuando la situación de empleo de una persona es inadecuada con respecto a determinadas normas, como el volumen en empleo (subempleo visible) o el nivel de ingreso (subempleo invisible). El subempleo alcanzó el 20% en Paraguay según la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) 2014.
- Subempleo visible: se refiere a las personas ocupadas que trabajan menos de un total de 30 horas por semana en su ocupación principal y en sus otras ocupaciones (si las tiene), que desean trabajar más horas por semana y están disponibles para hacerlo. El subempleo visible fue del 6,1% en Paraguay según la EPH 2014.
- Subempleo invisible: se refiere a las personas ocupadas que trabajan un total de 30 horas o más por semana en su ocupación principal y en sus otras ocupaciones (si las tiene) y su ingreso mensual es inferior a un mínimo legal establecido en el periodo de referencia. El subempleo invisible fue del 13,9% en Paraguay según la EPH 2014.

estándares internacionales, tales como las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Pero la escasa formación del personal, sumado en otras al laxo control de estos requisitos por parte de las autoridades correspondientes, hace también que estas normas puedan ser de difícil cumplimiento en la práctica para muchos países iberoamericanos.

Sin embargo, para poder competir en un entorno como el actual es necesario que las empresas manejen todos los instrumentos de generación de información disponibles. Desde el punto de vista contable, la contabilidad genera información sobre la agregación de gastos y costes a través de la contabilidad de gestión, así como de la posición económica y financiera de la misma a través del análisis de los estados contables.

Un corolario que se desprende de lo anterior tiene que ver con el espíritu familiar de estas empresas en cuanto a su propiedad, gerenciamiento y administración, que incluye el empleo de parientes dentro de las MIPYMES, muchas veces no remunerados y con escasas posibilidades de capacitación o formación al interior de la firma. La consecuencia de ello muchas veces es una baja motivación y productividad del personal, al no ser posiblemente las personas más indicadas para el puesto, de acuerdo a la complejidad de tareas a realizar, y de no percibir asimismo salario alguno u oportunidades de ascenso dentro la empresa debido a su estructura pequeña.

Por otro lado, dado ese componente familiar, muchas de las empresas suelen ser reacias a abrir su capital a nuevos dueños (accionistas), prefiriendo el endeudamiento antes del financiamiento mediante emisión de acciones. Sumado a esto, la resistencia de las empresas a no querer revelar información, así como también la informalidad fiscal, generan malos incentivos para el mercado en términos de transparencia, responsabilidad y simetría de la información, a la hora de apelar a fuentes de financiación externas a la empresa. Una encuesta a los bancos mexicanos, por ejemplo, revela la cultura del “no pago” que caracteriza a un número importante de empresas y empresarios y representa un problema cultural importante que afecta a la oferta de financiación a estas entidades<sup>58</sup>.

Si bien el concepto de gobierno corporativo y otras buenas prácticas de gestión empresarial se encuentran bien asentadas en las legislaciones de buena parte de los países de este Estudio, no debe olvidarse que las normas sobre gobierno corporativo no suelen estar orientadas a las MIPYMES<sup>59</sup>. El caso mexicano, por ejemplo,

---

58. Rodrigo Fenton Ontañón y Ramón Padilla Pérez (2012). Financiamiento de la Banca Comercial a Micro, Pequeñas y Medianas Empresas en México. CEPAL, México D.F. [http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/4919/S1200095\\_es.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/4919/S1200095_es.pdf?sequence=1&isAllowed=y)

59. En reconocimiento de las particularidades de la estructura empresarial en la región, en el año 2011, CAF publicó los *Lineamientos para un Código de Gobierno Corporativo para las Pyme y Empresas Familiares*,

contempla un Código de Mejores Prácticas Corporativas, enfocado en mejorar la integración y el funcionamiento del consejo de administración de las empresas así como sus órganos intermedios de apoyo. Si bien este Código contiene una serie de recomendaciones de aplicación voluntaria (i.e. no obligatoria), aquellas sociedades que pretendan inscribir acciones representativas de su capital social en el Registro Nacional de Valores y cotizar en alguna Bolsa, deben cumplir con los principios de gobierno corporativo establecidos en la Ley del Mercado de Valores de México, adoptando la modalidad de Sociedad Anónima Promotora de Inversión Bursátil (SAPIB) o Sociedad Anónima Bursátil (SAB). Las empresas que opten por convertirse en SA-PIB tendrán que establecer un programa de adopción progresiva al régimen de gobierno corporativo de una SAB, lo cual desembocará en una mejora de su gestión y ampliación de sus posibilidades de financiamiento.

Además se aprecian otros elementos que podrían restringir, al menos en principio, el acceso al crédito por parte de las entidades estudiadas. Un factor podría ser una escasa sofisticación de las actividades realizadas por las MIPYMES iberoamericanas, ya que en general estas suelen participar en sectores económicos de escaso valor agregado, tales como el comercial o de servicios poco complejos, tal y como se ha visto en el capítulo 1 de este Estudio. En El Salvador, por ejemplo, la participación de PYMES dedicadas a actividades industriales, con potencial de alto valor agregado en términos de producción, representa apenas el 11,54% en el año 2012 según la Dirección General de Estadística y Censo (DYGESTIC), mientras que aquellas dedicadas al comercio y servicios alcanzaban casi el 87% (59,36% comercio y 27,62% servicios)<sup>60</sup>. Esta particularidad resulta ser menos evidente en empresas de mayor tamaño, donde la proporción de firmas participantes en el sector secundario es más elevada y cuyo acceso al financiamiento también acaba siendo superior y más sencillo de obtener.

También se deben mencionar otros factores de carácter estructural o coyuntural que también dificultan la entrada a los mercados financieros. Varios países iberoamericanos reflejan un marcado relegamiento en términos de infraestructura, principalmente visible al compararse el campo con la ciudad. Las zonas rurales de algunos países suelen revelar notorias carencias en términos de comunicaciones y servicios, tanto públicos como privados y entre los que se incluyen la ausencia

---

documento que contiene la adaptación de las mejores prácticas de gobierno corporativo para este tipo de empresas. Los lineamientos reconocen que dadas las características de las empresas familiares, es de vital importancia la emisión de un Protocolo Familiar que regule las relaciones entre familia, accionistas y empresa. Asimismo, destacan que la organización de la empresa familiar es un entramado jurídico complejo, en el que el protocolo familiar como negocio básico y constituyente, integra negocios jurídicos de distinta naturaleza y crea figuras a medida que son utilizadas para construir la sociedad familiar.

[https://www.caf.com/media/1395840/lineamientos\\_gobierno\\_corporativo\\_pymes.pdf](https://www.caf.com/media/1395840/lineamientos_gobierno_corporativo_pymes.pdf)

60. Fuente: Directorio de Unidades Económicas 2011-2012. MINEC- DYGESTIC. El Salvador

(o insuficiencia) de servicios financieros. El alto costo de desarrollar estos servicios en zonas pobres y poco pobladas (o de escasa concentración poblacional), así como la necesidad de acompañarlos con programas de inclusión y educación financiera para garantizar el uso efectivo de los mismos junto a su profundización, redundan finalmente en un evidente déficit de entidades bancarias y otras instituciones que provean servicios financieros. Si bien la existencia de cooperativas, así como de algunas pocas entidades especializadas en microcréditos, contribuye a la mitigación de estas falencias, la realidad es que muchas regiones —especialmente en Latinoamérica— se encuentran todavía aisladas de cualquier tipo de servicio financiero.

De igual modo, la tecnología ha permitido notablemente el cierre de ciertas brechas vinculadas a la comunicación, información y el acceso a ciertos servicios, principalmente a través de computadoras conectadas a Internet y teléfonos celulares que permiten, por ejemplo, hacer transacciones a distancia, entre otros servicios<sup>61</sup>. Las zonas geográficas más remotas, sin embargo, son nuevamente las que acusan un menor desarrollo o presencia de estas tecnologías, por lo que su uso y disponibilidad no siempre es evidente. Esto es aún más notorio en aquellos territorios que carecen incluso de servicios básicos, tales como la electricidad, y que por ende inhiben el uso de cualquier elemento tecnológico.

Además de lo expresado hasta aquí, también se deben considerar otros aspectos propios del negocio que limitan la concesión de fondos por parte del sistema financiero. En primer lugar, las micro y pequeñas empresas suelen acusar en promedio mayores tasas de morosidad y/o quiebra que aquellas medianas o grandes, independientemente de la actividad, proyecto o emprendimiento que se vaya a financiar con dichos recursos.

Lo anterior se debe principalmente a una menor productividad promedio de las MIPYMES con respecto a las grandes y, como ya se ha comentado anteriormente, por dedicarse generalmente a actividades que generan un menor valor agregado, por contar con una gestión o administración menos profesional (competitiva) del negocio, y disponer de una menor cantidad de instrumentos de garantía y mitigación de riesgos.

En efecto, la falta de garantías reales suele ser uno de los principales obstáculos para acceder al crédito, como lo evidencia el caso uruguayo, donde según una Encuesta Nacional de MIPYMES realizada en 2013 esta sería la principal barrera de acceso al crédito de acuerdo a los encuestados<sup>62</sup>:

---

61. Por ejemplo, los programas de billetera electrónica BIM en Perú o Tigo Money en Paraguay

62. Véase la Encuesta Nacional de MPYMES Comerciales, Industriales y de Servicios 2013 en el siguiente link: <http://www.dinapyme.gub.uy/publicaciones-y-estadisticas/mPymes>

### Principales barreras de acceso al crédito en Uruguay<sup>63</sup>



Fuente: MIEM-DINAPYME. Encuesta Nacional de MIPYMES. Uruguay.

Por tanto, no sorprende que apenas un 21% de las empresas latinoamericanas más pequeñas termine financiándose a través de entidades bancarias y que este financiamiento represente solo el 12% del total de inversiones previstas por estas, es decir, menos de la mitad del porcentaje correspondiente a las grandes empresas<sup>64</sup>.

En general, las entidades financieras iberoamericanas tienden a asignar un alto valor a las garantías reales que las empresas solicitantes de crédito puedan ofrecer (más aún si estas garantías provienen del sector público), así como también a la facilidad de ejecución de las mismas, según el contexto particular de cada una. En el caso mexicano, el 64% de los bancos (66% de la cartera) ha manifestado en una encuesta la gran importancia de contar con estas garantías para poder ser sujetos de crédito, mientras que el 40% (45,2% de la cartera) admite que los requerimientos de garantía son efectivamente mayores para las MIPYMES antes que para las grandes, debido lógicamente a una mayor inestabilidad, informalidad y asimetría en la información vinculada con la evaluación de estas últimas<sup>65</sup>.

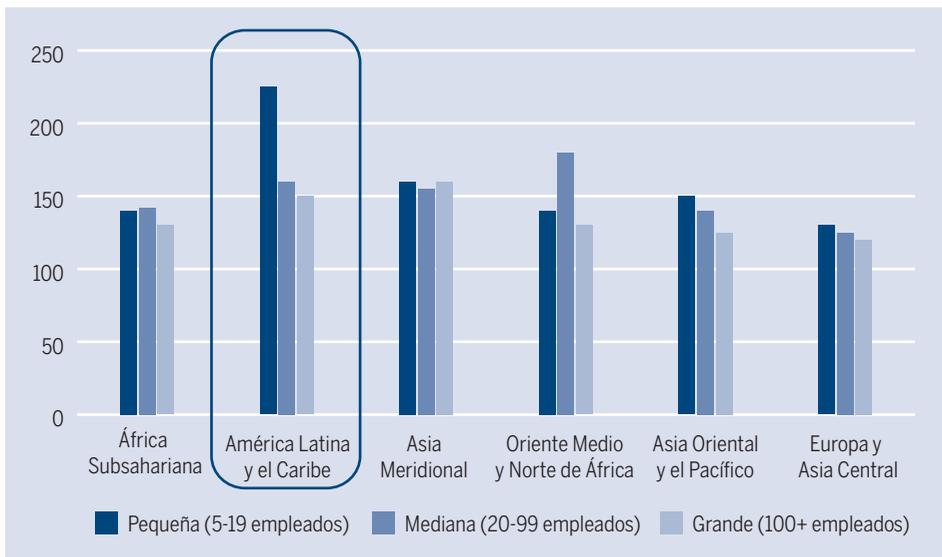
63. <http://www.dinapyme.gub.uy/documents/22055/1399419/Hughes.pdf>

64. Inter-American Development Bank (2016). *SME Finance: Evaluation of IDB Group's Work through Financial Intermediaries*. Office of Evaluation and Oversight, Washington D.C.

65. Rodrigo Fenton Ontañón y Ramón Padilla Pérez (2012). *Financiamiento de la Banca Comercial a Micro, Pequeñas y Medianas Empresas en México*. CEPAL, México D.F. [http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/4919/S1200095\\_es.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/4919/S1200095_es.pdf?sequence=1&isAllowed=y)

Según un estudio de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), el coste de estos requisitos adicionales para las MIPYMES latinoamericanas se traduce en niveles de cobertura que en promedio superan el 200% de los montos solicitados, mientras que para las grandes empresas de la región oscilan alrededor del 160%<sup>66</sup>. Estas coberturas no solamente son difíciles de conseguir sino que además comprometen en demasía al solicitante de crédito y terminan limitando el uso que podría hacerse de estos activos, ya sea como garantías o para otros fines.

### Valor del colateral necesario para un préstamo por tamaño de empresa



Nota: Promedios regionales calculados con el año disponible más reciente.

Fuente: Enterprise surveys 2012, Banco Mundial (2012a).

A esta aversión al riesgo e incertidumbre sobre la rentabilidad del negocio debe sumársele también el alto coste que representa para los bancos y otras entidades financieras analizar el riesgo de crédito que puede envolver cada MIPYME, más aún si el capital solicitado en préstamo no es lo suficientemente atractivo para realizar tal labor. De todas maneras, y por más que el crédito sí le fuera finalmente concedido, este seguramente será en condiciones no muy atractivas para la MIPYME, es decir, de muy corto plazo, sin un tiempo prudencial de gracia, y con una elevada tasa de interés.

Un estudio sobre el financiamiento de la banca comercial a las MIPYME en México refleja también en buena forma, tanto los obstáculos de acceso como los principales

66. Organization for Economic Cooperation and Development (2013). *Latin American Outlook 2013: SME Policies for Structural Change*. OECD Development Centre, Paris.

costos que se derivan de estos créditos ofrecidos. Más allá de la especialización o no en microcréditos que pueda tener la entidad bancaria, la encuesta realizada arroja diferencias sustanciales en tasas de interés según el tamaño de la sociedad, el sector de producción y el tipo de negocio en el cual opera. Para las microempresas, se observan tasas anuales que fluctúan entre el 16,3% y el 26,8%, mientras que para pequeñas y medianas se observan rangos de 11,1-17,3% y 8,8-13,2%, respectivamente<sup>67</sup>. Esto implica que las grandes empresas mexicanas estarían consiguiendo préstamos incluso inferiores, además de mayores plazos y volúmenes en los créditos, años de gracia, y menores exigencias en términos de documentación e información proveída en comparación con las MIPYMES. Entre los factores que llevan al encarecimiento del crédito, la encuesta revela una diferencia entre el costo de transacción que conlleva otorgar un préstamo a una MIPYME mexicana frente a una empresa grande. En promedio, el costo de transacción representa un 2,8% del monto otorgado para las sociedades mexicanas, siendo este porcentaje superior en hasta 2 puntos porcentuales para las MIPYMES en comparación con las empresas grandes, que lógicamente termina trasladándose en una mayor tasa de interés para las primeras. La mayor proporción de este coste recae en la originación del crédito, así como también en el análisis, aprobación y otorgamiento del mismo. Factores como el monitoreo de resultados, cobranzas y litigios, no representarían más del 20% del coste de transacción final en el otorgamiento del crédito<sup>68</sup>.

Más allá de las consecuencias lógicas que la falta de acceso a mecanismos formales de crédito tiene sobre la realización de inversiones productivas, el hecho de no poder conseguir financiamiento en condiciones asequibles también afecta la posibilidad de las empresas de integrarse a cadenas de valor productivas, y acceder así a mercados de consumo más grandes, diversificados y lucrativos, tanto a nivel doméstico como internacional. La adopción de nuevos métodos y tecnologías de producción, que permitan agregarle valor a los bienes y servicios producidos por las MIPYMES, tienden a paralizarse o bien postergarse indefinidamente a raíz de esto, limitando así el crecimiento potencial que estas empresas estarían en condiciones de alcanzar.

Si bien se cuenta en varios países con algunas entidades financieras especializadas en microcréditos, y que proveen consecuentemente recursos en mejores condiciones que la banca tradicional, su número suele ser limitado como ya se ha visto, y no alcanza a cubrir la mayor parte del país, ni mucho menos aquellas zonas rurales más aisladas. Las cooperativas por su parte, altamente difundidas en Latinoamérica, tienden a paliar algunas de estas imperfecciones del mercado, más que nada en el

---

67. Rodrigo Fenton Ontañón y Ramón Padilla Pérez (2012). *Financiamiento de la Banca Comercial a Micro, Pequeñas y Medianas Empresas en México*. CEPAL, México D.F. [http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/4919/S1200095\\_es.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/4919/S1200095_es.pdf?sequence=1&isAllowed=y)

68. Ídem.

campo, cuando los productores logran asociarse para llevar adelante sus emprendimientos en forma conjunta. Asimismo, el papel del Estado en promover un mayor y mejor acceso al crédito y mitigar las barreras de entrada para las MIPYMES también se ha manifestado en distintos niveles dentro de los países iberoamericanos.

Algunos gobiernos han sido activos en la implementación de diversas medidas de apoyo, tales como el financiamiento a través de bancas de desarrollo o de segundo piso<sup>69</sup>, la provisión de garantías estatales, la inclusión de MIPYMES como proveedoras del Estado (ej.: Subasta a la Baja en Paraguay)<sup>70</sup>, provisión de una línea de créditos para que un porcentaje de la cartera de entidades crediticias sea destinada a préstamos que financien proyectos de MIPYMES<sup>71</sup>. Todo esto ya sea en el marco de estrategias y políticas nacionales de inclusión financiera<sup>72</sup> o bien sencillamente como medidas aisladas en el fuero comercial, industrial o de las finanzas.

Tal y como se desarrollará en los capítulos siguientes de este trabajo<sup>73</sup>, el mercado de valores representa una alternativa válida de financiamiento para las PYMES en Iberoamérica, aunque deben superarse ciertas limitaciones para optimizar su funcionamiento. En primer lugar, la actividad en este tipo de mercados institucionalizados es, aún, relativamente débil en varios países latinoamericanos, ya sea por la propia insipiente del mercado, el desconocimiento del mismo (falta de difusión y educación financiera) o las barreras legales a la entrada y que pueden afectar tanto a las MIPYMES como a las demás sociedades en general. Por otro lado, el mercado de valores puede no ser lo suficientemente atrayente para las micro y pequeñas empresas debido a sus altos costes, al tener que presentar por ejemplo estados contables auditados externamente o contar a su vez con una calificación de riesgos a la hora de hacer una emisión. Por ejemplo, en Honduras los costos fijos de acceso al mercado de valores alcanzan los USD 25.000 en promedio, entre inscripción de la sociedad en la Bolsa de Valores (USD 1.200), la contratación de una calificación de

---

69. Ej.: Programas MICRÉDITO y PROPYMES en Paraguay, ofrecidos por la Agencia Financiera de Desarrollo a través de bancos de plaza, para el financiamiento de capital operativo, activo fijo, compra de equipos, incorporación de tecnología, etc., para las PYMES.

70. Ej.: Sistema de Subasta a la Baja Electrónica (SBE), además del programa FINANPYME en Paraguay, el cual permite a aquellas MPYMES que sean proveedoras del Estado el financiamiento total o parcial del capital requerido para el cumplimiento de un contrato con el Estado, permitiendo así la participación de MPYMES en procesos licitatorios.

71. El Banco Central de la República Argentina (BCRA) instrumentó una línea de créditos denominada "Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP)", mediante la cual los bancos deben destinar préstamos a plazos y tasa prefijados (menor a la de mercado), a proyectos productivos de PYMES en un porcentaje mínimo de sus depósitos.

72. Véase por ejemplo la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera (ENIF) en Paraguay: <https://www.bcp.gov.py/estrategia-de-inclusion-financiera-i459>

73. Ver capítulo 3 "Iniciativas para facilitar el acceso directo de las PYMES a los mercados de valores en Iberoamérica" y capítulo 4 "Vehículos especiales y otras iniciativas de financiación de las PYMES a través de los mercados de valores".

riesgo (USD 14.000), así como el pago de honorarios correspondientes al representante común de obligacionistas (USD 9.500).

Cuando una empresa ingresa por primera vez en el mercado de valores peruano asume una serie de costos fijos de emisión, que se sitúan en unos US\$ 115.000 para papeles comerciales y US\$ 170.000 para bonos corporativos. Existen, además, otros costos de emisión variables, como la comisión de colocación que se le paga al agente de intermediación, que asciende aproximadamente al 0,5% del monto colocado, las contribuciones a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), los derechos de cotización a la bolsa si los valores están listados, etc. A continuación se puede observar las tasas de inscripción (una sola vez) y cotización (recurrente) que cobran la SMV, Cavali y la Bolsa de Valores de Lima (BVL), que tienen que asumir los emisores al ingresar y mantener sus valores en el mercado.

Tasas de inscripción	Deuda	Acciones
SMV	1UIT	1UIT
Cavali	US\$ 100	US\$ 100
BVL	0,0375%	Hasta US\$ 29,5 MM: 0,048% De US\$ 29,6 MM – US\$ 88,2 MM: 0,045% De US\$ 88,3 MM – US\$ 146,8 MM: 0,042% De US\$ 146,9 MM a más: 0,040%

Tasas de cotización	Deuda	Acciones
SMV	0,0035%	1UIT
Cavali	0,001%	US\$ 100
BVL	0,002%	Retribución mínima US\$ 29,3 indexado al IPC del UNEI Equivalente a US\$ 162,3 a junio 2015

UIT: Unidad Impositiva Tributaria equivalente a S/ 3,950 (aprox. US\$ 1,158 dólares).

Tipo de cambio referencial: S/3,41 por dólar.

Fuente: BVL, Cavali y SMV.

En este sentido, como se analizará en detalle en los capítulos 3 y 4 de este Estudio, algunos países han intentado flexibilizar las condiciones de entrada para las pymes, estableciendo incluso apartados especiales para estas empresas dentro de sus respectivos marcos legales<sup>74</sup>, así como también simplificando los trámites y prospectos, e incluso diseñando vehículos especiales de inversión. Por ejemplo, en Argentina se encuentra altamente difundido el sistema de Sociedades de Garantías Recíprocas (SGR), que constituyen la principal vía de financiación de las pymes a

74. Por ejemplo, la Resol. CNV n° 763/04, que reglamenta la Ley 1284/98 de Mercado de Valores en Paraguay, contiene un régimen especial para las PYMES.

través del mercado de capitales, por medio del descuento de cheques de pago diferido cuya negociación es directa en el mercado y en su mayoría están avalados por SGR. Asimismo, el marco legal de este país establece la obligatoriedad de los fondos comunes de inversión de invertir también un porcentaje de su cartera en instrumentos PYMES, sumado a que la Comisión Nacional de Valores ha simplificado trámites, prospectos, estados contables a presentar por parte de las PYMES, y creado una Oficina de Asistencia Financiera a PYMES. Esto último con el objetivo de ofrecerles de forma gratuita asesoramiento y asistencia directa en materia financiera, contable y legal, facilitando y simplificando su ingreso al Régimen PYMES de oferta pública de valores negociables, evitando así que las PYMES tengan que recurrir a mayores costos por intermediación.

Otros países, como por ejemplo El Salvador, han llegado a confeccionar y aprobar leyes de titularización de activos y fondos de inversión<sup>75</sup>, las cuales constituyen una alternativa más de financiación para las PYMES, aunque su uso aún no se ha visto materializado en la práctica. Por otro lado, algunos países como Perú, España o Brasil han establecido mercados alternativos de valores destinados a facilitar las condiciones de entrada (y reducir los costos de acceso) de empresas de menor tamaño.

En síntesis, las PYMES iberoamericanas tienden a evidenciar desventajas con respecto a las grandes empresas en materia de productividad, valor agregado generado, volumen de producción (con sus consecuentes economías de escala) y rentabilidad del negocio, calificación de la mano de obra (y salarios), acceso a mercados y grado de formalización, todo lo cual acaba obstaculizando el acceso a los mercados financieros y encareciendo los préstamos ofrecidos. El diseño e implementación de instrumentos alternativos de financiación, así como también la participación del Estado para ayudar a desbloquear y suavizar las condiciones de entrada para las MIPYMES parecen imprescindibles, dada la importancia que estas empresas tienen para la economía de la región<sup>76</sup>.

Entre las limitaciones que se pueden identificar para un mayor acceso de empresas formales al mercado de valores se encuentran aspectos asociados con la estructura empresarial de cada país como la alta concentración del capital (empresas familiares), así como la resistencia de las empresas a revelar su información al mercado (presentación de información financiera periódica, hechos de importancia, entre otros) y sujetarse a mayores exigencias en términos de prácticas de buen gobierno corporativo.

---

75. Ley de Fondos de Inversión aprobada mediante Decreto Legislativo 766 del 21 de agosto de 2014. Ley de Titularización de Activos aprobada según Decreto Legislativo n°. 470, del 15 de noviembre de 2007.

76. Inter-American Development Bank (2016). *SME Finance: Evaluation of IDB Group's Work through Financial Intermediaries*. Office of Evaluation and Oversight, Washington D.C.

Por el lado de la oferta, como se mencionó en el capítulo anterior, la gran mayoría de empresas que operan en la región son de escala reducida (micro, pequeña o mediana empresa), lo que implica que sus necesidades de financiamiento también son menores en comparación con las grandes empresas corporativas, lo cual dificulta su incursión directa en el mercado de valores como emisor de valores debido a la existencia de costos fijos de emisión que deben ser asumidos independientemente del volumen que se persiga financiar.

Por el lado de la demanda, se pueden identificar dos limitantes. La primera de ellas generada por el descalce que existe entre el tamaño de las emisiones a las que potencialmente podrían salir al mercado la mayoría de empresas y el tamaño de las emisiones que demandan los principales inversores del mercado de valores, como son los institucionales, i.e., fondos de pensiones, fondos mutuos, compañías de seguros y bancos. Los inversores institucionales enfrentan costos fijos de análisis de inversión —seguimiento del sector y de la empresa— que implican la exigencia de montos mínimos de emisión que justifiquen la asunción de estos costos fijos. La segunda limitante tiene que ver con el descalce a nivel de riesgos. Así, mientras los principales inversores institucionales locales demandan instrumentos de deuda con unas calificaciones de riesgo mínimas, un gran número de empresas que potencialmente podrían acceder a financiamiento se harían acreedoras a clasificaciones de riesgo crediticio inferiores, debido a sus reducidos volúmenes de operaciones, escaso posicionamiento en el mercado y falta de ordenamiento financiero, por lo que no se genera una masa crítica importante de emisores que permitan ampliar la oferta de valores.

Esta situación evidencia la importancia que reviste para el desarrollo del mercado de valores la incorporación de un mayor número de inversores, cuya escala y percepción de riesgo se adecúe mejor al potencial de emisiones en el mercado.

Finalmente, destacar que en la mayoría de los países objeto de este Estudio cuenta con algún tipo de programa orientado a mejorar las condiciones de acceso al financiamiento para las MIPYMES, ya sea bajo la forma de provisión de garantías estatales, ayuda a la formalización registral y contable de estas sociedades, normas que incorporan modelos de transparencia y de gestión (gobierno corporativo), creación de mercados bursátiles alternativos o la provisión de préstamos blandos a través de bancas de segundo piso, entre otras medidas.

El sector privado, por su parte, también parece estar ajustándose a la necesidad de financiamiento de las PYMES, como lo demuestra la aparición de entidades especializadas en microcréditos, la proliferación de cooperativas de producción, ahorro y crédito (especialmente en áreas rurales), o inclusive el desarrollo de instrumentos

de financiación alternativos tales como las plataformas de economía participativa (crowdfunding o modelos peer-to-peer). Todo lo cual amerita entonces una estrecha colaboración y coordinación entre los sectores público y privado en aras de lograr una mayor eficiencia en el desarrollo de estos mecanismos y programas, así como una optimización de los escasos recursos disponibles para el efecto.

## **5. Elementos de mejora para el acceso de las PYMES a los mercados financieros: gobierno corporativo, información financiera, clasificación de riesgos (scoring)**

### **5.1. Gobierno corporativo**

El propósito de este epígrafe no es profundizar en los principios de gobierno corporativo, que pueden ser encontrados en distintos trabajos y manuales dedicados al tema, sino tratar de entender cómo los mismos pueden aplicarse en caso de empresas de menor tamaño que, en principio, por sus características no tienen una expresión formal de gobierno corporativo, aunque pueden estar aplicando en parte sus principios básicos. Para esto, comenzamos con una definición muy amplia de gobierno corporativo, que posteriormente se irá perfilando a medida que revisemos su aplicación en PYMES.

El Gobierno corporativo puede definirse, de manera amplia, como la correcta asignación de poderes y responsabilidades entre el directorio, la administración y los propietarios de una empresa. Dicha definición implica reconocer participantes relevantes en una empresa, y la necesidad de dar una estructura determinada que permita la correcta asignación antes citada.

La razón de mantener un gobierno corporativo eficiente está relacionada con la supervivencia misma de las empresas y, como consecuencia de esto, el gobierno corporativo deberá proveer la estructura que permita fijar objetivos, dirigir la empresa de forma que se maximice la posibilidad de cumplir estos objetivos, y los medios para revisar el cumplimiento de los mismos. Básicamente, los tres principales participantes en el gobierno corporativo de las empresas son: los accionistas o dueños, el directorio y la gerencia.

Los accionistas, en principio, son los principales aportantes de fondos para la empresa y, en consecuencia, tienen derecho a recibir un dividendo justo por sus aportaciones. Ellos eligen al directorio que se encargará de representarlos. El directorio, representante de los intereses de los accionistas, es el encargado de definir las políticas y objetivos de la empresa, contratar la plana mayor de la gerencia y monitorear

la aplicación de dichas políticas. Por último, la gerencia es la encargada de llevar a cabo las políticas y objetivos definidos por el directorio.

Cabe señalar que las empresas tienen, además de los tres participantes principales, otros grupos de interés más allá de sus clientes, como pueden ser los reguladores, tenedores de bonos, bancos que las financian, etc., que tendrán además la capacidad de influir en los resultados de las mismas y como tales deberán ser tenidos en cuenta por las prácticas de gobierno corporativo de estas.

Hasta este punto lo que hemos visto es que es importante siempre diferenciar explícitamente lo que es la definición de objetivos y políticas de ejecución diaria de las mismas. Esto es de vital importancia en la medida en que la supervivencia de las empresas está relacionada estrechamente con la capacidad de planificar en el mediano y largo plazo, y adaptarse a los cambios en el corto plazo. El hecho de que ambas funciones se mantengan mezcladas conlleva dificultades para la correcta ejecución de las tareas. Un directorio que se dedique a la ejecución diaria no tendrá tiempo suficiente para una planificación ordenada, al tiempo que una gerencia que se tome atribuciones de planificación o monitoreo será más proclive a proteger sus propios intereses.

### **¿Cómo aplicamos esto a las PYMES?**

En primer lugar conviene aclarar que las microempresas no son las que nos preocupan en este trabajo, puesto que generalmente no son las que la teoría económica plantea que podrán financiarse en los mercados de capitales. Por otro lado, hay empresas de menor tamaño que son perfectamente viables pero parecen como consecuencia de su crecimiento, lo que nos hace pensar que entre otros problemas son víctimas de un inadecuado gobierno corporativo. Por esta razón, algunos de los requisitos de gobierno corporativo deberían adoptarse por parte de las PYMES, si quieren crecer en forma ordenada, lo que conlleva beneficios no solo para sus dueños sino para las economías en que estas empresas operan, vía formalización, aumentos de productividad, mejora en la calidad del empleo, etc.

En el caso de una empresa que por su tamaño tenga mezcladas las funciones de dirección y ejecución, siendo asimismo los dueños quienes cumplen esas funciones, debemos entender que la función de los directores relacionada con minimizar los problemas de agencia que se dan entre accionistas y gerentes no tendría la misma relevancia siempre que todos los accionistas compartieran la tarea ejecutiva. Esto no quiere decir que la mezcla de las funciones sea deseable, en primer lugar, por la dificultad de planificar a largo plazo que conlleva el dedicarse a las tareas diarias de ejecución. Así se entiende que en la medida que la empresa crezca, y lo permita la

economía de la misma, los accionistas deberían dejar la tarea de dirección ejecutiva en una gerencia profesional y dedicarse a las tareas de planificación y monitoreo de cumplimiento de los objetivos. Adicionalmente, el gerenciamiento de una empresa de mayor porte, en general, conlleva la necesidad de habilidades especiales que no necesariamente tienen que tener los dueños de la empresa.

Es común que empresas de propiedad familiar, exitosas hasta cierto punto, sucumban a problemas relacionados con el gobierno corporativo, entre otros:

- Gerencia no profesional y dificultades de manejo de personal nuevo.
- Mezcla del patrimonio de la empresa con el propio, lo que conlleva muchas veces el retiro de utilidades superiores a las razonables.
- Falta de definición estratégica respecto a planes de expansión.
- Falta de información oportuna de calidad.
- Falta de visión crítica sobre la gestión cuando el propio propietario es quien gestiona.
- Dificultades en el manejo financiero.

Entonces, sin llegar a definir cuál es el tamaño de la empresa que deberá presentar una estructura clásica de gobierno corporativo, podemos plantear que habrá un nivel (de ventas, empleados o resultados) por debajo del cual no será factible que la empresa pueda derivar fondos a la contratación de una gerencia profesional independiente de los accionistas o a la contratación de directores profesionales. En ese caso, las mejores prácticas de gobierno corporativo aún serán relevantes, puesto que las mismas deberán establecerse para minimizar las dificultades que conlleva la falta de estructura planteada. Así, si por ejemplo una misma persona debe realizar tareas de planificación y dirección al tiempo que tareas ejecutivas, igualmente deberá prever diferentes sistemas de información para una y otra función, puesto que la misma información no es útil para ambas funciones.

Del mismo modo, si un mismo miembro de la empresa familiar realiza ambas tareas, deberán especificarse fechas y frecuencias diferentes para las reuniones de directorio y aquellas reuniones de carácter ejecutivo, y deberá seguirse en las reuniones de dirección un orden del día prefijado que impida que se introduzcan temas ejecutivos. Dicho orden del día deberá plantear instancias de planificación, monitoreo y ajustes de planes de ser necesarios. Asimismo, deberá claramente definirse cuál es la remuneración que esa persona recibirá, dividiendo claramente lo que corresponde a tareas ejecutivas (que debería compararse con el salario razonable de mercado para la tarea), las tareas de dirección y vigilancia o monitoreo (que en principio no deberían ser honorarias dada la importancia que conllevan), y la utilidad como accionista (que debería determinarse una vez cerrado el balance anual).

Por último, algo que en caso de crecimiento rápido de las empresas generalmente termina faltando es información de calidad que permita el gerenciamiento en el corto plazo de forma eficaz y un buen sistema que permita controlar la ejecución por parte de terceros.

Desde ese punto de vista, existe bastante evidencia de que las empresas tienden a ir haciendo "parches" a sus sistemas de información a medida que se torna mayor y más complejo el espectro de sus operaciones, lo que de alguna manera termina siendo contraproducente pues carece generalmente de carácter integral. Así, entonces, habrá un momento en la vida de una PYME en la que su directorio deberá sopesar la posibilidad de descartar el sistema de información preexistente y construir uno nuevo desde cero, probablemente tercerizando su desarrollo y puesta en marcha.

Por último, debemos aclarar que los lineamientos de conducta corporativa siempre deberán ser establecidos por el directorio, y los directores serán siempre los responsables de monitorear que dichos códigos sean aplicados por el personal de la empresa.

Debido a las particularidades de la estructura empresarial en la región, en el año 2011, CAF Banco de Desarrollo de América Latina emitió el documento "*Lineamientos para un Código de Gobierno Corporativo para las Pyme y Empresas Familiares*"<sup>77</sup>, que contiene la adaptación de las mejores prácticas de gobierno corporativo para este tipo de empresas, producto de una amplia discusión del tema en la región andina y que sigue la metodología de los lineamientos de 2005<sup>78</sup>.

## **5.2. Transparencia corporativa. Información financiera**

---

La transparencia corporativa es una política de gobierno corporativo por medio de la cual las empresas brindan información al público en general acerca de sus actividades comerciales y financieras, su gestión y sus resultados. Si bien algunos grupos de interés tendrán mayor interés que otros respecto a distintos aspectos de la gestión de la empresa, la mayor transparencia corporativa es siempre deseable, en la medida que obliga a la empresa a adoptar buenas prácticas y gestionar su operativa en forma aceptable socialmente.

Al mismo tiempo, dada la existencia de asimetrías de información, se entiende que la minimización de estas mediante la transparencia informativa conlleva ganancias para aquellas empresas que no solo asumen buenas prácticas de gestión sino que transparentan las mismas. En ese sentido, si entendemos que los mercados financieros deben

---

77. [https://www.caf.com/media/1395840/lineamientos\\_gobierno\\_corporativo\\_pymes.pdf](https://www.caf.com/media/1395840/lineamientos_gobierno_corporativo_pymes.pdf)

78. "Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo", 2005. CAF. [www.caf.com](http://www.caf.com)

ser parte de la financiación de la PYME, debemos entender que la producción de información financiera completa es condición *sine quanon* para el acceso a la financiación. Si hasta un momento al pequeño empresario le alcanzaba con vender su empresa a clientes y proveedores, hoy necesita “vender su empresa” a un nuevo tipo de comprador, el inversor.

Desde ese punto de vista, no solo se deberá publicar la información contable típica que las empresas más grandes brindan en el mercado, sino toda aquella información relevante que permita diferenciarse y, por ende, contribuya a una creación de marca. En ese sentido, muchas veces las empresas de menor tamaño ven la transparencia como una amenaza, en la medida que entienden que la misma puede generar pérdida de ventajas en términos de socialización del conocimiento (capacidad de copia por parte de los competidores) o incluso en algunos casos el temor de contingencias fiscales. Este último caso no puede ser esgrimido como una justificación de la falta de transparencia, en la medida en que los principales datos de balance ya se encuentran en poder de la autoridad fiscal de los países. En jurisdicciones donde el acceso al crédito no tenga como prerequisite la necesidad de estados contables con un grado razonable de exactitud, no parece ser de buen juicio la promoción de un sistema en el que el mercado de valores deba aparecer como un proveedor de crédito, en la medida que la protección del inversor se vería sensiblemente disminuida y cualquier intento de promoción del mismo sería de corta vida.

En relación a la posible socialización del conocimiento que algunas empresas pudieran ver como un posible problema, cabe simplemente preguntarnos si esos casos son relevantes respecto al universo de las pymes y, a su vez, si son el tipo de empresa que se beneficiaría de un programa de emisiones de oferta pública, o en lugar de esto debieran captar su financiación en otros de los agentes proveedores de crédito.

Por último, el actuar en forma transparente debe verse en el largo plazo como un elemento capaz de blindar a la empresa de posibles contingencias legales o regulatorias, siempre será mejor empezar en algún momento y no acumular incumplimientos en el tiempo, en la medida en que bajo los sistemas legales existentes en las mayorías de las jurisdicciones, la ignorancia de leyes y regulaciones no exime de responsabilidad.

### **Información financiera**

La información financiera que se presenta generalmente en la contabilidad empresarial tiende a estar normada por los estándares internacionales establecidos por el

IASB (International Accounting Standards Board)<sup>79</sup>, las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Dichas normas determinan criterios de valuación y exposición de los estados financieros de las entidades que los elaboran en base a las mismas, y en la actualidad se encuentran vigentes obligatoriamente en más de 100 países. En algunos, como Uruguay, las NIIF son de aplicación obligatoria para las empresas que acceden a mercados de oferta pública, y si bien no son de aplicación obligatoria en todos los casos, es común que en la revisión de estados contables por parte de auditores independientes se cuantifiquen los apartamientos significativos respecto a las mismas.

En caso de las PYMES, el IASB ha presentado un régimen alternativo al que las PYMES pueden adherirse y que entiende que establece un marco razonable de costo-beneficio en el caso de estas empresas<sup>80</sup>. Las principales diferencias se encuentran centradas en dos campos, exposición y valuación. En términos de exposición, la principal diferencia es que exige a las PYMES de la presentación del Estado de Resultados Integrales, que las empresas de mayor porte sí han de presentar y que se diferencia del Estado de Resultados, básicamente, en que explicita cambios patrimoniales que surgen de variaciones en elementos diferentes a aquellos registrados en el resultado del ejercicio. Un ejemplo típico son las variaciones de reservas que las empresas deben hacer para el caso de beneficios de pensión privados, y que en caso de las PYMES se entiende que no revisten significación. Pero además, este Estado de Resultados Integrales y el Estado de Evolución del Patrimonio Neto solo pueden obviarse en caso de PYMES, siempre y cuando la variación del patrimonio obedezca al resultado del ejercicio en curso, y, por tanto, su confección no sea relevante para explicar el cambio patrimonial.

En términos de valuación, parte de las diferencias hacen referencia a la participación en empresas o inversiones en asociadas, que permiten su medición al costo de no existir valor de mercado, lo que se entiende que si bien no respeta la valuación por el método de participación, es un compromiso razonable si se piensa que se aplica en un reducido número de casos. Fuera de los inventarios, permite la valuación de bienes de propiedad planta y equipo en forma más sencilla, solo explicitando la necesidad de tasar los mismos si existe evidencia de posible deterioro. Asimismo, existen diferencias en la valoración de instrumentos financieros, definiendo la NIIF para PYMES una división entre instrumentos básicos y el resto. En el caso de los instrumentos básicos, que no incluyen derivados ni instrumentos de cobertura, la NIIF para PYME establece la posibilidad de valorar los mismos al costo amortizado en caso de que no se trate de acciones con cotización. Esto implica que valores con

---

79. <http://www.ifrs.org/Pages/default.aspx>

80. <http://www.nicniif.org/home/acerca-de-niif-para-pymes/acerca-de-las-niif-para-pymes.html>

cotización de mercado como Bonos del Tesoro, se valoran siguiendo la NIIF para PYME al costo amortizado, que implica la utilización de una tasa de retorno igual a la establecida en el momento de la compra. Otras diferencias están relacionadas con la conversión a moneda extranjera de negocios de la empresa establecidos en el exterior, que tampoco se entienden que tengan un impacto significativo. Adicionalmente, los gastos por I+D van a resultados, así como tampoco se capitalizan costos de préstamos. Por último, existen diferencias en el tratamiento del impuesto a la renta diferido. Se entiende en términos de criterios de valuación que las NIIF para PYME establecen un buen compromiso entre costo y beneficio dado que las principales diferencias se encuentran a nivel de valuación de instrumentos financieros y que adicionalmente la simplificación de su valoración se da a nivel de instrumentos financieros básicos.

Cabe señalar, por último, que debido a la simplicidad de negocios de las pymes en la mayoría de nuestros países, las diferencias que surgirían en la mayor parte de los casos de la aplicación de las NIIF para PYME, en contraposición a las NIIF del régimen general, se entiende que no serían de importancia significativa.

### **5.3. Riesgo de crédito. Modelos de scoring**

De acuerdo con la OCDE y el G20<sup>81</sup>, las infraestructuras de información para la evaluación del riesgo de crédito deben aspirar a una evaluación precisa del riesgo en la financiación de las pymes, y en la medida de lo posible, la información sobre el riesgo de crédito debe ser estandarizada y accesible a los participantes relevantes del mercado.

La asimetría informativa a la que se enfrentan las entidades de crédito cuando conceden financiación a las pymes, complica y encarece la necesaria labor de valorar su riesgo. En España, para mitigar dicha asimetría y facilitar el acceso a la financiación bancaria, mediante la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, se establece que, cuando las entidades financieras decidan cancelar o reducir el flujo de financiación a sus clientes pymes, además de informarles con un preaviso de tres meses, les tendrán que hacer entrega de una extensa información sobre su situación financiera e historial de pagos en un documento denominado "Información Financiera-PYME". Dicho documento, que incluirá una calificación del riesgo del acreditado, deberá también ser entregado en cualquier otra circunstancia, previo pago de la tarifa correspondiente, a solicitud del acreditado. Con el objeto de lograr que la información sea comparable y fidedigna, la Ley 5/2015 encomienda al Banco de España tanto la especificación del contenido y del formato del mencionado documento, como la elaboración de una metodología estandarizada

---

81. G20/OECD High-Level Principles on SME Financing, Noviembre 2015.  
<https://www.oecd.org/finance/G20-OECD-High-Level-%20Principles-on-SME-Financing.pdf>

para la evaluación de la calidad crediticia de las pymes con la que obtener una calificación del riesgo<sup>82</sup>.

Tradicionalmente, las entidades financieras para la gestión y el control del riesgo de crédito de sus operaciones se han basado en métodos subjetivos de valoración, fundamentados en el juicio y la experiencia de los analistas de crédito. Limitándose al estudio de la estructura financiera y solvencia del cliente en el momento de la concesión de cada operación de forma individual, y controlándose el riesgo que introducían las operaciones mediante el cumplimiento de los coeficientes de solvencia y los niveles de provisiones establecidos por las autoridades supervisoras. Esta situación está cambiando y cada vez es mayor el número de entidades, aunque todavía insuficiente, que están desarrollando sistemas internos de rating basados en métodos objetivos de valoración del riesgo de crédito.

Los modelos de riesgo de crédito pueden ser utilizados a los efectos del otorgamiento de crédito, ya sea en forma binaria, esto es, determinando un score a partir del cual se otorga o no se otorga el crédito, y también a los efectos de la valuación del mismo, generando el tarifado correcto. En general, los modelos tratan de establecer los determinantes de la probabilidad de impago, y se basan en datos estadísticos de un conjunto determinado de préstamos. De esa manera, existen diferentes metodologías que permiten establecer estos modelos, y que se basan en medir los impactos de los valores de las variables explicativas en la probabilidad de impago de un deudor. Estos modelos generalmente necesitan de una base de datos amplia que permita recoger un número significativo de eventos de default o impago, de manera que se puedan estudiar las características del deudor que influyen en dichos impagos.

Los modelos de scoring o de medición de impagos presentan ventajas principalmente cuando los préstamos tienen características estándar en términos de plazo, garantías, etc., y, por ende, la estructuración del mismo no permite mitigantes del riesgo de crédito, siendo un caso típico el de los créditos al consumo. Al mismo tiempo, en el

---

82. Circular 6/2016, de 30 de junio, del Banco de España, a las entidades de crédito y a los establecimientos financieros de crédito, por la que se determinan el contenido y el formato del documento "Información Financiera-PYME" y se especifica la metodología de calificación del riesgo previstos en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. La circular se divide en tres capítulos. El capítulo I establece el objeto y ámbito de aplicación que incluye a las entidades de crédito y, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 7 de la Ley 5/2015, de 27 de abril, a los establecimientos financieros de crédito. El capítulo II regula el contenido mínimo del documento "Información Financiera-PYME", que abarca desde las declaraciones a la Central de Información de Riesgos del Banco de España hasta la calificación del riesgo, incluyendo un exhaustivo historial crediticio, los datos comunicados a empresas que presten servicios de información sobre la solvencia patrimonial y el crédito, y los extractos de movimientos del último año. El capítulo III establece una metodología cuyo fin esencial es la estandarización de la calificación del riesgo que deberán otorgar las entidades a las pymes y trabajadores autónomos.

caso de emisiones o préstamos corporativos, el tamaño del préstamo o emisión (y en función de esto la capacidad de recuperar costos) justifica no solo una estructuración particular caso a caso, sino también un estudio de las mismas donde el juicio experto adquiere mayor preponderancia. Las características idiosincráticas del emisor o deudor y su impacto en la probabilidad de impago en esos casos pueden tener más relevancia que los determinantes establecidos por un modelo de credit scoring, principalmente, porque es difícil que existan suficientes préstamos de características similares y aún más improbable que pueda observarse una muestra significativa de defaults que permita la estimación de modelos.

En ese sentido, a los efectos de poder realizar un modelo de credit scoring para PYME deberá considerarse una base de datos de emisiones o préstamos con el mayor grado de similitud (en plazos, garantías, moneda de emisión, etc.) a los préstamos o emisiones sobre los que luego vaya a aplicarse el modelo.

En caso de modelos econométricos estructurales, donde un conjunto de factores sirven para explicar una variable de interés, el principal problema que encuentra el investigador es la omisión de variables relevantes que, generalmente, genera un sesgo en los coeficientes del modelo e inhabilita la obtención de resultados a partir del mismo. En ese sentido pensemos en un ejemplo en el que supiéramos que el default se encuentra determinado por una serie de ratios de balance, el sector de la empresa en cuestión y una serie de datos específicos de la empresa (calidad de la gerencia y diversificación de los mercados en que vende). En caso de tener datos de impagos y relacionarlos con estas variables aparecerían para cada una de estas, coeficientes que explicarían en promedio cuánto cambia dicha probabilidad de impago frente a cambios marginales de los factores explicativos. Incluso, en forma algo más sofisticada, estos márgenes de cambio en la probabilidad de impago podrían calcularse para distintos niveles de las variables explicativas en lugar de usar promedios a lo largo de la muestra.

En el caso de omitirse alguna de las variables el problema es de dos tipos: en primer lugar tendríamos un modelo con un peor ajuste (dado que omitimos un factor importante en la explicación) y, por ende, con mayor probabilidad de estimar en forma errónea el comportamiento de la variable a explicar. En segundo lugar, en el caso de que la variable omitida tenga correlación con alguna de las presentes en el modelo, existe un efecto de sesgo en los coeficientes de las variables correlacionadas, es decir, que los cambios en la probabilidad de default que inferiríamos frente al cambio en las variables explicativas presentes serían incorrectos (intuitivamente el coeficiente de cualquiera de las variables presentes explicará no solo el cambio generado por esta sino el efecto de la variable omitida y, por tanto, no podrá ser utilizado para inferencia).

Para este punto siempre puede trazarse un paralelismo para modelos no paramétricos, en el sentido que siempre una variable omitida “en la sombra” puede ser la que genere el cambio en la variable a explicar, en este caso, la probabilidad de impago.

### **Utilización de credit scoring para el mercado de valores**

En el caso del mercado de valores existe para las emisiones de oferta pública de cierto volumen la obligatoriedad de adjuntar a la emisión una evaluación periódica de la capacidad de pago, a cargo de una agencia de evaluación de créditos, lo que se encuentra establecido en las regulaciones de los países analizados en este Estudio. Esta agencia de evaluación utilizará en uno u otro caso un criterio para establecer las calificaciones crediticias, que evaluará su situación económico-financiera, calidad del gobierno corporativo, contingencias legales, características de estructuración de la emisión, etc., mediante una metodología que generalmente es pública, o al menos se encuentra al alcance de cualquier emisor que la quisiera revisar, ya sea mediante un pago o en forma gratuita.

En ese sentido, parte de dicha metodología podrá tener o no explícito un modelo de scoring, aunque debido al tamaño de la emisión, se justifica la existencia de un análisis más pormenorizado basado en el juicio de un analista experto. Como vimos al inicio, la dificultad de observar créditos similares, dadas las especificidades de las emisiones, de alguna manera invalidan las ventajas teóricas de los modelos de scoring.

Es posible introducir modelos de scoring cuando se cuente con una cartera de emisiones de características similares, lo que nos implicará la necesidad de apreciar dichas similitudes. Por otra parte, se justificarán dichos modelos sobre las evaluaciones de agencias cuando los costes de establecerlos se encuentren justificados por la cuantía de las emisiones. En ese sentido deberá construirse una base de emisiones para una cartera de características lo más homogéneas posibles, con una cantidad suficiente de eventos de impago y que presente a su vez datos de calidad suficiente como para generar un modelo con buena calidad de ajuste. En el caso de PYME es posible que, por ejemplo, en algunas jurisdicciones la calidad de la información económico financiera contable no sea suficiente para generar un valor válido de algunas de las variables explicativas.

Por último, dado los índices de ajuste generales de los modelos de scoring, debe aclararse que la realización de un modelo de acceso público, no debiera a nuestro juicio ser establecido por el regulador del mercado y, en caso, de ser llevado adelante por el mercado (por ejemplo, las bolsas de valores) debería estar sujeto a la renuncia del derecho a reclamo, tal como hoy lo establecen las agencias de evaluación de riesgo.

Frente a la asimetría de información entre emisores e inversores en el mercado de valores, un modelo de scoring tendría solo sentido si existiese un estándar regulatorio en que se eximiera a las empresas de determinado tamaño de la evaluación crediticia típica. En ese caso, entendemos que debería publicarse en conjunto con los resultados de tal scoring una medida del ajuste del modelo y su capacidad de predicción, con particular determinación de la muestra utilizada y el porcentaje de error tipo I.

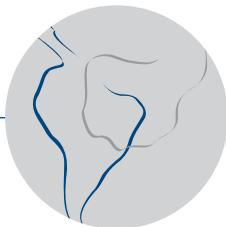
El regulador del mercado en última instancia debería valorar las ventajas del uso de estos modelos frente al uso de calificaciones de crédito de tipo estándar, si es que los costos de unos y otros justifican el cambio de paradigma.



## **2° PARTE**

# **FINANCIACIÓN DE PYMES A TRAVÉS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES**

---



### **CAPÍTULO 3**

INICIATIVAS PARA FACILITAR EL ACCESO DIRECTO DE LAS PYMES  
A LOS MERCADOS DE VALORES EN IBEROAMÉRICA

### **CAPÍTULO 4**

VEHÍCULOS ESPECIALES Y OTRAS INICIATIVAS DE FINANCIACIÓN  
DE LAS PYMES A TRAVÉS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES



## CAPÍTULO 3

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

**Augusto Correa Pina**

*Analista Sénior de la Superintendencia de Relaciones Internacionales de la Comissão do Valores Mobiliários de Brasil*

**Carolina García Vera**

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

**Daniel García López**

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

**Carlos Fabián Rivero Zevallos**

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

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



## 1. Introducción

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

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

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

---

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

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

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

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

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

Sin embargo, en esta tarea se debe tener presente que su acceso a los mercados de capitales, en diferentes grados y reconociendo las particularidades de cada país, se ve en ocasiones limitado por una serie de factores de índole estructural que van desde aspectos como la informalidad y el temor a perder la propiedad de la empresa, la alta concentración empresarial (empresas familiares), así como la resistencia de las empresas a revelar información al mercado (presentación de información financiera periódica, hechos de importancia, entre otros), y sujetarse a mayores exigencias en términos de las mejores prácticas de buen gobierno corporativo<sup>85</sup>.

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

---

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

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

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

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

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

### **2.1. Aspectos generales**

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

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

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

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

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

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

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

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

Los reguladores de valores, al asumir la tarea de establecer criterios más flexibles para las PYMES, se enfrentan permanentemente a la siguiente interrogante “¿Qué requisitos son los que se deben flexibilizar sin que afecte a la supervisión de los mercados y a la protección al inversor?”. Al respecto, de acuerdo a IOSCO<sup>86</sup>, el objetivo principal de un segmento de mercado PYMES debe ser el de facilitar el acceso de estas empresas a los mercados de capitales mediante la creación de un entorno propicio y un marco regulador acorde para ellas, asegurando a su vez una adecuada protección al inversor.

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## **2.2. Iniciativas desarrolladas por los países de Iberoamérica**

---

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

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

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

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

En cuanto a los demás países (El Salvador, Honduras, Nicaragua, Portugal, Panamá, República Dominicana y Uruguay), si bien no cuentan con criterios especiales o regímenes simplificados específicos para las PYMES<sup>87</sup>, en el caso de los últimos tres países se encuentran preparando iniciativas regulatorias con dicho fin, que son descritas en detalle en el apartado 3.2 de este capítulo.

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

Por otro lado, es necesario precisar que aunque Portugal no cuente con un régimen simplificado para valores emitidos por PYMES, de acuerdo con la Directiva Europea que gobierna los prospectos, una oferta pública inicial puede caer bajo el alcance de una excepción y, por lo tanto, un prospecto no necesita ser presentado<sup>88</sup>.

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

---

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

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

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

## Argentina

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

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

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

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

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

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

## **Bolivia**

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

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

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

## Brasil

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

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

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

Es importante mencionar que las dos dispensas de registro mencionadas arriba son utilizadas por las empresas de crowdfunding<sup>89</sup>.

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

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

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

---

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

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

## **Chile**

Si bien no existe un régimen simplificado para PYMES como tal, existe un marco regulatorio que podría ser aprovechado por las PYMES. En la actualidad, las entidades chilenas que pretendan realizar una oferta pública de valores en Chile deben registrarse por la Norma de Carácter General N°30<sup>90</sup> y solicitar su inscripción en el Registro de Valores acompañando todos los antecedentes requeridos por la regulación, los cuales abarcan documentos referentes a la descripción general del emisor, estados financieros, hechos relevantes o esenciales, prospectos y escrituras de los valores a inscribir —en caso de corresponder—, entre otros. A su vez, la norma en referencia establece los requisitos de divulgación continua de información posteriores a dicha inscripción que debe cumplir todo emisor, tales como estados financieros e informe de los auditores externos, memoria anual, hechos esenciales, entre otros antecedentes relevantes.

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

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

---

90. Norma disponible en: [http://www.svs.cl/institucional/legislacion\\_normativa/normativa2.php?tiponorma=NCG&numero=30&dd=&mm=&aa=&dd2=&mm2=&aa2=&buscar=&entidad\\_web=ALL&materia=ALL&enviado=1&hidden\\_mercado=%25](http://www.svs.cl/institucional/legislacion_normativa/normativa2.php?tiponorma=NCG&numero=30&dd=&mm=&aa=&dd2=&mm2=&aa2=&buscar=&entidad_web=ALL&materia=ALL&enviado=1&hidden_mercado=%25).

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

## **Colombia**

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

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

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

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

Aspecto	Mercado Principal	Segundo Mercado
Respuesta a solicitud de autorización	30 días hábiles	10 días hábiles
Valor de derechos de inscripción en el RNVE	0,08x1.000 del patrimonio del respectivo emisor	0,04x1.000 del patrimonio del respectivo emisor
Derechos de autorización de oferta pública	0,35x1.000 sobre el monto total de emisión	No se cobra por los derechos de oferta pública
Monto mínimo para emisión de bonos y papeles comerciales	2.000 salario mínimo mensual legal <sup>91</sup>	No tiene
Calificación de valores	Sí	No
Representante de tenedores de bonos	Sí se requiere	No se requiere
Implementación de mecanismos de cobertura y apoyo crediticio en titularización de activos	Sí	No
Inscripción en el RNVE y autorización de la oferta pública	Previa evaluación y autorización	Los valores se entienden inscritos en el RNVE y su oferta pública autorizada al remitir los documentos requeridos

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

## Ecuador

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

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

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

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

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

## **El Salvador**

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

## **España**

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

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

## **Honduras**

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

## **México**

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

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

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

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

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

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

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

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

## **Nicaragua**

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

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

## Paraguay

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

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

## Perú

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

## Portugal

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

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

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

## **2.3. Casos de estudio**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Como se ha revisado a lo largo de este trabajo, las entidades encargadas de la normativa del sector a nivel internacional han intentado reducir las barreras regulatorias que pudiesen estar limitando el ingreso de las PYMES a los mercados de valores, inclinándose, en mayor medida, por la opción de simplificar el contenido de los prospectos y requisitos de listado para estas empresas en el proceso de apertura al mercado<sup>92</sup>. Alternativamente, se han instaurado segmentos bursátiles especiales para las PYMES con requisitos y tarifas preferenciales, iniciativas en las que las bolsas de valores cumplen un papel colaborativo clave. Algunas jurisdicciones, reconociendo la necesidad de apoyo que tienen estas empresas, han incorporado la presencia de patrocinadores, *sponsor* o asesores financieros que tienen por misión acompañar a las PYMES en este proceso de entrada al mercado, a los cuales se le suele atribuir la responsabilidad de revisar el cumplimiento de los requisitos de listado y validar la pertinencia de su admisión<sup>93</sup>.

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

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

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

---

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

93. *Ibid.*, cap. 6.

### **3.1. Prácticas e iniciativas a nivel internacional**

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

#### **Canadá**

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

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

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

El SME Institute es parte fundamental de la estrategia de educación y difusión para las pymes que tiene la OSC. Fue creado con el fin de promover una cultura de cumplimiento en las pymes. Ofrece una serie de seminarios educativos<sup>94</sup> adaptados a las necesidades de las pymes para ayudarlas en el entendimiento de las obligaciones regulatorias. Busca proveer un espacio para que los participantes del OSC SME Institute puedan capacitarse y también puedan plantear sus inquietudes al regulador y la industria.

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

---

94. Para revisar los seminarios disponibles: [http://www.osc.gov.on.ca/en/Companies\\_upcoming-seminars\\_index.htm](http://www.osc.gov.on.ca/en/Companies_upcoming-seminars_index.htm).

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

## Estados Unidos

Durante el año 2012 se emitió la regulación “JOBS Act<sup>95</sup>” (*Jumpstart Our Business Startups Act*) que flexibilizó y simplificó el sistema para impulsar nuevos emprendimientos en Estados Unidos.

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

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

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

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

---

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

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

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

## **Tailandia**

La Securities and Exchange Commission de Tailandia ha identificado al mercado de capitales como un servidor importante para el financiamiento de las pymes. En su análisis<sup>96</sup> describen a las PYMES como firmas de bajos ingresos y alto riesgo, por lo que las restricciones de liquidez son importantes, la estrechez de préstamos bancarios es alta y los requerimientos de colateral excesivos para ellas.

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

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

---

96. Análisis completo disponible en [http://www.sec.or.th/EN/AboutSEC/Documents/strategy\\_crowd.PDF](http://www.sec.or.th/EN/AboutSEC/Documents/strategy_crowd.PDF).

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

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

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

## **Unión Europea**

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

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

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

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

---

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

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

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

En lo que respecta específicamente a medidas enfocadas en el mercado de valores, cabe mencionar que la propuesta de modificación al reglamento de la directiva de folleto<sup>101</sup>, que es el requisito para la admisión a cotización de valores en mercados regulados de la zona euro. De hecho, uno de los principales objetivos que persigue la modificación es simplificar los requisitos de información para las PYMES estableciendo un régimen específico de divulgación de información para estas empresas a través del folleto “Propymes” que busca reducir los costes para incentivar que más empresas PYME coticen en los mercados y, alternativamente, que los inversores diversifiquen su portafolio. El formato opcional de folleto al cual podrán acceder las PYMES a propósito de esta medida se basa en la estructura de preguntas y respuestas.

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

### **3.2. Iniciativas regulatorias en desarrollo en países de Iberoamérica**

---

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

---

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

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

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

102. Para mayor información, visitar el sitio web del portal [http://ec.europa.eu/small-business/index\\_es.htm](http://ec.europa.eu/small-business/index_es.htm)

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

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

## **Chile**

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

Son diversas las alternativas que se encuentra evaluando el regulador para contribuir a la integración de las empresas de menor tamaño (EMT definidas en la Ley nº 20.416<sup>103</sup>) al mercado de valores, entre ellas, la flexibilización de requisitos de ingreso y requisitos de divulgación continua de información para este tipo de entidades. De hecho, siguiendo las recomendaciones en materia internacional, una de las opciones que se está analizando es diferenciar los antecedentes que deben proporcionar estas empresas para poder formar parte del Registro de Valores, ya sea por tamaño u otros factores relevantes.

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

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

---

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

## **España**

Con la finalidad de desarrollar mecanismos de financiación directa para fomentar que las empresas del mercado español puedan diversificar sus fuentes de financiación, la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial recogió en el Título IV una serie de mejoras para el acceso de las empresas a los mercados de capitales. Si bien las reformas introducidas por dicha ley abarcan diversas aristas del financiamiento<sup>104</sup>, es pertinente mencionar los esfuerzos enfocados en fomentar el acceso directo a los mercados de capitales.

En primer lugar, resulta del caso destacar las reformas sobre la Ley 24/1988 del Mercado de Valores que buscan favorecer el traspaso de sociedades que negocian sus valores en un sistema multilateral de negociación a un mercado secundario oficial, a través de medidas como la reducción de algunos requisitos de información (publicación y difusión de un segundo informe financiero semestral, y de la declaración intermedia de gestión) por un periodo limitado de dos años, facilidad que debe ser manifestada en el folleto de admisión exigido por la Directiva. Por su parte, un segundo bloque de reformas apuntan a facilitar la financiación a través de emisiones de renta fija, eliminando ciertas restricciones impuestas por el régimen jurídico de las sociedades anónimas. En ese sentido, la reforma elimina: el límite a las emisiones por el que las sociedades anónimas y las sociedades comanditarias por acciones no podían emitir obligaciones por sobre sus recursos propios; la prohibición a las sociedades de responsabilidad limitada de emitir obligaciones<sup>105</sup>, entre otras facilidades.

## **México**

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

Esta iniciativa considera la participación de la principal institución gubernamental de apoyo al financiamiento de las PYMES en México (NAFIN<sup>106</sup>) a la cual en 2014, con la

---

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

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

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

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

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

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

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

Entre los requisitos de acceso al programa se encuentra ser parte del sector industria, comercio y servicios, con excepción de intermediarios financieros y empresas con actividades de agricultura, ganadería, caza, pesca y silvicultura; contar con al menos 3 años en operación, con estados financieros auditados; estar al día con sus obligaciones fiscales; buen comportamiento crediticio del sistema financiero, entre otros requisitos<sup>107</sup>.

---

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

## **Panamá**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## **Portugal**

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

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

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

Otra iniciativa que vale la pena destacar es el Plan Nacional para la Educación financiera desarrollado de manera conjunta entre la Agencia para la Competitividad y la Innovación y el Consejo Nacional de Supervisores Financieros (CNSF) conformado por el Banco de Portugal, por la CMVM, y por la Autoridad de Supervisión de Seguros y Fondos de Pensiones (ASF). Tiene por objetivo contribuir a la formación financiera de los emprendedores, empresarios y administradores de las pymes para que puedan desarrollar capacidades técnicas y cambiar la manera en la que conducen sus decisiones financieras al contar con mayor información<sup>108</sup>.

## **República Dominicana**

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

En efecto, en el marco de las características que deben exhibir los emisores para poder realizar una oferta pública de valores en dicho mercado, se define el deber para la Superintendencia y para los participantes del mercado de promover el acceso de las empresas pequeñas y medianas —según la definición otorgada por la Ley n° 488-08<sup>109</sup>— mediante el establecimiento de tarifas diferenciadas y preferenciales para las PYMES.

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

---

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

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

facultades para, entre otras cosas, establecer regímenes diferenciados de autorización, eximir de ciertos requisitos de la ley a emisores que cumplan con características particulares; fijar regímenes especiales para aquellas ofertas que estén dirigidas a inversores profesionales<sup>110</sup>, siendo interesante destacar la atribución de definir regímenes especiales para aquellas sociedades/valores que cuenten con menos de tres años de información económica y financiera, medida que puede ser usada para generar exigencias diferenciadas para las PYMES.

## **Uruguay**

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

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

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

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

---

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

## 4. Reflexión final

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

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

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

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

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

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

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

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

## **CAPÍTULO 4**

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

**Jesús González Redondo**

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

**Daniel Ibáñez**

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

**Álvaro Meléndez Martínez**

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

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



## 1. Introducción

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

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

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

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

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

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

La última de las alternativas son los Fondos de inversión para PYMES y la Titulización<sup>111</sup> de activos. Los primeros son un vehículo enfocado a PYMES, que habitualmente no cotizan en los mercados, mediante la inversión en capital en forma de acciones o bien a través del otorgamiento de préstamos participativos o convertibles en acciones de las propias sociedades. El segundo de los mecanismos, la Titulización de activos, creció con fuerza en la década pasada en Iberoamérica, al igual que sucedió en Estados Unidos y Europa. La crisis financiera afectó muy negativamente a su desarrollo en todo el mundo, pero de nuevo se multiplican las iniciativas para ponerlo en valor, especialmente, como una herramienta de gran utilidad para financiar a las PYMES. El objetivo es transformar aquellos activos de escasa liquidez, como créditos a PYMES o cualquier otro flujo de cobro que estas posean, en títulos negociables cuya colocación en los mercados permita obtener recursos de forma inmediata.

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

## 2. Sociedades de Garantía Recíproca

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

---

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

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

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

## España

En el caso de España, las Sociedades de Garantías Recíprocas se establecieron mediante la ley 1/1994<sup>112</sup>, cuyo artículo 1º señala que *“Las pequeñas y medianas empresas, con el fin de facilitarse el acceso al crédito y servicios conexos, así como la mejora integral de sus condiciones financieras, podrán constituir sociedades de garantía recíproca con capital variable, en las que los socios no responderán personalmente de las deudas sociales...”* y estas sociedades de garantía recíproca revestirán el carácter de *“entidades financieras”*.

Según informa CESGAR (Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca) actualmente existen 20 Sociedades de Garantía Recíproca<sup>113</sup> en España. Las mismas, como entidades financieras, están bajo la supervisión e inspección del Banco de España. Están constituidas por socios protectores y socios partícipes, que son las empresas PYMES que se benefician con su aval ante terceros. Dichos avales podrán ser aplicados a operaciones efectuadas dentro del giro habitual de negocios de la empresa, en consecuencia son aplicables al financiamiento bancario, comercial privado y al financiamiento en el mercado de capitales.

El diario *economiadigital.es* en su artículo publicado el día 20/02/2016<sup>114</sup> señala que *“[...] En 2014, las SGR incrementaron el volumen de los préstamos que facilitaban a PYMES, autónomos y emprendedores un 8% con respecto al año 2013, hasta alcanzar un volumen de más de 900 millones de euros que se canalizaron a través de 16.662 avales, un 12% más que el año anterior. Y ya son 116.223 compañías las que se están beneficiando de esta forma de acceso a la financiación que todavía no es conocida por todos, aunque cada vez está ganando más adeptos. Las SGR han servido para mantener un buen número de empresas a flote, de modo que se han podido mantener cerca de 650.000 empleos”*.

---

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

113. [www.cesgar.es](http://www.cesgar.es)

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

## Portugal

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

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

## Chile

Las Sociedades de Garantía Recíproca se introducen con el dictado de la ley 20.179, bajo dos modalidades: “Sociedades Anónimas de Garantía Recíproca” o “Cooperativas de Garantía Recíproca”<sup>115</sup>. Según señala la Asociación de Sociedades de Garantía Recíproca de Chile, “*las IGR<sup>116</sup> tienen como finalidad apoyar a las MiPYMES, otorgándoles ayuda y actuando como su aval ante los créditos que le soliciten a la Banca, mediante la emisión de Certificados de Fianza, que le permite obtener créditos en mejores condiciones*”<sup>117</sup>. Según información publicada en el sitio web de la Corporación Fomento de la Producción “CORFO”<sup>118</sup>, a la fecha de preparación de este estudio, existen en Chile trece Instituciones (13) de Garantía Recíproca.

## El Salvador

A partir de la sanción de la ley del “Sistema de Garantías Recíprocas para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa Rural y Urbana”, sancionada por Decreto 553 del año 2001<sup>119</sup>, se regulan las Sociedades de Garantía Recíproca mencionadas en dicha ley como “sociedades de garantía”. La finalidad principal de la norma consiste en “[...]”

---

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

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

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

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

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

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

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

En el sitio web de la Superintendencia del Sistema Financiero se pueden consultar las entidades del sistema de garantías recíprocas sujetas a fiscalización. Actualmente se encuentran detallados los datos respecto de la Sociedad de Garantía Recíproca “Garantías y Servicios, S.G.R., S.A. de C.V.”<sup>120</sup>, que fue la primera de carácter multi-sectorial en constituirse y operar en El Salvador<sup>121</sup>.

## Honduras

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

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

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

---

120. [http://www.ssf.gob.sv/index.php/juntas-directivas/index.php?option=com\\_content&view=article&id=170:sgrs&catid=92:juntas-directivas&Itemid=126&id\\_junta\\_bancos=SG01](http://www.ssf.gob.sv/index.php/juntas-directivas/index.php?option=com_content&view=article&id=170:sgrs&catid=92:juntas-directivas&Itemid=126&id_junta_bancos=SG01)

121. [http://www.gys-sgr.com/sgrblog/?page\\_id=149](http://www.gys-sgr.com/sgrblog/?page_id=149)

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

## **República Dominicana**

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

## **Caso de análisis: las Sociedades de Garantía Recíproca en Argentina**

### **● Definición y características**

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

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

### **● Su regulación y funcionamiento**

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

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

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

En este sentido, actualmente en Argentina se encuentran habilitadas para su funcionamiento 31 Sociedades de Garantía Recíproca, según consta del listado publicado por la SEPYME<sup>122</sup>, una de ellas es una sociedad vinculada al Banco de la Nación Argentina. En el año 2015 otorgaron 120.000 garantías por U\$S 1.600 millones aproximadamente.

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

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

#### ● Fondo de riesgo: función, constitución y características

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

● **Tamaño del financiamiento y otras estadísticas**

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

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

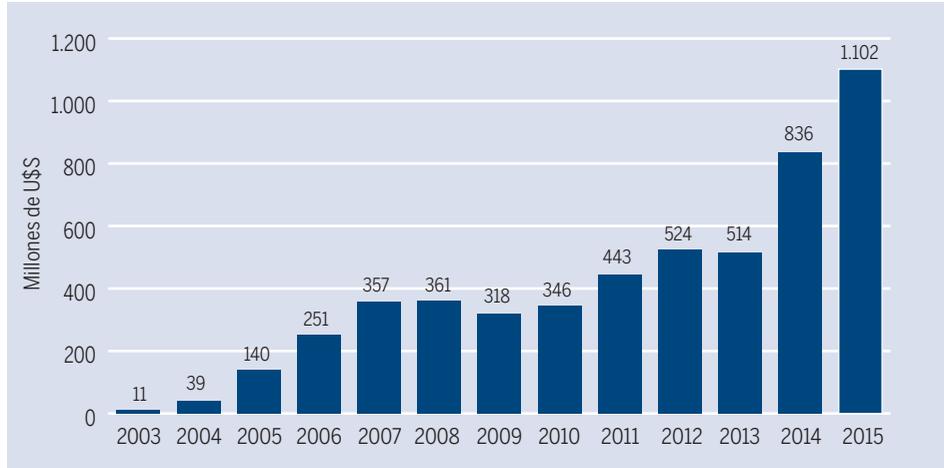
Los montos están expresados en miles de dólares.

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

Fuente: SEPYME.

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

### Evolución financiamiento pyme en el mercado de capitales



Fuente: IAMC y CNV.

### 3. Capital riesgo, capital privado y business angels

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## **España**

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

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

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

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

Como la actividad del capital riesgo, en la práctica, se había centrado en la inversión en empresas en expansión, la Ley 22/2014 trató de reorientar la actividad del sector hacia la financiación de PYMES en sus primeras etapas, mediante la flexibilización del régimen de inversiones de las entidades enfocado al *venture capital*. Con este objetivo, la norma crea un nuevo tipo de entidades de capital riesgo, las entidades de capital riesgo-pyme, cuyo objetivo es financiar PYMES no financieras ni inmobiliarias, no cotizadas, que tengan menos de 250 empleados, su activo anual no supere los 43 millones de euros o bien su volumen de negocio no alcance los 50 millones de euros, con un régimen de inversiones más flexible. El coeficiente de inversión obligatoria de estas entidades será del 75% y podrá invertirse, además de en todos los activos señalados para las entidades de capital riesgo, en préstamos participativos sin límite, instrumentos financieros híbridos (siempre que su rentabilidad este ligada a los beneficios o pérdidas de la empresa y que la recuperación del principal en caso de concurso no esté plenamente asegurada) e instrumentos de deuda con o sin garantía de empresas en las que la entidad de capital riesgo-pyme ya tenga una participación a través de alguno de los instrumentos anteriores. Por otro lado, el límite de concentración de riesgos se incrementa hasta el 40%. Las cifras de actividad del sector en España<sup>123</sup> se recuperaron en el periodo 2014-2015, captándose en este último ejercicio fondos por importe superior a 3.300 millones de euros, de los cuales más de la mitad son capital extranjero. La inversión comprometida alcanzó en 2015 casi 3.000 millones de euros (2.939 millones de euros en 657 inversiones), con una inversión media cercana

---

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

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

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

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

## **México**

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

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

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

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

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

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

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

En cuanto a la evolución del sector en el país<sup>124</sup>, se ha pasado de una inversión de 400 millones de dólares y 4 fondos a comienzos de 2000 a inversiones comprometidas por un importe superior a 42.000 millones de dólares y 168 fondos activos en 2016. En este periodo se han registrado 1.494 transacciones, de las que el 36% y el 21% han correspondido a operaciones de *venture capital* y *private equity*, respectivamente. En la actualidad, las mayores inversiones se concentran en los sectores de infraestructuras, inmobiliario y energía.

## **Brasil**

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

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

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

---

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

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

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

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

En cuanto a las cifras del sector, a comienzos de 2015<sup>125</sup> existían en Brasil 693 fondos operativos de todas las variedades que contaban con un patrimonio superior a 165.000 millones de reales. Además, existían ocho FIP que cotizaban en la bolsa de valores y tres que se negociaban en el mercado OTC. En cuanto a la composición de las inversiones, más del 90% se concentraba en capital privado, representado el *venture capital* menos del 5%, por lo que es de prever que los futuros cambios regulatorios trataran de introducir modificaciones legislativas que favorezcan la inversión y financiación de las PYMES.

---

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

## Chile

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

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

## Portugal

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

Recientemente fue aprobado un nuevo marco legal para el capital riesgo, el emprendimiento social y la inversión especializada, que ha abierto la puerta a la creación de fondos de préstamos. En efecto, el Reglamento de la CMVM nº 3/2015<sup>126</sup> revisa el régimen legal del capital de riesgo (a raíz de la entrada en vigor del Régimen Jurídico del Capital de Riesgo, Emprendimiento Social y de la Inversión Especializada, aprobado por la Ley nº 18/2015, de 4 de marzo), y desarrolla el régimen jurídico, específicamente los términos y condiciones de su funcionamiento.

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

---

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

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

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

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

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

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

### ● Reflexiones finales y desarrollos futuros

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

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

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

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

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

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

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

#### 4. Fondos de inversión para PYMES

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

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

Los fondos de inversión son de uso relativamente reciente. El primer fondo de inversión cerrado del que se tiene registro operó en Holanda en 1774. Posteriormente, se crearon estos esquemas en Reino Unido (1868) y Estados Unidos (1893). En 1924, también en Estados Unidos, inició operaciones el primer fondo de inversión abierto<sup>127</sup>. Actualmente, operan cerca de 73.200 fondos de inversión alrededor del mundo, los cuales controlan cerca del 20% de los activos totales que se gestionan en nombre de inversores individuales.

---

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

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

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

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

Por su parte, las autoridades reguladoras del sector financiero buscan estimular este tipo de esquemas mediante la emisión de normas diseñadas para promover el desarrollo de la industria de los fondos de inversión; ajustar el régimen aplicable a los inversores institucionales para que puedan realizar este tipo de inversiones; y establecer un tratamiento tributario adecuado para estas alternativas de inversión<sup>128</sup>.

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

---

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

fondos comunes de inversión PYMES y su objetivo es invertir como mínimo el 75% del activo del fondo en instrumentos de financiamiento de PYMES. En agosto de 2016, operaban 26 de estos fondos, con un patrimonio total neto equivalente a 830 millones de dólares. En Argentina también existen fondos abiertos. En Bolivia, los llamados fondos de inversión cerrados<sup>129</sup> están orientados a financiar a las pequeñas y medianas empresas, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, y canalizan recursos de inversores institucionales como las aseguradoras y las administradoras de fondos de pensiones (AFP). En febrero de 2016 operaban 22 fondos de inversión cerrados, con una cartera de alrededor de 1.176 millones de dólares.

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

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

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

---

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

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

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

Para el caso de México existen diversas iniciativas gubernamentales y privadas que proveen fondos de capital para las pequeñas y medianas empresas<sup>130</sup>. Existen fondos privados de inversión que aportan capital de riesgo, emprendedor o *venture capital* que apoyan a las empresas durante su etapa de emprendimiento; además estos fondos u otros canalizan recursos para las empresas que ya se encuentran consolidadas; pero que necesitan potencializar su crecimiento. También existen fondos institucionales, los cuales canalizan recursos para invertir en diferentes valores, ya sea deuda pública, acciones y en algunos vehículos especializados para financiar proyectos especiales, tal es el caso de los Certificados de Capital de Desarrollo (CKD). También existen iniciativas de gobierno que apoyan a las pequeñas y medianas empresas y se podrían clasificar en: fondos, programas operativos y campañas, iniciativas, certificaciones y herramientas. Los fondos son bolsas de recursos que se distribuyen a varias instancias, incluyendo a los emprendedores y PYMES; estos fondos no producen servicios ni entregan apoyos por sí mismos; y los recursos ejercidos no necesitan ejercerse en un determinado año fiscal<sup>131</sup>.

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

---

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

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

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

## 5. Titulización de activos

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

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

Al respecto, es importante destacar que este vehículo de financiamiento no es especial o exclusivo para las PYMES. Sin embargo, es un esquema que las empresas pequeñas y medianas podrían utilizar para convertir sus activos poco líquidos en una fuente de recursos que les permita financiar nuevos proyectos. En España, existen desde el año 2000 los Fondos de Titulización de Activos para PYMES, FTPYME<sup>132</sup>. Se trata de un programa de apoyo a la financiación bancaria de las PYMES españolas, a través de la constitución de fondos de titulización de activos. El Estado apoya las operaciones avalando una parte de los bonos emitidos por el fondo y, a cambio, las

---

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

entidades de crédito cedentes de activos a esos fondos se comprometen a reinvertir una parte (el 80%) de la liquidez obtenida en la financiación de PYMES<sup>133</sup>.

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

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

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

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

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

---

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

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

La mejora de las titulizaciones ha sido objeto de atención prioritaria por parte de las autoridades españolas y europeas<sup>134</sup>. En España la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial<sup>135</sup> racionalizó la normativa existente sobre titulización, y unificó en una única categoría legal *fondos de titulización de activos*; flexibilizó el régimen jurídico dando la posibilidad a que las sociedades gestoras que administran los fondos de titulización abiertos, puedan realizar una gestión activa de la cartera titulizada; además, introdujo la posibilidad de incorporar la figura de la “junta de acreedores”, la cual “se presume facultada para acordar lo necesario en la mejor defensa de los legítimos intereses de los acreedores del fondo de titulización” (art. 37 de la ley)<sup>136</sup>.

## 6. Emisión de certificados bursátiles fiduciarios

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

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

---

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

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

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

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

Los títulos señalados se denominan certificados de capital de desarrollo (CKD) y son instrumentos de capital con plazo de vencimiento, cuyo rendimiento depende de la rentabilidad de los proyectos y sociedades en los que se invirtió. Posteriormente, en enero de 2014, México reformó la Ley del Mercado de Valores (LMV) y, como parte de dicha reforma, se formalizaron la definición, las características y el régimen de gobierno corporativo<sup>137</sup> de los certificados de capital de desarrollo (CKD).

Los CKD deben estar inscritos en el Registro Nacional de Valores (RNV); pueden ser colocados mediante o sin oferta pública; y su emisión se realiza a través de un fideicomiso constituido en una institución de crédito, casa de bolsa o una sociedad operadora de fondos de inversión, cuyo fideicomitente y administrador es una sociedad con experiencia en realizar inversiones de capital privado y capital de riesgo. Al respecto, los administradores reciben una contraprestación por identificar proyectos y/o sociedades mexicanas en los que el fideicomiso puede invertir de manera directa o indirecta, ya sea otorgando financiamiento a dichos proyectos y/o sociedades, o bien, participando en su capital social mediante la compra de acciones. Los administradores cuentan con un periodo de inversión de entre cuatro y seis años. Después de este periodo, el fideicomiso comienza a reducir sus inversiones<sup>138</sup>, hasta el vencimiento del plazo de los CKD. Al cierre de 2015 existían 58 fideicomisos relacionados con certificados de capital de desarrollo, con un monto total de 5.459 millones de dólares.

---

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

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

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

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

Fuente: CNBV.

Además, en 2015 la CNBV publicó la regulación aplicable a nuevos instrumentos denominados certificados bursátiles fiduciarios de proyectos de inversión (CERPI<sup>139</sup>), certificados cuyos recursos de la emisión se destinan a financiar proyectos, así como a la inversión en acciones, partes sociales o al financiamiento de sociedades, ya sea directa o indirectamente a través de uno o varios vehículos de inversión, que si bien son similares a los CKD, estos instrumentos deben colocarse mediante oferta pública restringida; por lo que solo pueden ser adquiridos por inversores de tipo institucional (administradoras de fondos para el retiro, aseguradoras) e inversores calificados para participar en ofertas restringidas, tanto extranjeros como nacionales; y están sujetos a un régimen de gobierno corporativo menos estricto. Aunque es importante hacer mención que estos instrumentos también pueden colocarse sin que medie oferta pública.

Por otra parte, la República Dominicana también cuenta con regulación en materia de fideicomisos de oferta pública de valores, los cuales se definen como la modalidad de fideicomiso constituido con el fin ulterior y exclusivo de respaldar un programa de emisiones de valores de oferta pública, realizado por el fiduciario con cargo al patrimonio del fideicomiso. En este caso, se establece que el patrimonio del fideicomiso de oferta pública de valores podrá estar constituido por bienes y activos diversos<sup>140</sup> transferidos por el fideicomitente al fiduciario, quien ejercerá sobre ellos

139. CNBV. DOF 31 de diciembre de 2015. [http://dof.gob.mx/nota\\_detalle.php?codigo=5422005&fecha=31/12/2015](http://dof.gob.mx/nota_detalle.php?codigo=5422005&fecha=31/12/2015)

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

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

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

### Cheques de pago diferido

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

En Argentina, actualmente los instrumentos de negociación directa que existen en el mercado son cheques de pago diferido y pagarés, ambos avalados por una sociedad de garantía recíproca, los cheques de pago diferido cuentan con dos sistemas de negociación: avalado y patrocinado. En el sistema avalado, solo las pequeñas y medianas empresas o las personas físicas pueden negociar cheques propios o de terceros (clientes), a través de su incorporación como socio partícipe en una sociedad de garantía recíproca (SGR) autorizada para cotizar cheques en el Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL) o en el Mercado Argentino de Valores (MAV). En el sistema patrocinado, las empresas grandes o las PYMES (solo sociedades comerciales legalmente constituidas, cooperativas, asociaciones civiles, mutuales o fundaciones) son autorizadas por los mercados para emitir cheques de pago diferido, que se utilizan para pagar proveedores y que pueden ser negociados en el mercado de capitales<sup>141</sup>. De esta forma, PYMES proveedoras de grandes empresas pueden financiarse a través de los mercados de capitales a tasas competitivas. Existen otras modalidades de negociación de cheques de pago diferido en el MAV.

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

---

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

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

### **Mesa de negociación y bonos participativos**

Es un mecanismo administrado por la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) y regulado por la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), en el que exclusivamente se negocian pagarés, los que se caracterizan por tener una duración máxima de 270 días calendario, con emisiones parciales, cuyo monto oscila según las necesidades de financiamiento del emisor, dentro del margen de endeudamiento o monto tope aprobado para la emisión de pagarés.

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

### **Negociación facturas**

En la Bolsa de Productos de Chile<sup>142</sup> se ha desarrollado un esquema de financiamiento de corto plazo para las PYMES mediante la negociación de las facturas que se emitan con arreglo a las disposiciones de la Ley n° 19.983, que reflejen toda clase de operaciones civiles o comerciales con bienes o servicios.

### **● Comentarios finales**

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

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

---

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

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

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

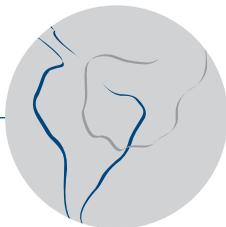
El uso del mercado de valores para financiar a las pequeñas y medianas empresas es una alternativa que podría complementar otros esquemas de apoyo a este sector. No obstante, la situación actual en la región es heterogénea y aún queda mucho trabajo por hacer para impulsar este tipo de esquemas de financiamiento.



# **3° PARTE**

## **TENDENCIAS TECNOLÓGICAS EN LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES**

---



**CAPÍTULO 5**  
ACTIVIDADES FINTECH PARA PYMES

**CAPÍTULO 6**  
CROWDFUNDING Y ECONOMÍA PARTICIPATIVA



## CAPÍTULO 5

# Actividades Fintech para PYMES

**María Fernanda Pazmiño Hernández**

*Especialista de la Dirección Nacional de Fiscalización, Consultas y Desarrollo Normativo de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador*

**José Alexander Castañeda Sánchez**

*Intendente de Valores y Conductas de la Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador*

**Yolanda G. Real S.**

*Directora de Emisores de la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá*

**Olga María Nivar Arias**

*Directora de Oferta Pública de la Superintendencia de Valores de la República Dominicana*

1. Introducción: definición y características de las actividades Fintech
  - 1.1. Origen y antecedentes
  - 1.2. Las Fintech y las entidades financieras
  - 1.3. Las Fintech y la inclusión financiera
2. Las actividades Fintech para PYMES
  - 2.1. Banca móvil
  - 2.2. Big Data y modelos predictivos
  - 2.3. Crowdfunding
  - 2.4. Préstamos P2P
  - 2.5. Criptomonedas y monedas alternativas
  - 2.6. Blockchain o DTL
  - 2.7. Sistemas de pago y transferencias
  - 2.8. Servicios de asesoramiento financiero
3. Los organismos internacionales y las actividades Fintech
4. Iniciativas en Iberoamérica sobre Fintech



## 1. Introducción: definición y características de las actividades Fintech<sup>143</sup>

Tras la última crisis financiera, y a medida que las entidades del sector financiero tradicional fueron disminuyendo el flujo de capital hacia las pequeñas y medianas empresas, fueron surgiendo empresas que han aprovechado las nuevas tecnologías para llenar el vacío que han dejado las entidades financieras, denominadas Fintech<sup>144</sup>.

Se ha estimado conveniente tratar el fenómeno Fintech en este Estudio, en primer lugar, porque muchas de las pequeñas y medianas empresas más innovadoras de la región se están dedicando a este tipo de actividades y, también, por el potencial que representan los servicios que ofrecen como fuente de financiamiento para las PYMES. La expansión de estas actividades de cara al futuro dependerá del grado de bancarización y de digitalización de cada uno de los países que conforman este trabajo.

Comencemos por definir qué se entiende por Fintech. Se trata de un anglicismo que combina las palabras *finance* y *technology*, es decir, tecnología financiera. Es un término de uso frecuente, referido a las compañías que proveen o facilitan servicios financieros mediante el uso de tecnología<sup>145</sup>. El Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board, FSB)<sup>146</sup> define Fintech como aquella innovación financiera que tiene la capacidad técnica para producir nuevos modelos de negocio, aplicaciones, procesos o productos que tienen un efecto material asociado a los mercados e instituciones financieras y a la prestación de servicios financieros.

Esta innovación tecnológica no es nueva en los mercados de valores. Los avances tecnológicos en el desarrollo de los sistemas utilizados por las entidades para la negociación de valores, así como el uso de Internet por parte de los inversores como

143. Nota aclaratoria de los autores: dada la novedad de los temas abordados en el presente capítulo debemos destacar la escasez de fuentes académicas, por lo que la investigación se ha centrado en el análisis de documentos elaborados por organismos internacionales, entidades no gubernamentales, empresas del sector y opiniones de expertos. Los conceptos vertidos en este artículo son de responsabilidad de los autores del presente capítulo y no representan la postura de los reguladores del mercado de valores de Ecuador, El Salvador, Panamá y República Dominicana.

144. En países como España y México, las empresas Fintech se han organizado privadamente, creando asociaciones con el objetivo de ofrecer a sus socios, y al público en general, colaboración que permita potenciar la innovación tecnológica. Asociación Española de Fintech e Insurtech. <http://asociacionfintech.es/>. Asociación Mexicana de Fintech, conocida como Fintech México. <http://fintechmexico.org/>

145. World Economic Forum. *The future of Fintech: A paradigm shift in small business finance*. Octubre 2015, p. 10. [http://www3.weforum.org/docs/IP/2015/FS/GAC15\\_The\\_Future\\_of\\_FinTech\\_Paradigm\\_Shift\\_Small\\_Business\\_Finance\\_report\\_2015.pdf](http://www3.weforum.org/docs/IP/2015/FS/GAC15_The_Future_of_FinTech_Paradigm_Shift_Small_Business_Finance_report_2015.pdf)

146. <http://www.fsb.org/>

medio para transmitir órdenes han ido en aumento durante los últimos años<sup>147</sup>. El documento “*Perspectiva de riesgos para el Mercado de Valores 2016*” de IOSCO<sup>148</sup> pone algunos ejemplos de los posibles canales de cambio para los mercados de valores que suponen las actividades Fintech, y que describiremos a lo largo de este capítulo:

- La proliferación de las “aplicaciones” financieras para teléfonos inteligentes.
- Captación de capitales a través de crowdfunding y préstamos entre particulares.
- Pagos, por ejemplo, a través de las criptomonedas.
- Tecnología de libro mayor distribuido (DLT, por sus siglas en inglés, o Blockchain); y el uso de “Big Data” para entender mejor las necesidades de los consumidores de servicios financieros.
- El robo-advice, asesoramiento automático de inversiones.

### 1.1. Origen y antecedentes

---

El Centro de Innovación del BBVA señala<sup>149</sup> varios hitos históricos dentro de la evolución de la tecnología financiera, como el pantelógrafo (mecanismo para verificar las firmas en las transacciones bancarias), la aparición de las tarjetas de crédito, los cajeros automáticos, sin olvidar la creación de la Sociedad para las Telecomunicaciones Financieras Interbancarias Mundiales (SWIFT, por sus siglas en inglés), para resolver el problema de comunicación respecto de pagos transfronterizos, o la banca en línea que fue introducida en Gran Bretaña por el Nottingham Building Society.

Marc Hochstein, en su artículo “*FinTech (the Word, That Is) Evolves*”<sup>150</sup> señala que Fintech era el nombre original del Consorcio de Servicios Financieros Tecnológicos, un proyecto iniciado por Citicorp (hoy Citigroup). A principios de 1990, el banco estaba tratando de superar una reputación de resistencia a la colaboración tecnológica externa; Fintech, junto con la participación de Citi en el naciente foro de tarjetas inteligentes, significó una nueva postura de la compañía que más tarde serviría para identificar a toda una nueva industria tecnológica.

Esta tendencia de avances tecnológicos se ha visto reforzada, tal y como se ha comentado anteriormente, por la crisis financiera que redujo significativamente la

---

147. Podemos citar como ejemplos el E-trading, o acceso electrónico directo de los inversores a mercados secundarios, y la negociación algorítmica de alta frecuencia, denominado High Frequency Trading (HFT)

148. IOSCO. *Securities Markets Risk Outlook 2016*. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO-PD527.pdf>

149. Centro de Innovación BBVA. *Revolución FinTech. Serie Fintech*. Abril 2016. <http://www.centrodeinnovacionbbva.com/sites/default/files/ebook-cibbva-fintech.pdf>

150. Marc Hochstein, *FinTech (the Word, That Is) Evolves* en la página American Banker. <http://www.americanbanker.com/bankthink/fintech-the-word-that-is-evolves-1077098-1.html>

confianza de los consumidores en las entidades financieras tradicionales y, adicionalmente, por la llegada de nuevas generaciones de consumidores, los denominados *millennials*, habituados a operar en un entorno digital<sup>151</sup>.

## 1.2. Las Fintech y las entidades financieras

Si bien el auge de las Fintech podría ser considerado una amenaza para las entidades financieras tradicionales, lo cierto es que hay expertos que sugieren que las Fintech representan una oportunidad de negocio para ellas. Así, el informe “*La Revolución Fintech*” de Finnovating<sup>152</sup> señala entre las oportunidades de la asociación de los bancos con las Fintech las siguientes:

- Reducción de costos.
- Mejora de la experiencia del usuario en términos de agilidad y rapidez.
- Diferenciación y retención de clientes.
- Capacidad de innovación y disrupción en productos y servicios financieros.
- Transparencia.

De acuerdo con el estudio de PwC<sup>153</sup>, elaborado a partir de 544 entrevistas con directivos del sector financiero tradicional —bancos, compañías de seguros, agencias de valores, gestoras de activos, brokers— en todo el mundo, las entidades financieras reconocen que la colaboración con estos nuevos participantes les ofrecen grandes oportunidades en materia de mejora de la eficiencia y reducción de costes, a la hora de diferenciarse de sus competidores, de retener a sus clientes y de conseguir ingresos adicionales. Si bien es cierto que también podrían darse amenazas, concretamente, con respecto a la reducción de márgenes de ganancia y reducción cuota de mercado de sus actividades más rentables.

## 1.3. Las Fintech y la inclusión financiera

La inclusión financiera puede entenderse como el acceso y uso de servicios financieros de calidad por parte de todos los segmentos de la población<sup>154</sup>. De acuerdo con el

---

151. “Financiamiento alternativo: cambio y regulación”. Diego Herrera. *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, nº 45, julio 2015.

152. Finnovating es una consultora de investigación y estrategia que analiza las tendencias del sector Fintech e Insurtech, así como su impacto en los servicios financieros digitales y los Neobanks a nivel mundial <http://www.finnovating.com/wp-content/uploads/2016/08/la-revolucion-fintech.pdf>

153. PwC. Global Fintech Report. March 2016. Informe Blurred lines: *Cómo FinTech está redefiniendo el sector financiero*. <http://www.pwc.es/es/publicaciones/financiero-seguros/global-fintech-report-2016.html>

154. Noelia Cámara y David Tuesta. *Avances en Inclusión Financiera: Índice Multidimensional de Inclusión Financiera*, MIFI.

BBVA Research ha desarrollado un índice para medir los avances de inclusión financiera, el índice multidimensional de inclusión financiera (MIFI, por sus siglas en inglés). Se trata de un indicador estadístico

Banco de la República de Colombia, se define inclusión financiera como “un proceso de integración de los servicios financieros a las actividades económicas cotidianas de la población, que puede contribuir de manera importante al crecimiento económico en la medida en que permite reducir de manera efectiva los costos de financiación, aseguramiento y manejo de los recursos, tanto para las personas como para las empresas”<sup>155</sup>.

El Banco Mundial señala que dos mil millones personas en el mundo (38% adultos) no emplean servicios financieros formales<sup>156</sup>. La tecnología y, específicamente, las Fintech representan un enorme potencial para superar la brecha de la dispersión rural, para la democratización financiera y la inclusión social.

En efecto, la tecnología aplicada a las nuevas y tradicionales empresas financieras tiene el gran potencial de aumentar la productividad, mejorar la protección al consumidor y extender la inclusión financiera a sectores vulnerables de América Latina, tal y como se señala en el informe sobre la revolución de las empresas Fintech y el futuro de la banca, elaborado por CAF —Banco de Desarrollo de América Latina—<sup>157</sup>. Por tanto, las innovaciones del sector Fintech pueden mejorar la eficiencia de la industria financiera y promover la inclusión de grupos sociales tradicionalmente desatendidos por los bancos<sup>158</sup>.

## 2. Las actividades Fintech para PYMES

La irrupción de plataformas tecnológicas de financiación y de nuevos sistemas de pago está generando un nuevo escenario en la financiación empresarial. Las Fintech<sup>159</sup> se han erigido en potenciales colaboradores de las pequeñas y medianas empresas, ofreciendo herramientas financieras innovadoras que emplean las últimas

---

sintético que recoge los efectos de la intensidad con la cual las personas usan el sistema financiero; los múltiples puntos de acceso de la banca y el grado de limitación a la inclusión que imponen las barreras descritas.

<https://www.bbvaesearch.com/publicaciones/avances-en-inclusion-financiera-indice-multidimensional-de-inclusion-financiera-mifi/>

155. Banco Central de Colombia. <http://www.banrep.gov.co/es/node/35302>

156. Banco Mundial. <http://www.bancomundial.org/es/topic/financialinclusion/overview>

157. L. Rojas (2016). “La revolución de las empresas FinTech y el futuro de la Banca. Disrupción tecnológica en el sector financiero”. *Serie Políticas Públicas y Transformación Productiva* n° 24. CAF. <http://scioteca.caf.com/handle/123456789/976>

158. Un ejemplo de iniciativas para impulsar la inclusión financiera lo encontramos en el “Proyecto de promoción del dinero electrónico con educación financiera”, cooperación técnica de la CAF Banco de Desarrollo de América Latina con el Centro de Estudios Financieros de la Asociación de Bancos del Perú (ASBANC). Este programa tiene como objetivo contribuir a la inclusión financiera en el Perú, a través de la incorporación al sistema financiero formal de personas y pequeños negocios, y generará aprendizaje que redundará en la difusión de estos nuevos canales de pago al público en general.

159. Centro de Innovación BBVA. *Cómo facilitan el trabajo a las pymes el ‘fintech’, el ‘bitcoin’ y el ‘crowdlending’*, <http://www.centrodeinnovacionbbva.com/noticias/como-facilitan-el-trabajo-las-pymes-el-FinTech-el-bitcoin-y-el-crowdlending>

tecnologías para ofrecer a estas empresas servicios financieros ágiles, eficientes y a bajos costes.

En general, el término Fintech está relacionado con un gran número de actividades que cubren un amplio espectro del mundo financiero. El Foro Económico Mundial<sup>160</sup> resalta aquellas que pueden servir para financiar a las pequeñas y medianas empresas:

- Préstamos P2P (que ofrecen gran potencial para mejorar el financiamiento de pequeños negocios).
- Gestión de recibos, e-commerce.
- Servicios financieros de facturación (herramienta eficaz para superar la escasez de liquidez y mejorar la situación del capital de trabajo de los pequeños negocios).
- Finanzas de proveedores *online* (posibilita integrar las cadenas de suministros más profundamente).

Existen multitud de agrupaciones de las actividades Fintech que varían en función del mapa que se tome de referencia<sup>161</sup>. Los autores Rainer Alt y Thomas Puschmann en su artículo "*El aumento de la banca orientada al cliente. Mercados electrónicos están allanando el camino para el cambio en la industria financiera*"<sup>162</sup> presentan una clasificación sobre innovaciones en tecnologías de la información, en función de:

1. **Los proveedores de los servicios financieros:** que pueden ser actores establecidos en la industria bancaria u otros proveedores (sector bancario/sector no bancario). Y dentro de cada uno de ellos, de acuerdo al patrón básico de interacciones/formas de interacción con otras partes involucradas: B2C Business to Consumer (negocio a cliente), C2C Consumer to Consumer (cliente a cliente).
2. **Los procesos financieros desde la perspectiva del cliente:** información financiera, planificación y asesoría, pagos, inversiones, financiamiento, apoyo entre procesos.

A continuación, nos permitimos presentar la traducción propia de la clasificación elaborada por dichos autores:

160. "El futuro de la Fintech: Un cambio de paradigma en las finanzas de los pequeños negocios". Foro Económico Mundial. <https://www.weforum.org/reports/future-fintech-paradigm-shift-small-business-finance>

161. En el mapa Fintech de la "Asociación Española de Fintech e InsurTech", encontramos que agrupan las actividades en: asesoramiento y gestión patrimonial; finanzas personales, comparadores y agregadores; Crowdlending y financiación alternativa; Crowdfunding inmobiliario o PropTech; Crowd Equity o Equity Crowdfunding; servicios transaccionales y gestión de divisas; medios de pago; Blockchain y Criptomonedas; Big Data Analytics y Credit Risk; Insurtech. <http://asociacionFinTech.es/>

162. Rainer Alt y Thomas Puschmann, "The rise of customer-oriented banking - electronic markets are paving the way for change in the financial industry". [https://www.researchgate.net/publication/233936387\\_The\\_rise\\_of\\_customer-oriented\\_banking\\_-\\_electronic\\_markets\\_are\\_paving\\_the\\_way\\_for\\_change\\_in\\_the\\_financial\\_industry?enrichId=rgreq-74733b2c5da3ada78cc231197bbc275c-XXX&enrichSource=Y292ZXJQYWd-I0ZlzMzkNjM4NztBUzoyNDIwNjlxODAyMjA5MzBAMTQzNDcyMzUyOTk1MQ%3D%3D&el=1\\_x\\_3](https://www.researchgate.net/publication/233936387_The_rise_of_customer-oriented_banking_-_electronic_markets_are_paving_the_way_for_change_in_the_financial_industry?enrichId=rgreq-74733b2c5da3ada78cc231197bbc275c-XXX&enrichSource=Y292ZXJQYWd-I0ZlzMzkNjM4NztBUzoyNDIwNjlxODAyMjA5MzBAMTQzNDcyMzUyOTk1MQ%3D%3D&el=1_x_3)

## La financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica

Procesos del cliente	Información financiera	Asesoría y planificación	Pagos	Inversiones	Financiamiento	Apoyo entre procesos
<b>Proveedor del</b>						
<b>Sector bancario</b>	B2C	Información a través del móvil	Mensajería directa	Pagos en línea		
			Mensajería instantánea	Captura remota de depósitos	Corretaje a través móvil	
		Videokonferencia	Pago a través del móvil	Banca privada <i>online</i>	Comparador de hipotecas	Chat en vivo y móvil
		Asesoría vía tablet	Proveedores de pagos electrónicos	Ahorro basado en cupones		Redes sociales
		Gestión de finanzas personales	Billetera electrónica			Gestión de ideas
	C2C	Comunidad de clientes	Comunidad de clientes	Pagos P2P	Préstamos P2P	Foros
				Discusión sobre mercado de valores		Redes sociales
				Análisis y predicción de valores		Análisis de datos financieras
				Tipo de interés		
<b>Sector no bancario</b>	B2C	Educación financiera	Captación de clientes	Código de pago	Gestión de portafolio <i>online</i>	
				Rastreadores de gastos y presupuestos	Multibanca/ Negociación de múltiples categorías de activos para clientes corporativos	Comparador de tipos de interés
		Videos en tiempo real	Gestión de finanzas personales	Comparador de cuentas	Comparador de hipotecas	Servicios de seguros
		Informes de análisis financiero en línea		Ahorro basado en cupones	Finanzas corporativas	
	C2C	Análisis/ predicción de valores con base comunitaria	Asesoramiento con base comunitaria	Monedas alternativas/ criptomonedas	Juegos de mercado de valores	Asesoramiento financiero <i>online</i>
			Pago a través de móvil	Recomendaciones comunitarias	Préstamos P2P	Préstamos hipotecarios P2P
			Proveedores de pagos electrónicos	Covesting (gestión de cartera por profesionales que invierten en ella)	Financiación colectiva (crowdfunding)	Evaluador de asesores comerciales
				Préstamos privados		

Fuente: Rainer Alt y Thomas Puschmann. "The rise of customer-oriented banking - electronic markets are paving the way for change in the financial industry". Traducción: Propia

En función de los tipos de productos Fintech que utiliza una PYME, esta puede obtener diversos beneficios vinculados siempre con la mejora de las ventajas competitivas de la empresa. Una PYME puede conseguir, entre otras, una mejor gestión de costes (con el correspondiente ahorro de dinero); una gestión rápida y automatizada; desintermediación y mejora de análisis de procesos<sup>163</sup>. En efecto,

163. Myriam Zanatta. Beneficios de la tecnología Fintech para tu empresa. Blog CAPTIO. <http://www.captio.net/blog/beneficios-de-la-tecnologia-fintech-para-tu-empresa>

según Greg Da Re, jefe de la División de Estrategia e Innovación de la Corporación Interamericana de Inversiones (CII)<sup>164</sup>, las razones por las que las Fintech representan una oportunidad para las PYMES<sup>165</sup> son las siguientes:

- **Facilitan el financiamiento.** Las plataformas de microfinanciación colectiva que ofrecen préstamos más flexibles, con tasas atractivas, son una alternativa de financiamiento viable para las PYMES.
- **Impulsan el crecimiento del sector bancario.** El crecimiento generalizado de la nueva tecnología también ha abierto el camino para el comercio electrónico, lo que en consecuencia trae un crecimiento de las PYMES, y un aumento en su productividad.
- **Generan datos útiles sobre clientes.** La ingente cantidad de información y la capacidad para ser analizada —*Big Data*— proporciona a las PYMES información sobre sus clientes, permite personalizar el *marketing* y vender según los gustos y preferencias de los usuarios.
- **Analizan el riesgo crediticio de formas innovadoras.** La tecnología introducida para desarrollar métodos nuevos que determinen el riesgo de las operaciones de crédito es primordial para que los bancos puedan ofrecer crédito a las PYMES, incluso con poco o ningún historial crediticio.
- **Ofrecen liquidez con más flexibilidad y eficiencia.** Obtener recursos por parte de las PYMES al realizar, por ejemplo, transacciones de *factoring* en línea.

De acuerdo con el Foro Económico Mundial, en 2014 en los EE. UU. se concedieron US\$ 5 mil millones en préstamos a las PYMES a través de plataformas tecnológicas, y pronosticaban US\$ 12 mil millones para 2015, cifras aún reducidas teniendo en cuenta el mercado potencial de préstamos a las PYMES, estimado por Morgan Stanley y Goldman Sachs, en 180 mil millones de dólares.

No existen cifras oficiales en Iberoamérica sobre la participación de mercado de las Fintech, pero de acuerdo con Finnovista<sup>166</sup>, en Brasil existen 219 Fintech dedicadas

164. La Corporación Interamericana de Inversiones (CII), miembro del Grupo del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), es un organismo multilateral comprometido en promover el desarrollo económico de América Latina y el Caribe a través del sector privado. <http://www.iic.org/es>

165. Greg Da Re, *Cinco razones por las que las empresas FinTech representan una oportunidad para las instituciones financieras y las PYME*. <http://blogs.iadb.org/sectorprivado/2015/08/13/fintech-son-una-oportunidad-para-las-instituciones-financieras-negocios-sostenibles/>

166. Finnovista es una organización cuyo objetivo es promover el desarrollo de empresas de tecnología que proveen servicios financieros digitales (Fintech) y potencia el ecosistema Fintech donde operan estas empresas. Está enfocada en mercados en crecimiento, en particular en América Latina, donde existe un importante “gap” entre el acceso a servicios financieros y el acceso a tecnologías digitales. Creada a finales de 2012 por un grupo de profesionales del mundo tecnológico, capital riesgo, instituciones financieras y emprendedores con la visión de capitalizar la ola de transformación emprendedora digital para ayudar a crear una mejor industria financiera. <http://www.finnovista.com/fintechradarbrasil/>

principales a actividades de Pagos y Remesas (31% del total), Gestión de Finanzas Empresariales (15% del total de las startups identificadas), y a Préstamos (12%). En el *Informe FintechLab* de Brasil<sup>167</sup> se señala que en 2016 el 50% de estas empresas tendrán una facturación mayor a 280.000 dólares, y 1 de cada 5 tendrán más de 20 empleados contratados.

En México se han identificado alrededor de unas 158 startup Fintech, y se estima que en la próxima década estarán compitiendo por captar el 30% del mercado bancario mexicano, valorado en más de US\$ 30 mil millones, además de ampliar las fronteras del mercado financiero a través de la inclusión financiera de segmentos de población no bancarizados o sub-bancarizados<sup>168</sup>. Se han identificado 10 segmentos donde concentran sus actividades: pagos y remesas, préstamos, gestión finanzas empresariales y personales, crowdfunding, gestión de inversiones, seguros, educación financiera y ahorro, soluciones de scoring, identidad y fraude, y, por último, trading y mercados.

De acuerdo con Fintech Radar Spain<sup>169</sup>, en 2016 se ha identificado un total de 207 startup Fintech en España, lo que supone que el sector se ha multiplicado por 4 en los últimos 3 años, en línea con la tendencia global. Los segmentos Fintech que más actividad, innovación y dinamismo concentran en España son: pagos y remesas (24%), préstamos (19%), gestión finanzas empresariales (11%), crowdfunding (10%), gestión de finanzas personales (10%) y seguros (8%).

Según la consultora McKinsey, en su informe "*Digital Finance for All*", las Fintech jugarán un papel fundamental en el próximo desarrollo de los países emergentes. Prevé que las empresas de tecnologías financieras impulsarán para el año 2025 el crecimiento de estas economías en un 6%, lo que corresponde a unos 3,7 mil millones de dólares, mejorando la calidad de vida de mil millones de personas aproximadamente<sup>170</sup>.

Pasemos a describir algunas de las actividades Fintech mencionadas anteriormente, utilizadas para la gestión y el financiamiento de las PYMES, y que suponen una transformación del sector financiero.

---

167. <http://fintechlab.com.br/index.php/2016/09/08/novo-radar-fintechlab-ja-sao-mais-de-200-em-presas/>

168. <http://www.finnovista.com/fintech-radar-mexico/>

169. <http://www.finnovista.com/fintech-radar-spain/>

170. <http://www.mckinsey.com/global-themes/employment-and-growth/how-digital-finance-could-boost-growth-in-emerging-economies>

## 2.1. Banca móvil

Según cifras de la ITU<sup>171</sup> en el documento “*ITC Facts & Figures*”<sup>172</sup>, a finales de 2015 existían más de siete mil millones de suscripciones a telefonía móvil y celular en el mundo, correspondiendo un porcentaje de penetración del 97% con relación a los setecientos treinta y ocho millones del año 2000. Destaca también que la suscripción de ancho de banda móvil tiene altos niveles de penetración en Europa y en América, donde se encuentran activas 78 suscripciones por cada 100 habitantes. La asociación de los operadores móviles a nivel global, GSMA<sup>173</sup>, señala que dentro de cinco años América Latina ocupará el segundo puesto a nivel mundial en cuanto a la base instalada de teléfonos inteligentes, tan solo detrás de Asia<sup>174</sup>.

Denominamos banca móvil a la ejecución de transacciones financieras a través de un dispositivo que cuente con una tarjeta sim (teléfono móvil o celular, tabletas, etc.)<sup>175</sup>. A través de la banca móvil, el consumidor financiero puede recibir información de su banco, realizar pagos en línea (de tarjetas de crédito, servicios públicos) y transferencias, entre otras gestiones<sup>176</sup>.

Prior y Santomana en su documento de investigación “*La Banca móvil como catalizadora de la bancarización de los pobres: Modelos de negocio y desafíos regulatorios*” señalan que “*la Banca Móvil (m-banking) es [...] un nicho de la banca electrónica (e-banking) en la que los clientes acceden a un amplio abanico de servicios bancarios, tales como instrumentos de ahorro y crédito, vía canales electrónicos. La banca móvil requiere que el cliente tenga una cuenta a la que se puedan enviar transferencias y desde la que se puedan realizar pagos*”<sup>177</sup>. En el documento de la FAO<sup>178</sup> “*Banca móvil*” se indica que la banca móvil en las economías desarrolladas es solo otro canal, entre muchos otros, que compite por la aceptación del consumidor y el compromiso del inversor. Sin embargo, en economías en desarrollo

171. La UIT es el organismo especializado de las Naciones Unidas para las tecnologías de la información y la comunicación, TIC. <http://www.itu.int/en/ITU-D/Statistics/Pages/default.aspx>

172. *ITC Facts & Figures 2015*.

<http://www.itu.int/en/ITU-D/Statistics/Documents/facts/ICTFactsFigures2015.pdf>

173. <http://www.gsma.com/>

174. L. Rojas (2016). “La revolución de las empresas FinTech y el futuro de la Banca. Disrupción tecnológica en el sector financiero”. *Serie Políticas Públicas y Transformación Productiva n° 24. CAF Banco de Desarrollo de América Latina*. <http://scioteca.caf.com/handle/123456789/976>

175. En la revista *Innovation edge del BBVA se señala que técnicamente la banca móvil está compuesta por la “triple oferta” para referirse a sus tres tipos de tecnología: SMS (sistema de mensajes cortos), navegadores y apps (aplicaciones)*. Centro de Innovación BBVA. Innovation Edge “Banca Móvil”. Abril de 2012, <http://www.centrodeinnovacionbbva.com/innovation-edge/mobile-banking>

176. Asociación Bancaria de Colombia. ¿Qué es y cómo usar la Banca Móvil a su favor?, 29 de octubre de 2013. <http://www.asobancaria.com/sabermassermas/que-es-y-como-usar-la-banca-movil-a-su-favor/>

177. Francesc Prior y Javier Santomá. “La banca móvil como catalizadora de la bancarización de los pobres: Modelos de negocios y desafíos regulatorios”. IESE. DI-738. Marzo, 2008.

178. Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación.

representa el medio de mayor efectividad, en términos de costes, para la prestación de servicios financieros y, en particular, la forma más económica de proporcionar acceso a remesas<sup>179</sup>.

Los principales beneficios de lab móvil son: acceso a un número mayor de clientes a un menor coste; la ubicuidad; la posibilidad de llegar a los clientes de una forma más práctica que los servicios bancarios tradicionales que se ofrecen en sucursales<sup>180</sup>. La Asociación Bancaria de Colombia también destaca como beneficios de esta actividad Fintech<sup>181</sup> que facilita el proceso de bancarización. Adicionalmente, según el informe *“La revolución de las empresas FinTech y el futuro de la banca”*, elaborado por CAF-Banco de Desarrollo de América Latina<sup>182</sup>, adoptar una estrategia de banca móvil será la única manera de competir con las empresas Fintech por parte de la banca tradicional.

No podemos olvidar que las aplicaciones y plataformas para hacer pagos y compras a través del móvil son una poderosa herramienta para las pymes, una forma de negocio que pueden capitalizar al ofrecer a sus clientes, que por tiempo o distancia no pueden acudir directamente a su establecimiento o que no cuentan con dinero en efectivo, comprar sus productos o servicios de manera instantánea.

## **2.2. Big Data y modelos predictivos**

El Big Data, Macrodatos o Datos Masivos se define como el procesamiento de grandes volúmenes de información, provenientes de variadas fuentes, que no pueden ser tratados de forma convencional. Es el término que se emplea para el conjunto de procesos, tecnologías y modelos de negocio que están basados en capturar el valor que los propios datos encierran, a través de una mejora en la eficiencia gracias al análisis de los datos (una visión más tradicional) o mediante la aparición de nuevos modelos de negocio que supongan un motor de crecimiento<sup>183</sup>.

Al combinar diversos datos en un entorno tecnológico ágil y flexible, posibilita realizar procesos analíticos mucho más enriquecidos que, al mismo tiempo, permiten tomar mejores decisiones. Entre las características del Big Data podemos

---

179. Ron Kopicki, y Calvin Miller., *Banca móvil*. Enero de 2008. [http://www.fao.org/docs/up/easypol/686/3-4\\_mobilebanking\\_149ES.pdf](http://www.fao.org/docs/up/easypol/686/3-4_mobilebanking_149ES.pdf)

180. CGAP, Portal de microfinanzas. Banca Móvil. <http://www.microfinancegateway.org/es/temas/banca-movil>

181. <http://www.asobancaria.com/sabermassermas/que-es-y-como-usar-la-banca-movil-a-su-favor/>

182. <http://scioteca.caf.com/handle/123456789/976>

183. Centro de Innovación BBVA. *Innovation Edge “Big Data”*. Junio de 2013.

[http://www.centrodeinnovacionbbva.com/sites/default/files/bigdata\\_spanish.pdf](http://www.centrodeinnovacionbbva.com/sites/default/files/bigdata_spanish.pdf)

mencionar: volumen, variedad y velocidad. Significa esto que se pueden procesar cantidades ingentes de información, a una velocidad enorme e interpretarla de forma que pueda dar valor a la empresa.

Son tres grandes beneficios que ofrece el sistema Big Data, tanto a grandes como a pequeñas y medianas empresas, ayudándoles a mejorar su gestión y a ser más eficaces para acceder a financiamiento:

- Mediante el desarrollo de técnicas de *marketing* que permiten a las empresas llevar a cabo mejores estrategias comerciales para atraer y mantener clientes con buena productividad.
- Puede ayudar a mejorar aspectos de gobierno corporativo, creando controles de riesgos, selección de personal y toma de decisiones efectivas en tiempo real.
- Para la búsqueda de fórmulas que permitan reducir costos y aumentar la eficiencia, lo que ha permitido mejorar su solvencia ante entidades financieras, con el fin de que estas proporcionen los fondos necesarios para su operación.

Los modelos predictivos se pueden definir como una serie de técnicas matemáticas que combinadas adecuadamente ayudan a obtener posibles comportamientos futuros, en base al análisis de datos históricos y actuales que crean modelos estadísticos fiables. En el ámbito de los negocios, extraen patrones de los datos históricos y transaccionales para identificar riesgos y oportunidades; identifican relaciones entre diferentes factores que permiten valorar riesgos o probabilidades asociadas sobre la base de un conjunto de condiciones, guiando en la toma de decisiones de una compañía.

Además, es una técnica que permite mejorar en el futuro la rentabilidad de las PYMES ya que contribuye en la reducción de costos y aumenta los ingresos. Existen enl herramientas para recopilar y analizar datos de forma eficiente y a un bajo costo, o incluso de forma gratuita, entre las cuales, podemos citar: Google Analytics, Heatmap, Mailchimp, Survey Monkey, Alexa, Similarweb, Adwords, SEOSiteCheckup.

Las herramientas mencionadas en el párrafo anterior recopilan y analizan datos, lo importante es elegir las en base a las necesidades del negocio. En adición, existen otras herramientas especializadas en integrar los datos recopilados desde diferentes fuentes. Estas herramientas son de gran ayuda cuando llega el momento de consolidar y analizar la información, entre las que se destacan: Pentaho y Jaspersoft BI.

### 2.3. Crowdfunding<sup>184</sup>

La palabra crowdfunding viene del término inglés *crowd* (multitud) y *funding* (financiación). De acuerdo con la Comisión Europea<sup>185</sup>, el crowdfunding es una alternativa emergente de financiamiento, referida a la convocatoria pública, generalmente vía Internet, para financiar un proyecto mediante donaciones, contribuciones monetarias a cambio de una recompensa, preventa de productos, préstamos o inversiones. En ese sentido, el crowdfunding es una opción de financiamiento para las PYMES, gracias al uso de Internet y de los avances a través de plataformas tecnológicas, que permiten conectar a los financiadores y las empresas que buscan financiación. Estos servicios que ofrecen las plataformas tecnológicas van vinculados al crecimiento de la era digital para hacer transacciones financieras, basadas en la confianza. Por lo tanto, el crowdfunding permite oportunidades de financiamiento para aquellas PYMES que o bien no han tenido acceso a la banca tradicional o bien no ha sido posible su financiamiento de manera oportuna.

En una operación de crowdfunding intervienen, en primer lugar, el promotor, es decir, la persona jurídica o física que tiene un proyecto empresarial que requiere financiación de otro. En un segundo lugar, están los inversores que tienen la intención de participar económicamente en el proyecto para que este se realice. Por último, la plataforma que presta servicios de comunicación a través de Internet, y que hace posible que el promotor pueda publicar y recaudar los fondos que necesita.

El crowdfunding describe un amplio y variado conjunto de esquemas de financiación colectiva de proyectos de diversa naturaleza. Su desarrollo a través de redes sociales y plataformas entre pares o iguales (conocidas por sus siglas en inglés "P2P") han añadido otras funciones que consiguen definir un perfil propio e innovador que lo distingue de una simple emulación electrónica de la financiación en masa. Las diversas modalidades de crowdfunding representan, en realidad, una oportunidad para canalizar campañas de financiación colectiva, con un alto grado de participación y con interesantes posibilidades de colaboración que adicionan valor al proceso de aportación de recursos<sup>186</sup>. Estas plataformas deben contar con un sistema transparente de información, para que los inversores (usuarios) puedan escoger los proyectos a los que destinar su inversión, cuánto y en qué condiciones, debiendo tener capacidad previamente para poder consultar los análisis

---

184. Para profundizar más en esta materia, se dedica el siguiente capítulo de este Estudio a analizar los distintos modelos de crowdfunding y su regulación en Iberoamérica.

185. Comisión Europea. Crowdfunding. [http://ec.europa.eu/finance/general-policy/crowdfunding/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/general-policy/crowdfunding/index_en.htm)

186. Teresa Rodríguez De las Heras, "El crowdfunding como mecanismo alternativo de financiación de proyectos", *Revista de Derecho Empresarial*, San José, Costa Rica. <http://www.redemcr.org/contenido/el-crowdfunding-como-mecanismo-alternativo-de-financiacion-de-proyectos/>

de las empresas o proyectos, en definitiva, conocer todos los detalles de las opciones que se presentan.

Entre las diferentes modalidades de crowdfunding, podemos mencionar:

- **Crowdfunding de recompensa (*reward based crowdfunding*):** es aquel que ofrece una “recompensa” como contraprestación a las aportaciones económicas recibidas. Es el tipo de crowdfunding que lidera el mercado en volumen de recaudación y las recompensas son productos o servicios (artísticos, culturales o de empresas). Usualmente, la recompensa no debe ser financiera. No obstante, algunas plataformas ofrecen una combinación de modalidades de financiación.
- **Crowdfunding de inversión (*equity based crowdfunding*):** ofrece una acción de una empresa o una participación de la misma, o compromisos sobre beneficios de la misma, como contraprestación a las aportaciones recibidas. Los inversores en este tipo de crowdfunding pasan a formar parte de la sociedad financiada de diversas formas.
- **Crowdfunding de préstamo (*lending based crowdfunding*):** ofrece un tipo de interés sobre el dinero recibido como contraprestación a las aportaciones recibidas. En este tipo de crowdfunding, el receptor de la financiación debe devolver el dinero recibido más un tipo de interés determinado. En algunas plataformas cada prestamista (quien financia un proyecto en este tipo de crowdlending) puede fijar el tipo de interés al que presta el dinero y el plazo específico para devolver el mismo.
- **Crowdfunding de donación (*donation based crowdfunding*):** no ofrece nada a cambio, ni contraprestación, ni participación en empresas o recompensas para las personas que financian el proyecto. Los donantes de fondos lo hacen por el hecho de ver el proyecto financiado debido a que suelen ser proyectos solidarios o humanitarios.

Los más utilizados para la financiación de las PYMES son el crowdfunding de préstamo y el de inversión. El proceso tradicional<sup>187</sup> para el crowdfunding es el siguiente:

- El emprendedor registra la idea en una plataforma crowdfunding y se marca un objetivo de recaudación de fondos.
- El inversor se registra en la plataforma y escoge el proyecto a invertir a cambio de una recompensa.
- Cuando el emprendedor consigue todos los fondos esperados, el proyecto sale adelante.
- El inversor recibe las contraprestaciones acordadas.

---

187. Centro de Innovación BBVA. Crowdfunding. [https://www.centrodeinnovacionbbva.com/sites/default/files/ebook-crowdfunding-una-alternativa-financiera-para-emprendedores-e-inversores\\_1.pdf](https://www.centrodeinnovacionbbva.com/sites/default/files/ebook-crowdfunding-una-alternativa-financiera-para-emprendedores-e-inversores_1.pdf)

El crowdfunding, como modalidad de financiación alternativa al sistema bancario habitual, se inserta en la denominada “banca en la sombra” (*shadow banking*) o “banca paralela”. De acuerdo con la definición del Consejo de Estabilidad Financiera o Financial Stability Board (FSB), la banca en la sombra (*shadow banking*) es “la intermediación de crédito con entidades y actividades financieras fuera del sistema regulado”<sup>188</sup>. Por tanto, el centro de estas actividades es el crédito, no obstante, el concepto en su vertiente más amplia incluiría cualquier actividad normalmente considerada bancaria pero llevada a cabo por una entidad no regulada como tal. Es decir, la banca en la sombra abarca entidades como los *hedge funds*, fondos del mercado monetario y vehículos de inversión estructurados (SIV), y actividades financieras como el crowdfunding, la titulización, los préstamos de valores y las operaciones con compromiso de recompra (“repos”). La medición y cuantificación del *shadow banking* es complicada, pero desde 2011 el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) publica anualmente un informe de seguimiento sobre el tamaño y evolución por países, así como una estimación de sus interconexiones con el sector bancario (*Global Shadow Banking Monitoring Report*).

De acuerdo con el FSB, la intermediación del crédito a través de canales no-bancarios puede tener ventajas y contribuir al financiamiento de la economía real (sobre todo en países con evidencia de informalidad, y/o baja bancarización, y/o controles, entre otros), pero tales canales pueden convertirse en una fuente de “riesgo sistémico”, especialmente cuando están estructurados para desempeñar funciones bancarias [...] y la interconexión con el sistema bancario tradicional es muy fuerte<sup>189</sup>. Por esta razón, si el crowdfunding adquiriese un gran peso en el futuro, y dada su interconexión no solo con el sector bancario sino también con el mercado de capitales, podría llegar a suponer un riesgo potencial para la estabilidad financiera a largo plazo<sup>190</sup>.

A continuación, por su rápido crecimiento en Iberoamérica, pasemos a analizar dentro de las actividades de crowdfunding, los préstamos Peer-to-Peer (P2P), donde la plataforma sirve como punto de encuentro y originador entre los prestatarios y sus proyectos, y los prestamistas.

## 2.4. Préstamos P2P

---

Las plataformas P2P utilizan la tecnología para “conectar” directamente a los prestatarios o emprendedores que necesitan fondos para un determinado proyecto y, por otro lado, los prestamistas o inversores, que son personas que disponen de los recursos

---

188. El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) es un organismo internacional que supervisa y hace recomendaciones sobre el sistema financiero mundial. <http://www.fsb.org/>

189. *Global Shadow Banking Monitoring Report 2014*, oct. 2014. Financial Stability Board (FSB).

190. Si bien es cierto que en la actualidad el tamaño del crowdfunding no es tan elevado como para generar riesgo sistémico.

y que pretenden obtener un rendimiento, asumiendo un riesgo mayor al que pudiesen asumir al recurrir a un mercado de valores organizado con instrumentos bursátiles estandarizados, e informes de clasificación de riesgos proveídos por entidades especialistas en su medición. El aceptar un mayor riesgo por parte de los inversores implica el aumento en la expectativa de obtener mayores rendimientos de estas inversiones y, por ende, requerirán seleccionar de mejor forma a quienes les brindarán sus recursos.

Como se ha señalado en el apartado anterior, se trata de un modelo de economía colaborativa que permite financiarse sin acudir a los servicios de un banco u otra entidad financiera tradicional. Los préstamos se gestionan a través de plataformas virtuales, que actúan como “escaparates”, es decir, que los usuarios que necesitan dinero explican su proyecto en la web de tal forma que los inversores pueden elegir entre un conjunto de iniciativas. Los 4 elementos básicos son:

- 1. Los prestatarios:** personas naturales o micro y pequeñas empresas que necesitan financiación para sus proyectos, ya sean nuevos emprendimientos o negocios en marcha, pero que ante la falta de crédito en el mercado formal o tradicional, es decir, del sistema bancario, acuden a otras fuentes alternativas.
- 2. Los prestamistas o inversores:** pueden ser personas naturales o empresas, quienes brindarán sus recursos a los prestatarios asumiendo los riesgos que esto implica y beneficiándose con elevados rendimientos acordes al riesgo que asumen.
- 3. El capital:** el capital es un elemento esencial en el juego de la oferta y la demanda de financiamiento, ya que los emprendedores o micro y pequeños empresarios lo requieren para el desarrollo de sus proyectos, y los inversores lo ofrecen para obtener un rendimiento; sin embargo, tienen que hacerlo a través del mercado no regulado.
- 4. La plataforma:** la plataforma tecnológica es la que hace que los otros 3 elementos puedan funcionar, ya que a través de ella confluyen los objetivos de los prestamistas y los inversores utilizando las plataformas de los sistemas P2P, los cuales permiten una financiación que sería muy complicada en el mercado tradicional. Sin embargo, el uso de esta plataforma tecnológica también conlleva desventajas por el lado de los emprendedores que colocan sus requerimientos financieros en la plataforma, poniendo a la vista de todos sus proyectos y estrategias, y corriéndose el riesgo de que sus ideas y proyectos sean tomados por otras personas y los hagan propios; asimismo, los inversores, se arriesgan a que el proyecto en el cual invierten sus recursos fracase, lo cual es un riesgo mayor al asumido en otras inversiones donde el trato es directamente gestionado por el inversionista. También es importante en el tema de la plataforma definir los alcances legales que tendrá la empresa prestadora del servicio de dicha plataforma, con respecto a las operaciones que se realicen en ella.

Hay que tener en cuenta que las actividades de estas plataformas enfrentan diversos riesgos:

- **Riesgo de solvencia:** está asociado a la probabilidad de no pago por parte del emprendedor que solicita el financiamiento, lo cual se agrava debido a la asimetría de información entre emprendedores e inversores, ya que en general no existe una regulación que especifique la información que se debe compartir entre ambos, situación que puede generar problemas de verificación de la capacidad crediticia del prestatario y que el inversor asuma riesgos no contemplados inicialmente.
- **Riesgo de liquidez:** en este tipo de financiamiento, el riesgo de liquidez se genera cuando en la operación financiera no se puede obtener la disponibilidad inmediata de los recursos que necesita una de las partes de la operación.
- **Riesgo de crédito:** este tipo de riesgo se basa en la posibilidad de que no se asuman todas las obligaciones acordadas entre el emprendedor y el inversor, y, por tanto, puede producirse una pérdida financiera.
- **Riesgo operativo:** está asociado a la posibilidad de sufrir pérdidas por fallos en los procesos, en los sistemas internos de la plataforma, así como pérdidas ocasionadas por errores en procedimientos del modelo de negocio o por las consecuencias de acontecimientos externos.
- **Falta de regulación y transparencia:** como veremos en el siguiente capítulo de este Estudio, en la mayoría de países de Iberoamérica este tipo de operaciones financieras no dispone de un marco regulatorio específico mediante el que se establezca disposiciones mínimas para su desarrollo. Asimismo, los niveles de transparencia y revelación de las operaciones suelen ser mínimos en este tipo de financiamientos.

La primera empresa de préstamos P2P (*lending crowdfunding*) fue Zopa en Reino Unido, que comenzó con este modelo en el 2005, y en América Latina, la pionera fue la plataforma chilena Cumplo en 2012<sup>191</sup>. En la actualidad hay plataformas que compran préstamos de los originadores para venderlos en paquetes de notas, usualmente con un rating crediticio, este es el caso de la Plataforma Orchard. Este rating o scoring de crédito es un elemento importante que está creando una enorme diferencia entre estas nuevas empresas y la banca tradicional. Las Fintech están aprovechando la tecnología para utilizar todos los datos electrónicamente disponibles con el fin de crear baremos, puntuaciones o calificación de crédito para las personas o empresas que, o bien carecen de una calificación de crédito tradicional o pueden utilizarse como complemento a las tradicionales calificaciones<sup>192</sup>.

---

191. Otras plataformas de préstamos P2P son: OnDeck, Afluenta, Arboribus, Lendico, Kabbage.

192. Diego Herrera, "Financiamiento alternativo: cambio y regulación". *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, n° 45, julio 2015.

Según la OCDE<sup>193</sup>, el mayor mercado de préstamos P2P está en Estados Unidos y, actualmente, está dominado por dos plataformas, Prosper Marketplace y Lending Club, que representan conjuntamente un 98% de los préstamos P2P concedidos hasta ahora.

Los administradores de la plataforma P2P se encargan de evaluar el riesgo de cada solicitud de préstamo y, una vez comprobado, publicaran cada proyecto en la página web y si este es viable, se subirá a la web junto con las demás solicitudes evaluadas, y una vez allí el solicitante tardará unos días, a lo sumo, dos semanas, en saber si hay inversores interesados en prestarle dinero. Para casos de impago o retraso estos se suelen resolver de forma amistosa y a veces es posible gestionar un calendario de pago flexible antes de entrar en un proceso judicial.

Destacar que en este tipo de operaciones no es posible que un solo inversor financie por entero el crédito del solicitante, sino que la idea que subyace en esta forma de financiación es la diversificación, con lo cual se logra disminuir el riesgo del inversor. Tal y como se ha mencionado anteriormente, los administradores de la plataforma P2P son los encargados de la evaluación de la solicitud de financiamiento para, posteriormente, publicar cada proyecto en la plataforma. En este sentido, es responsabilidad de las personas que deseen invertir consultar todos los préstamos disponibles, sus características y la rentabilidad que pueden conseguir. Dentro de los préstamos P2P, también existe la modalidad de que los préstamos se realicen directamente de persona a persona, sin pasar por plataformas P2P. En estos casos, son los propios prestamistas los que tendrán que solicitar toda la información y evaluar el riesgo.

Como veremos en el próximo capítulo, Reino Unido es uno de los países que ha tomado una posición proactiva en cuanto a la regulación de las plataformas de préstamos P2P. Entre las cuestiones importantes reguladas, cabe citar los requisitos de capital mínimo, las normas de resolución de controversias, las normas de protección de los recursos de clientes, las normas de presentación y comunicación de información, así como los mecanismos sustitutorios para la gestión de los préstamos.

---

193. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), *Perspectivas de la OCDE sobre la economía digital 2015*. París, 2015. De acuerdo con la OCDE, las plataformas P2P son todavía demasiado pequeñas como para afectar significativamente a los bancos minoristas, pero la tendencia actual apunta a que podrán llegar a ocasionar disrupciones al sector bancario. Los bancos minoristas se enfrentan también a la competencia de los préstamos P2P. Ante un entorno de bajos tipos de interés y condiciones crediticias más restrictivas, los préstamos P2P han proliferado con celeridad llegando a conformar un mercado de cierta importancia.

## 2.5. Criptomonedas y monedas alternativas

De acuerdo con el Banco Central Europeo (BCE) la moneda virtual, desde una perspectiva legal, no es dinero ni moneda, sino que es una representación digital de valor no emitida por un Banco central, institución de crédito o institución de dinero electrónico, que en algunas circunstancias pueden utilizarse como alternativa al dinero<sup>194</sup>.

La tecnología y las innovaciones criptográficas de los últimos años han permitido desarrollar sistemas de pago adecuados a las nuevas tecnologías, creando para ello las criptomonedas. Su origen proviene del movimiento Cypherpunk, iniciado en la década de los 80, que aboga por el uso extendido de la criptografía como herramienta de cambio social y político. En 2009, una persona o grupo de personas, bajo el seudónimo Satoshi Nakamoto, hizo pública la primera criptomoneda llamada "Bitcoin". Antes de la creación del Bitcoin, todos los sistemas de pago estaban basados en la confianza de una autoridad central.

En el sistema bancario tradicional, las transacciones se realizan cuando son confirmadas, aseguradas y ejecutadas por los bancos, por lo que los usuarios dependen de los sistemas y controles de la autoridad central, y de los sistemas y controles del banco utilizado por el cliente. Sin embargo, con las criptomonedas no es necesaria una certificación de las transacciones por parte de los intermediarios. Todas las transacciones son revisadas y certificadas por redes Bitcoin. El sistema Bitcoin no pertenece a nadie, sus usuarios son iguales, su código es abierto y está disponible para el público, lo que garantiza la independencia y seguridad. Para abrir una cuenta y comenzar a usar Bitcoin, los usuarios no tienen que revelar su identidad ni obtener algún permiso, solo se conectan a Internet e instalan el programa-cartera.

Entre las principales características de las criptomonedas, se encuentran las siguientes:

- Cualquier persona puede hacer su propia criptomoneda, dado que la licencia es libre.
- No existe un emisor central, se pagan comisiones a los nodos de las redes P2P.
- Las transacciones son instantáneas.
- Las transacciones guardan anonimato al utilizar direcciones en un lenguaje cifrado creado de forma aleatoria.

---

194. Aunque el término "moneda virtual" se utiliza comúnmente, el BCE no las considera como formas completas de dinero, tal y como se define en la literatura económica. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemesen.pdf>

Como se ha mencionado, Bitcoin es el referente en el tema de las criptomonedas, sin embargo, su código y estructura de funcionamiento han sido utilizados como base para muchos otros proyectos de software. La forma más común de software generado a partir del código fuente de Bitcoin son las llamadas “monedas alternativas”, que son también descentralizadas y utilizan los mismos bloques de construcción básicos para implementar las monedas digitales<sup>195</sup>. A estas monedas alternativas se las conoce como “altcoins”. Existen una gran variedad pero todas tienen en común que utilizan su propia cadena de bloques (blockchain), su propia red P2P (Peer-to-Peer, red entre pares, en español). Es decir, son monedas generadas en base a cálculos matemáticos, concebidas para realizar transacciones P2P entre sus usuarios.

Las altcoins que se han ido creando a nivel local, pueden ser una opción efectiva para impulsar el comercio de una región o localidad, fomentar la creación de empresas pequeñas y medianas, y fortalecer los lazos de apoyo entre sus habitantes. Sin embargo, algunas monedas alternativas han dado una mala reputación a la comunidad de las criptomonedas porque han sido esquemas que se han desarrollado para atraer inversores a la nueva moneda, organizados con una potente campaña de *marketing* para inflar el precio, y una vez que se han colocado suficientes se abandona el proyecto<sup>196</sup>.

De acuerdo con la Resolución del Parlamento Europeo de mayo de 2016<sup>197</sup>, las monedas virtuales, basadas fundamentalmente en la tecnología de registros distribuidos<sup>198</sup>, pueden contribuir positivamente al bienestar de los ciudadanos y al desarrollo económico, también en el sector financiero:

- a) reduciendo los costes de las operaciones y los costes de funcionamiento de los pagos y, en particular, de las transferencias transfronterizas de fondos;
- b) en general, reduciendo el coste de acceso a la financiación incluso sin una cuenta bancaria tradicional, contribuyendo así potencialmente a la inclusión financiera;

195. La tecnología blockchain es el sistema o base de datos donde se registran todas las transacciones de Bitcoin, que hacen posible los pagos anónimos.

196. MyCoin, con sede en Hong Kong, es un caso de fraude piramidal que afectó a 3.000 inversores, con pérdidas estimadas en 387 millones de dólares. Otro caso problemático fue el cierre de la plataforma japonesa MTGox. En septiembre de 2016, la Autoridad en Conducta Financiera del Reino Unido publicó en su página web, una advertencia sobre la criptomoneda OneCoin

<https://www.fca.org.uk/news/news-stories/beware-trading-virtual-currencies-onecoin>

197. <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P8-TA-2016-0228+0+DOC+XML+V0//ES>

198. Tecnología de registros distribuidos o (DLT, por Distributed Ledger Technology) es la base tecnológica, para más de 600 sistemas de moneda virtual, que comprende bases de datos con capacidad para procesar rápidamente grandes cantidades de operaciones y con capacidad de transformación en el ámbito de las monedas virtuales y de la tecnología financiera (Fintech).

- c)** aumentando la resiliencia y, en función de la estructura del sistema, la velocidad de los sistemas de pago y el comercio de bienes y servicios merced a la arquitectura intrínsecamente descentralizada, que podría continuar operando de manera fiable aun en el caso de que partes de su red funcionen mal o sufran intrusión informática;
- d)** haciendo posibles sistemas que aúnen facilidad de uso, bajos costes de funcionamiento y de las operaciones y un grado elevado de privacidad, pero sin una anonimidad total, de manera que, hasta cierto punto, en caso de infracción, sea posible rastrear las operaciones y se pueda aumentar en general la transparencia para los participantes en el mercado;
- e)** utilizando dichos sistemas para desarrollar sistemas seguros de micropagos en línea que respeten la privacidad individual y que podrían sustituir a algunos de los modelos de negocios en línea existentes que merman significativamente la privacidad;
- f)** permitiendo la posibilidad de fusión de diferentes tipos de mecanismos de pago tradicionales e innovadores, desde tarjetas de crédito a soluciones móviles, en una aplicación segura y fácil de usar, lo que a su vez podría hacer avanzar determinados aspectos del comercio electrónico.

Pero también los sistemas de monedas virtuales entrañan riesgos que deben abordarse adecuadamente:

- a)** la ausencia de estructuras de gobernanza flexibles, pero resilientes y fiables, o la definición de estas estructuras, produce incertidumbre y plantea problemas de protección de los consumidores o, más en general, de los usuarios, sobre todo en caso de desafíos no previstos por los diseñadores del software original;
- b)** la elevada volatilidad de las monedas virtuales y la posibilidad de que se produzcan burbujas especulativas, así como la falta de formas tradicionales de supervisión reguladora, salvaguardas y protección, cuestiones particularmente problemáticas para los consumidores;
- c)** la garantía del funcionamiento correcto y fiable de las aplicaciones cuando aumenten tanto como para adquirir relevancia sistémica, o incluso antes;
- d)** la inseguridad jurídica que rodea a las nuevas aplicaciones;
- e)** la falta de documentación técnica transparente y de fácil acceso sobre el funcionamiento de monedas virtuales específicas y otros sistemas;
- f)** las fuentes potenciales de inestabilidad financiera que podrían estar asociadas a productos derivados basados en una deficiente comprensión de las características de las monedas virtuales;
- g)** las posibles limitaciones futuras a largo plazo de la efectividad de la política monetaria si los sistemas de monedas virtuales privados se utilizaran ampliamente como sustitutos de las monedas fiduciarias oficiales;

- h) las posibilidades de realizar operaciones en el mercado negro, blanqueo de dinero, financiación del terrorismo, fraude y evasión fiscal y otras actividades delictivas basadas en la “pseudonimia” y la “combinación de servicios” que ofrecen algunos de estos servicios y la naturaleza descentralizada de algunas monedas virtuales, habida cuenta de que la trazabilidad de las operaciones en efectivo tiende a ser muy inferior.

## 2.6. Blockchain o DTL<sup>199</sup>

Como se ha indicado en el apartado anterior, Blockchain es la tecnología subyacente a las bitcoin y otras criptomonedas. Es una base de datos pública y distribuida en la que se registran de forma segura las transacciones que se realizan en la red. Permite la gestión segura e inviolable de transacciones financieras sin que sea necesaria la presencia de una entidad “intermediaria”. Esto supone un reto para la banca tradicional, ya que su papel como intermediaria en determinadas operaciones (como transferencias financieras entre particulares, compraventa de activos financieros, financiación o préstamos personales) puede verse afectado por la implantación de blockchain<sup>200</sup>.

En primer lugar, definamos en qué consiste. PriceWaterhouseCoopers en el artículo “*Blockchain and smart contract automation: Blockchains defined*”<sup>201</sup> lo define como “un Libro Mayor digital compartido, o una lista continuamente actualizada de todas las transacciones. Este libro mayor descentralizado mantiene un registro de cada transacción que ocurre a través de una red totalmente distribuida o ‘peer-to-peer’, ya sea pública o privada. La integridad de un bloque de bloques depende de una fuerte criptografía que valida y encadena bloques de transacciones, haciendo casi imposible manipular cualquier registro de transacción individual sin ser detectado”.

Una de las funciones del blockchain es la prueba de existencia<sup>202</sup>. Haciendo uso de las marcas de tiempo que cada transacción lleva asociada y las funciones criptográficas para crear firmas digitales, se puede ser capaz de certificar y atestiguar el contenido de documentos, e-mails y otro tipo de ficheros, incluyendo la firma del documento

199. También denominado Tecnologías de libro mayor distribuido o DLT (Distributed Ledger Technologies)

200. SWIFT ha publicado un estudio, en colaboración con Accenture, sobre la aplicación de esta tecnología en el sector de los servicios financieros. En el estudio, se analiza en profundidad el uso de DLT por parte de las entidades financieras, y destaca las oportunidades y los retos que supondría su adopción generalizada para el sector.

<https://www.swift.com/insights/press-releases/swift-and-accenture-outline-path-to-distributed-ledger-technology-adoption-within-financial-services>

201. <http://www.pwc.com/us/en/technology-forecast/blockchain/definition.html>

202. [http://tecnologia.elpais.com/tecnologia/2016/05/02/actualidad/1462174998\\_210251.html](http://tecnologia.elpais.com/tecnologia/2016/05/02/actualidad/1462174998_210251.html)

correspondiente dentro del blockchain<sup>203</sup>. Otro aspecto relevante de esta tecnología es la posibilidad de usarla para crear contratos inteligentes entre personas y entidades.

Las aplicaciones del blockchain no solo se restringen al sector bancario, sino que las mismas presentan una amplia gama de aplicaciones para el sector empresarial. Pueden utilizarse para ayudar a las empresas a gestionar el flujo de mercancías y los pagos relacionados, o permitir a los fabricantes compartir los registros de producción con los fabricantes de equipamiento original.

Entre los elementos más útiles de una cadena de bloque, se encuentran los siguientes:

- 1. Firmas digitales:**
  - a) Verificar la posesión de una clave privada.
  - b) Verificar que los mensajes provienen de la persona indicada.
  - c) Comprobar que los mensajes no han sido cambiados o manipulados.
  - d) Permitir el control de versiones de documentos y contratos.
- 2. Bloques firmados de transacciones:**
  - a) Preservar las secuencias de transacciones.
  - b) Permitir control de acceso de gran precisión al nivel de una transacción.
  - c) Crear pistas de auditoría continuamente actualizadas.
- 3. Cuadernos distribuidos y compartidos:**
  - a) Establecer una versión única de la transacción.
  - b) Reducir o eliminar la necesidad de terceros centralizados.
  - c) Abrir la puerta a los agentes, procesos y organizaciones autónomos implícitas en la tecnología de contrato inteligente.

El Banco de Pagos Internacionales considera<sup>204</sup> que el uso de estas tecnologías podría tener implicaciones que se extiendan más allá de los pagos, incluyendo su posible adopción por parte de algunas infraestructuras del mercado financiero (FMI) y por otros agentes del sistema financiero, y de la economía en su conjunto. Los efectos que pueden tener siguen siendo poco claros, por lo que sugieren hacer un seguimiento con miras a ampliar el ámbito de la reglamentación en el caso de que los proveedores de servicios menos regulados obtengan una participación significativa en la prestación de servicios financieros basados en datos digitales.

---

203. A esto se dedica Stampery, una startup española. <https://stampery.com/>

204. <http://www.bis.org/cpmi/publ/d137.pdf>

En este sentido, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) elaboró una Propuesta de Debate<sup>205</sup> en junio de 2016 titulada “*The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*”, con el objetivo de recibir las opiniones del mercado sobre diferentes aspectos relacionados con esta tecnología, como el posible ámbito de aplicación, sus beneficios, riesgos y desafíos, y su encaje en la regulación vigente en la UE.

## 2.7. Sistemas de pagos y transferencias

El comercio electrónico por Internet se ofrece como un nuevo canal de distribución sencillo, económico y con alcance mundial las 24 horas del día, todos los días del año. Lo que ha dado como resultado la constitución de sistemas de pagos y transferencias diseñados por compañías especializadas en pagos móviles, ofreciendo un servicio que permite al usuario acceder de forma segura, administrar y utilizar instrumentos de identificación y de pago para realizar transacciones desde un teléfono móvil, un PC o una tablet.

Los sistemas de pago electrónico, también conocidos como EPS, por sus siglas en inglés, realizan la transferencia del dinero entre compradores y vendedores a través de una entidad financiera autorizada para ambos que facilita la aceptación de pagos para las transacciones en línea a través de Internet. Existen diferentes sistemas de pago empleados en Internet, que pueden englobarse en varias categorías:

- **Cajeros electrónicos:** los clientes abren cuentas con todos sus datos en una entidad de Internet, y estas proporcionan algún código alfanumérico asociado a su identidad que les permita comprar a los vendedores asociados a la entidad. Se utilizan cada vez más para depositar y retirar fondos.
- **Dinero electrónico:** es aquel dinero creado, cambiado y gastado de forma electrónica. Se clasifica en *dinero online* que exige interactuar con el banco para llevar a cabo el pago de una transacción con una tercera parte, y *dinero offline*, en el que se dispone del dinero a través de Internet y puede gastarse sin necesidad de contactar para ello un banco.
- **Transferencias bancarias:** es un método de transferencia electrónica de fondos de una persona o entidad a otra. Puede hacerse a partir de una cuenta bancaria a otra cuenta bancaria o a través de una transferencia de dinero en efectivo en una oficina de caja.
- **Tarjetas de crédito y débito:** el cliente utiliza su tarjeta de crédito para comprar en una tienda virtual. Las versiones más recientes resuelven los problemas de seguridad con números de identificación o números de tarjeta codificada.

205. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-773\\_dp\\_dlt\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-773_dp_dlt_0.pdf)

Vale decir que algunos bancos, pese a que consideran que su función original es la de ser simples intermediarios (puesto que las transacciones se concluyen directamente entre las partes), han visto que los contactos personales entre ellos y sus clientes han descendido. Sin embargo, ven compensada esta desventaja por las posibilidades de aumentar su eficacia cuando el cliente emplea sus servicios electrónicos.

## 2.8. Servicios de asesoramiento financiero

Estas Fintech, competidores de la banca personal y privada, son plataformas que prestan servicios de asesoramiento en gestión de patrimonios, gestionando las finanzas de sus usuarios, organizando sus cuentas, ofreciendo sus consejos para ahorrar dinero y ahorrar gastos, entre otros. Es decir, asesoran a inversores sobre dónde invertir su dinero, qué estrategias utilizar, el importe, las condiciones, entre otros.

Los productos de gestión de activos, que hasta hace poco se limitaban a los clientes con grandes patrimonios, se están dirigiendo a nuevos segmentos de clientes debido a los menores costes inherentes a los sistemas de asesoramiento automatizados<sup>206</sup>.

En el ámbito del asesoramiento y gestión patrimonial podemos citar las siguientes:

- **Robo-advisor.** Son servicios *online* de gestión financiera, en los que la elaboración y/o manejo de la cartera de inversión del cliente se hace de forma totalmente automatizada. A través de algoritmos, construyen un portafolio específico para cada cliente, según el contexto del mercado, los límites de riesgo previstos por el inversor, etc. La interacción humana es mínima o inexistente. Sustituyen, en gran medida, la figura del asesor financiero tradicional, ya que ofrecen sus servicios a costes mucho más bajos y, además, rebaja o elimina el límite inferior de patrimonio a partir del cual se puede acceder al servicio. Este tipo de servicios son más comunes en Estados Unidos, aunque también tienen presencia en Europa, Australia, Canadá y Asia. Actualmente, los robo-advisors gestionan activos por valor de 50.000 millones de dólares según un estudio de la compañía Aite Group con un crecimiento por encima del 200% registrado en 2015. Las previsiones apuntan a que en 2020 el volumen superará los 450.000 millones según otro estudio de la empresa de investigación MyPrivateBanking.
- **Asesoramiento financiero *online*.** Incluye servicios de gestión de la información, contabilidad avanzada, gestión de gastos, *compliance*, gestión de la adquisición de un producto hipotecario, entre otros.

---

206. *Robo-advisors: la automatización del asesoramiento financiero.* BBVA-Research, Situación Economía Digital, marzo 2016 [https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2016/03/Situacion\\_ED\\_Mar16\\_Cap5.pdf](https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2016/03/Situacion_ED_Mar16_Cap5.pdf)

Las empresas Fintech de servicios de asesoramiento financiero han establecido nuevos esquemas de comisiones más asequibles para los inversores, ofreciendo una atención en línea desde la plataforma electrónica a través de la cual presta su servicio, permitiéndoles llegar a un mayor público. Han modificado mucho los hábitos en el sector del asesoramiento financiero<sup>207</sup>:

- Al reducir los costes, ha permitido que el asesoramiento financiero sea más accesible a más personas.
- La divulgación de la información financiera a través de la tecnología ha permitido que muchas personas comprendan diversos conceptos que eran complejos hasta el momento.
- Al existir más información abierta, se encuentran con clientes que participan, replican y discuten las estrategias.

El Comité Mixto de las Autoridades de Supervisión Europeas, en su labor de seguimiento del mercado, ha mostrado especial interés en la automatización del asesoramiento financiero. En particular, están valorando las diversas formas en que los consumidores pueden utilizar herramientas automatizadas para recibir asesoramiento financiero sin intervención humana o con una intervención humana muy limitada, a fin de determinar qué acciones regulatorias o de supervisión son necesarias. La EBA (Autoridad Bancaria Europea), ESMA (Autoridad Europea de Valores y Mercados) y EIOPA (Autoridad Europea de Seguros y Planes de Pensiones) publicaron conjuntamente, en diciembre de 2015, una consulta pública sobre la automatización en el asesoramiento financiero<sup>208</sup>. En el documento a debate se describen las características principales de las herramientas de asesoramiento financiero automatizado observadas, se muestra una valoración preliminar sobre los beneficios y riesgos potenciales, tanto para los consumidores como para las entidades financieras, y se presenta una visión general de la posible evolución del mercado. Entre los posibles riesgos de las nuevas formas de asesorar vía digital, se menciona la posible desinformación del inversor, al no contar con toda la información necesaria o no entender la que se le facilita. Además, se considera que las herramientas podrían incluir sesgos en su programación que podrían “guiar” la recomendación de inversión hacia unos determinados productos. También se cita la posibilidad de que la programación del asesoramiento pueda llegar a ser pirateada y manipulada.

---

207. Jaime Bolívar, *La transformación digital en el asesoramiento financiero y patrimonial*. Estudio Banca Digital España 2015, Departamento de Investigación del Instituto de Estudios Bursátiles.

208. Joint Commite *Discussion Paper on automation in financial advice*. EBA, 2015 <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1299866/JC+2015+080+Discussion+Paper+on+automation+in+financial+advice.pdf>

### 3. Los organismos internacionales y las actividades Fintech

El **Consejo de Estabilidad Financiera (FSB)**<sup>209</sup> ha incluido el tema Fintech como una de sus prioridades de trabajo, a fin de valorar las implicaciones de las innovaciones tecnológicas desarrolladas por estas nuevas empresas y los riesgos sistémicos que pueden provocar en la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. El presidente del FSB, en su carta de fecha 19 de julio de 2016 dirigida a los ministros de Finanzas y gobernadores de los Bancos Centrales del Grupo de los 20 (G-20), indica que, en relación a las innovaciones tecnológicas en el ámbito financiero, el marco regulatorio debe ser tal que asegure su capacidad para gestionar cualquier riesgo sistémico que pueda derivarse de un cambio tecnológico, si bien pone de manifiesto que la regulación no debe suponer un obstáculo para el desarrollo de la innovación. El FSB estudia de forma conjunta con otros organismos internacionales, los modelos de negocio de las Fintech<sup>210</sup>, en concreto, el DLT o Blockchain, P2P lending, equity crowdfunding, el asesoramiento financiero automatizado y el Big Data. Durante la reunión celebrada en noviembre de 2016, en Londres, el FSB ha mostrado su compromiso de trabajar con el objetivo de identificar las áreas que afecten a su regulación y supervisión, con el fin de poder mantener la estabilidad financiera<sup>211</sup>.

En el ámbito de los supervisores y reguladores de valores, la **Organización Internacional de Supervisores del Mercado de los Mercados de Valores (IOSCO)** publicó en el año 2014 un informe sobre redes sociales y asesoramiento automatizado<sup>212</sup>. El informe presenta los resultados de varias encuestas sobre el uso de las redes sociales y de herramientas de asesoramiento automatizados en los mercados de valores y cómo los reguladores supervisan el uso de estas herramientas. IOSCO menciona en su informe que emprendió este proyecto porque la tecnología automatizada, en particular, el uso de Internet está cambiando la forma en que interactúan los intermediarios del mercado con los clientes potenciales y existentes. Este informe representa una importante iniciativa internacional para obtener datos sobre cuestiones

---

209. El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), fundado en abril de 2009 como continuación del Foro de Estabilidad Financiera, reúne autoridades nacionales responsables de la estabilidad financiera (bancos centrales, autoridades supervisoras y departamentos del tesoro), instituciones financieras internacionales, agrupaciones internacionales de reguladores y supervisores, comités de expertos de los bancos centrales y el Banco Central Europeo.

210. [http://www.boletininternacionalcnmv.es/ficha.php?menu\\_id=1&jera\\_id=371&cont\\_id=727#](http://www.boletininternacionalcnmv.es/ficha.php?menu_id=1&jera_id=371&cont_id=727#)

211. El mandato del FSB es evaluar las vulnerabilidades que afectan al sistema financiero, identificar e inspeccionar las actuaciones necesarias para determinarlas, promover la coordinación y el intercambio de información entre autoridades responsables de la estabilidad financiera, supervisar y asesorar los desarrollos de los mercados y sus implicaciones en cuestiones regulatorias, vigilar las buenas prácticas en el cumplimiento de los estándares regulatorios, llevar a cabo revisiones estratégicas del trabajo de desarrollo de las políticas de las instituciones financieras internacionales, redactar guías para el establecimiento de colegios de supervisores, gestionar planes de contingencia para situaciones de crisis internacionales y colaborar con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en los ejercicios de evaluación.

212. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD445.pdf>

hasta ahora desconocidas, ya que el uso y la supervisión de estos medios sigue evolucionando. Además, establece que, desde la perspectiva de un intermediario, una herramienta automatizada presenta una oportunidad para formular y prestar asesoramiento a los clientes de una manera más eficiente y rentable. Pero el creciente uso de las redes sociales y las herramientas automatizadas de los intermediarios también presenta numerosos retos para reguladores. Por otro lado, los reguladores están utilizando las redes sociales en la supervisión de las empresas, para identificar las relaciones personales entre las partes y como una fuente de información general. Con respecto a las herramientas de asesoramiento automatizadas, los resultados de las encuestas fueron los siguientes:

- El uso de herramientas automatizadas de asesoramiento está creciendo en todo el mundo. Los intermediarios están utilizando estas herramientas como ayuda para valorar la idoneidad y dar a conocer sus obligaciones al cliente (KYC, siglas *Know Your Customer*, "Conoce a tu cliente").
- Al hacer recomendaciones, la gran mayoría de las empresas lo hacen con respecto a la clase de activos. En concreto, instituciones de inversión colectiva, fondos de inversión, fondos cotizados y acciones son los productos más comunes recomendados.
- Ninguno de los reguladores que respondieron a la encuesta prohíbe el uso de herramientas de asesoramiento automatizado, pero muy pocos tienen reglas o directrices específicas relacionadas con su uso. Más bien, la mayoría los reguladores se basan en normas generales sobre idoneidad, divulgación, supervisión y mantenimiento de registros interrelacionados.

Finalmente, el informe señala que es demasiado pronto para identificar los desafíos que plantean los medios de comunicación social y el asesoramiento automatizado. Tampoco se pueden extraer conclusiones definitivas sobre las mejores prácticas en el uso y la supervisión de estos medios. Sin embargo, el ejercicio ha ayudado a entender cómo los intermediarios utilizan estas herramientas y los desafíos que implica en la supervisión de ellos.

Desde la publicación del documento en 2014, el mercado de asesoramiento automatizado de inversión se ha desarrollado muy rápidamente, por lo que IOSCO ha visto necesario actualizarlo, dado que este tipo de actividades requiere una revisión continua a fin de evaluar su impacto en protección a clientes minoristas. En diciembre de 2016, hizo pública la actualización del informe sobre el uso de estas herramientas por intermediarios e inversores minoristas (*Update to the Report on the IOSCO Automated Advice Tools Survey*)<sup>213</sup>. De acuerdo con el documento, los ETF y los fondos de

---

213. Update to the Report on the IOSCO Automated Advice Tools Survey  
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD552.pdf>

inversión siguen siendo los productos de inversión más comunes ofrecidos por los proveedores de asesoramiento automatizado, aunque se ha evidenciado la aparición de nuevos productos y estrategias de inversión potencialmente de mayor riesgo. Si las herramientas de asesoramiento automatizadas comienzan a ofrecer productos más complejos o especulativos, es posible que los reguladores necesiten adoptar medidas regulatorias adicionales para proteger a los inversores. En este sentido, los reguladores están adaptando sus técnicas de supervisión a medida que la nueva tecnología cambia y se expanden las posibilidades de asesoramiento (en algunos países, los reguladores están evaluando, por ejemplo, el grado de revisión que deben aplicar a los algoritmos de herramientas de asesoramiento de inversión automatizadas).

Con respecto al crowdfunding, a finales de 2015, IOSCO publicó un informe<sup>214</sup> en el que se recogen las distintas normativas existentes a nivel internacional sobre la materia. Entre los objetivos del trabajo está el de crear conciencia sobre algunos de los principales riesgos que enfrentan los inversores al invertir en el crowdfunding. También el de animar a los reguladores y los responsables políticos a tomar nota de las medidas actualmente adoptadas por los reguladores para hacer frente a los riesgos inherentes a la financiación colectiva. Es preciso mencionar que IOSCO no ha propuesto un enfoque internacional común para la supervisión o vigilancia del crowdfunding, sin embargo, alienta a los reguladores a tener en cuenta las posibles implicaciones transfronterizas.

En este sentido, el **Banco Interamericano de Desarrollo** (BID) publicó en septiembre de 2016 un estudio sobre "*Alternative Finance (Crowdfunding) Regulation in Latin America and the Caribbean: A Balancing Act*"<sup>215</sup>, que ofrece un marco conceptual de comprensión sobre el modelo de empresa típica de financiación alternativa, describiendo los principales retos que implican para los reguladores. Además, el documento propone recomendaciones para los legisladores y los reguladores, teniendo en cuenta la necesidad de equilibrio y la proporción en términos de la naturaleza, el tamaño y el carácter de la plataforma.

A nivel europeo, la **Comisión Europea**, órgano ejecutivo y legislativo de la Unión Europea, está realizando un seguimiento del fenómeno Fintech, y se espera que publique un informe en el que, entre otros temas, prestará su apoyo a los proyectos sobre centros de innovación y bancos de pruebas con el objetivo de promover el fenómeno Fintech de manera similar a como lo están ya haciendo diversas autoridades supervisoras europeas, entre las que destaca la Autoridad de Conducta Financiera (FCA) del Reino Unido. Por su parte, la Autoridad Europea de Valores y

---

214. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD520.pdf>

215. <https://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/7837/Alternative-Finance-%28Crowdfunding%29-Regulation-in-Latin-America-and-the-Caribbean-A-Balancing-Act.pdf?sequence=1>

Mercados (ESMA), tal y como se indicaba en el epígrafe anterior, a través de su Comité Permanente de Innovación Financiera (*Financial Innovation Standing Committee* —FISC—) está realizando un seguimiento de las distintas innovaciones Fintech. Hasta la fecha, el trabajo se ha centrado en el crowdfunding; blockchain o DLT; Big Data; y asesoramiento financiero automatizado<sup>216</sup>.

El pasado mes de diciembre, el Comité Mixto de Autoridades Europeas de Supervisión, que agrupa a EBA, EIOPA, y ESMA, realizó una consulta pública sobre los beneficios y riesgos potenciales del Big Data para consumidores y empresas financieras, con el objetivo de determinar si es necesario adoptar nuevas medidas reguladoras o de supervisión<sup>217</sup>. Big Data es un fenómeno vinculado a la creciente disponibilidad de datos y avances en herramientas, aplicaciones, plataformas y sistemas de información para recopilarlos, procesarlos y analizarlos. Puede generar ideas, soluciones o predecir ciertos eventos o comportamientos y, como se ha mencionado en este capítulo, ya se está utilizando en la industria financiera. La legislación vigente de la Unión Europea sobre protección de datos, competencia y protección de los consumidores, que comparte los objetivos comunes de fomentar el crecimiento económico, la innovación y el bienestar de los consumidores individuales, es relevante para las empresas financieras. En el documento del Comité Mixto de Autoridades Europeas de Supervisión se pregunta si el marco reglamentario existente es lo suficientemente flexible o tiene vacíos que deben cubrirse.

#### 4. Iniciativas en Iberoamérica sobre Fintech

En **Brasil**, la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) ha creado un grupo de trabajo denominado “Núcleo Fintech”<sup>218</sup> para tratar las Fintech e igualmente participar en los foros de discusión sobre el tema ante la IOSCO. El trabajo del Núcleo tiene como objetivo comprender la adopción de la nueva tecnología financiera en el mercado de valores. Además, la iniciativa también se centra en la educación y orientación para esclarecer dudas de los inversores, y orientar a los desarrolladores sobre las características y reglas del mercado de valores brasileño. En agosto de 2016 inició una investigación sobre el desarrollo y aplicación de las nuevas tecnologías financiera (Fintech) con un impacto potencial en el mercado de valores brasileño<sup>219</sup>.

Por su parte en **México**, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) está trabajando en un proyecto de regulación para las financieras tecnológicas, Fintech.

216. <https://www.esma.europa.eu/market-analysis/financial-innovation>

217. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc-2016-86\\_discussion\\_paper\\_big\\_data.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc-2016-86_discussion_paper_big_data.pdf)

218. <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2016/20160607/PORTARIA-105.pdf>

219. <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2016/20160831-1.html>

En la elaboración de dicho proyecto de Ley se está tratando de equilibrar la protección de los usuarios, la preservación del sistema financiero y el desarrollo del sector. No hay que olvidar que el Gobierno mexicano colocó a las Fintech como uno de los ejes dentro de la Política Nacional de Inclusión Financiera. Entre los temas que abordará la regulación estarían los aspectos relacionados con la banca móvil, las remesas digitales, nuevos modelos en sistemas de pagos como el Blockchain, entre otros. Actualmente, existen en México<sup>220</sup> alrededor de 158 empresas Fintech que abarcan créditos, gestión de activos, financiamientos colectivos, seguros, etc.

En **España**, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha creado un espacio Fintech en su página web<sup>221</sup>, con el objetivo de ayudar a los promotores y entidades financieras sobre los aspectos normativos del mercado de valores que pudieran afectar a sus proyectos. Adicionalmente, pretende ser un espacio informal de comunicación con los promotores y entidades financieras en este ámbito. No olvidemos que ya existe una normativa específica para las plataformas de financiación participativa mediante préstamos y valores. Pero también existen otras actividades relacionados con el mercado de valores que podrían necesitar la autorización de la CNMV.

En relación con regulaciones específicas de actividades Fintech, veremos en el próximo capítulo que hay países que ya cuentan con una regulación específica para el crowdfunding (España y Portugal), mientras que en otros o bien se está evaluando o se encuentran en proceso de diseñar la normativa<sup>222</sup>. En efecto, en **Colombia**, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público<sup>223</sup> presentó en agosto de 2016 un documento en consulta pública, por el cual se busca conocer las características y estándares de funcionamiento del crowdfunding financiero, los diferentes modelos de negocio y los actores involucrados en esta actividad. Adicionalmente, con base en una revisión internacional se plantean algunas reflexiones sobre la actividad de crowdfunding en el marco de la regulación financiera colombiana, y se describe una alternativa de regulación para el desarrollo del crowdfunding en dicho país<sup>224</sup>. En primer lugar, proponen definir el crowdfunding como una actividad que implica canalizar recursos de varios individuos, para financiar proyectos o negocios, con el propósito de obtener una rentabilidad. La adopción de una definición de crowdfunding financiero permitirá el desarrollo ordenado de esta actividad mediante la

---

220. <http://www.finnovista.com/fintech-radar-mexico/>

221. <http://www.cnmv.es/portal/Fintech/Formulario-Informacion.asp>

222. Es el caso de Argentina, Chile, Brasil, México y Colombia

223. [http://www.urf.gov.co/urf/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP\\_MHCP\\_WCC-049581%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased](http://www.urf.gov.co/urf/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP_MHCP_WCC-049581%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased).

El plazo para el documento en consulta pública terminó el 9 de septiembre de 2016.

224. Para más información sobre Fintech en Colombia consultar Fintech Radar Colombia en <http://www.finnovista.com/fintech-radar-colombia/>

enunciación de deberes y prohibiciones específicas para todas las partes, reglamentar las características de operación de la plataforma y definir límites y reglas de inversión y endeudamiento.

Teniendo en cuenta el marco regulatorio local y en línea con la tendencia regulatoria internacional, la licencia para ejercer la actividad de crowdfunding deberá recaer sobre una entidad vigilada por el supervisor financiero. Dicha entidad, debería estar facultada para:

1. analizar y calificar de manera profesional los riesgos de crédito del proyecto a ser financiado;
2. promocionar de forma masiva los proyectos de inversión que sean seleccionados habilitando para el efecto canales y mecanismos de comunicación electrónicos;
- y
3. permitir la formalización de las operaciones de financiación mediante la provisión de infraestructura, servicios y sistemas adecuados para tal fin.

Se propone que los requerimientos de capital y requisitos para la constitución de las entidades que se dediquen de forma exclusiva a la actividad de crowdfunding sean acordes con el tamaño, naturaleza y complejidad de la actividad, así como de los riesgos que administran, de tal forma que se permita la entrada de nuevos actores. Además, se propone que las entidades cumplan con los siguientes deberes, los cuales atienden los estándares internacionales en la materia:

- Deber de información: adoptar políticas y procedimientos adecuados y suficientes para que la información dirigida a los posibles inversores sea objetiva, oportuna, completa, imparcial y clara. La entidad deberá informar al inversor por lo menos de las características generales del esquema de financiación y de los proyectos promovidos, así como de los riesgos inherentes a los mismos.
- Deberes frente a conflictos de interés: adoptar políticas y procedimientos necesarios para prevenir y administrar los conflictos de interés en relación con la actividad de crowdfunding. Dichas políticas y procedimientos deben incluir disposiciones específicas sobre la revelación de inversiones personales en proyectos financiados a través de esquemas de crowdfunding.
- Deber de control al sobreendeudamiento y reporte a centrales de información: adoptar una metodología para controlar el saldo de financiamiento del proyecto al momento del otorgamiento de los recursos, para lo cual se deberá tener en cuenta el monto de las obligaciones vigentes a cargo del proyecto en otras plataformas de crowdfunding. Asimismo, deberá efectuar reportes periódicos y actualizar oportunamente la información en las bases de datos de las centrales de información. Se sugiere además que las entidades que adelanten actividades de

crowdfunding adopten sistemas de administración de riesgo robustos, siguiendo para el efecto los principios, estándares mínimos y disposiciones específicas que determine la Superintendencia Financiera de Colombia. En todo caso, deben adoptar metodologías para la adecuada gestión de liquidez, la evaluación y selección de riesgo de los proyectos, la prevención del riesgo operativo y del lavado de activos y financiación del terrorismo.

Se sugiere que las entidades tengan prohibido administrar recursos de terceros, impartir asesorías o recomendaciones, adelantar actividades de estructuración de emisiones y ofrecer mecanismos de financiación. Por otra parte, se propone que en la actividad de crowdfunding financiera puedan participar tanto inversores profesionales, como clientes inversionistas, siguiendo para el efecto la definición prevista en el Decreto 2555 de 2010. Sin embargo, como un mecanismo de protección, se sugiere fijar límites máximos de exposición individual y global para los clientes inversionistas. Igualmente, se propone adoptar un límite para el monto recaudado por los proyectos de inversión. Las entidades deberán velar por el cumplimiento de estos límites, para lo cual podrán solicitar a los inversores la información que se considere necesaria. Por su parte, los inversores que acuden a estos esquemas deben declarar ante la entidad que conocen el funcionamiento del esquema y los riesgos implícitos de la actividad. Por su parte, los proyectos de inversión deben estar domiciliados en Colombia y deberán aportar los documentos requeridos por la entidad para adelantar la evaluación de riesgo correspondiente.

Por último, queremos mencionar que debido al rápido crecimiento de las Fintech en América Latina, una de las prioridades para el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) es conocer el estado del sector Fintech en América Latina en comparación con otras regiones. El BID y Finnovista<sup>225</sup> han decidido trabajar en conjunto para analizar el estado actual del sector y han lanzado un **Cuestionario BID Startups Fintech LATAM**<sup>226</sup>. Con esta iniciativa se pretende obtener información de la industria que permitirá identificar, segmentar y analizar el emprendimiento Fintech en la región y que, a su vez, permita establecer referencias del estado actual de las Fintech latinoamericanas en relación con otras regiones del mundo. Está previsto publicar el informe final en 2017, que será distribuido de forma gratuita a entidades gubernamentales, hacedores de política, reguladores financieros, instituciones financieras, cámaras de comercio, comunidades de negocio, medios de comunicación, entre otros, además de estar disponible en las páginas web del BID y Finnovista.

---

225. Finnovista es una organización de impacto que empodera a los ecosistemas Fintech en América Latina a través de actividades colaborativas, redes, eventos, talleres, investigaciones de la industria y competiciones de startups. La misión de Finnovista es acelerar el emprendimiento, construyendo puentes entre startups y entidades financieras y facilitando la transformación de los servicios financieros y la erradicación de la exclusión financiera. <http://www.finnovista.com/>

226. <https://docs.google.com/forms/d/e/1FAIpQLSdSMAw60z09yU-KWeFU1GF-5pUk8nX2lcR27bwVo-Q07HCFVhA/viewform>

## Bibliografía

- Alt, Rainer y Puschmann, Thomas. "The rise of customer-oriented banking - electronic markets are paving the way for change in the financial industry". [https://www.researchgate.net/publication/233936387\\_The\\_rise\\_of\\_customer-oriented\\_banking\\_-\\_electronic\\_markets\\_are\\_paving\\_the\\_way\\_for\\_change\\_in\\_the\\_financial\\_industry?enrichId=rgreq-74733b2c5da3ada78cc231197bbc275c-XXX&enrichSource=Y292ZXJQYWdIOzIzMzkzNjM4NztBUzoyNDIwNjIxODAyMjA5MzBAMTQzNDcyMzUyOTk1MQ%3D%3D&el=1\\_x\\_3](https://www.researchgate.net/publication/233936387_The_rise_of_customer-oriented_banking_-_electronic_markets_are_paving_the_way_for_change_in_the_financial_industry?enrichId=rgreq-74733b2c5da3ada78cc231197bbc275c-XXX&enrichSource=Y292ZXJQYWdIOzIzMzkzNjM4NztBUzoyNDIwNjIxODAyMjA5MzBAMTQzNDcyMzUyOTk1MQ%3D%3D&el=1_x_3)
- Asociación Bancaria de Colombia. ¿Qué es y cómo usar la Banca Móvil a su favor? <http://www.asobancaria.com/sabermassermas/que-es-y-como-usar-la-banca-movil-a-su-favor/>
- *El Heraldo*. "Cinco razones para utilizar la banca móvil". <http://www.elheraldo.co/tecnologia/cinco-razones-para-utilizar-la-banca-movil-175551>
- Banco Mundial. <http://www.bancomundial.org/es/topic/financiamiento/overview>
- Banco Central de Colombia: <http://www.banrep.gov.co/es/node/35302>
- BBVA. Fintech, una oportunidad de oro para la inclusión financiera. <https://www.bbva.com/es/noticias/economia/fintech-una-oportunidad-de-oro-para-la-inclusion-financiera/>
- BBVA-Research. Situación Economía Digital, marzo 2016. Robo-advisors: la automatización del asesoramiento financiero. [https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2016/03/Situacion\\_ED\\_Mar16\\_Cap5.pdf](https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2016/03/Situacion_ED_Mar16_Cap5.pdf)
- Bolívar, Jaime. La transformación digital en el asesoramiento financiero y patrimonial. Estudio Banca Digital España 2015, Departamento de Investigación del Instituto de Estudios Bursátiles.
- Cámara, Noelia y Tuesta, David. Avances en Inclusión Financiera: Índice Multidimensional de Inclusión Financiera MIFI. <https://www.bbvarsearch.com/publicaciones/avances-en-inclusion-financiera-indice-multidimensional-de-inclusion-financiera-mifi/>
- Centro de Innovación BBVA: "Las claves de la banca en la sombra". <http://www.centrodeinnovacionbbva.com/noticias/las-claves-de-la-banca-en-la-sombra>
- Centro de Innovación BBVA. "Cómo es el ecosistema financiero P2P". <http://www.centrodeinnovacionbbva.com/noticias/como-es-el-ecosistema-financiero-p2p>
- Centro de Innovación BBVA. Informe La Revolución FinTech <http://finnovating.com/sites/default/files/finnotrends/2016-05-finnotrends-la-revolucion-fintech.pdf>
- Centro de Innovación BBVA. Noticias: Cómo facilitan el trabajo a las PYMES, el 'fintech', el 'bitcoin' y el 'crowdlending' <http://www.centrodeinnovacionbbva.com/noticias/como-facilitan-el-trabajo-las-PYMES-el-FinTech-el-bitcoin-y-el-crowdlending>

- Centro de Innovación BBVA. Crowdfunding.  
[https://www.centrodeinnovacionbbva.com/sites/default/files/ebook-crowdfunding-una-alternativa-financiera-para-emprendedores-e-inversores\\_1.pdf](https://www.centrodeinnovacionbbva.com/sites/default/files/ebook-crowdfunding-una-alternativa-financiera-para-emprendedores-e-inversores_1.pdf)
- Centro de Innovación BBVA. Innovation Edge “Banca Móvil”.  
<https://books.google.com.ec/books?id=tnh1QT3X1X0C&pg=PA41&lpg=PA41&dq=banca+movil+concepto&source=bl&ots=R6IWRibKAm&sig=NfZ6bDEz-47eFMTDYMORJ0XBtLg&hl=es&sa=X&ved=0ahUKEWjDtLXZpu7NAhXB2B4KHch5DM04ChDoAQgfMAE#v=onepage&q=banca%20movil%20concepto&f=false>
- Centro de Innovación BBVA. “Los seis riesgos financieros del ‘crowdfunding’”.  
<http://www.centrodeinnovacionbbva.com/noticias/los-seis-riesgos-financieros-del-crowdfunding>
- Centro de Innovación BBVA. Innovation Edge “Big Data”.  
[http://www.centrodeinnovacionbbva.com/sites/default/files/bigdata\\_spanish.pdf](http://www.centrodeinnovacionbbva.com/sites/default/files/bigdata_spanish.pdf)
- CEPAL. Studies and perspectives. Enlac subregional headquarters for the caribbean. Opportunities and risk associated with the advent of digital currency in the Caribbean. Shiva Bissessar. January 2016.
- CGAP, Portal de microfinanzas. Banca Móvil. <http://www.microfinancegateway.org/es/temas/banca-m%C3%B3vil>
- Comisión Europea. Crowdfunding.  
[http://ec.europa.eu/finance/general-policy/crowdfunding/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/general-policy/crowdfunding/index_en.htm)
- Comisión Mixta de la Unión Europea.  
<https://esas-joint-committee.europa.eu/about-us>
- Comisión Nacional de Mercado de Valores de España. [http://www.boletininternacionalcnmv.es/ficha.php?menu\\_id=1&jera\\_id=371&cont\\_id=727#](http://www.boletininternacionalcnmv.es/ficha.php?menu_id=1&jera_id=371&cont_id=727#)
- Da Re, Greg. Cinco razones por las que las empresas Fintech representan una oportunidad para las instituciones financieras y las PYMES. Blog post de la Corporación Interamericana de Inversiones. <http://blogs.iadb.org/sectorprivado/2015/08/13/fintech-son-una-oportunidad-para-las-instituciones-financieras-negocios-sostenibles/>
- Dash Forum. La evolución del dinero: Criptomonedas. <https://www.dash.org/forum/threads/la-evoluci%C3%B3n-del-dinero-criptomonedas.5715/>
- Finnovista [www.finnovista.com](http://www.finnovista.com)
- Fintech. ¿Qué es un robo-advisor?  
<http://www.uv.es/uvweb/master-banca-finanzas-cuantitativas/es/blog/fintech-es-robo-advisor-1285952577913/GasetaRecerca.html?id=1285962414657>
- Fundación Capital. Blog.  
<http://fundacioncapital.org/2016/01/fintech-innovacion-e-inclusion-financiera/>
- Herrera, Diego. “Financiamiento Alternativo: Cambio y Regulación”. *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, nº 45 (2015).

- Herrera, Diego. "Alternative Finance (Crowdfunding) Regulation in Latin America and the Caribbean". BID  
<https://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/7837/Alternative-Finance-%28Crowdfunding%29-Regulation-in-Latin-America-and-the-Caribbean-A-Balancing-Act.pdf?sequence=1>
- Hochstein, Marc. "FinTech (the Word, That Is) Evolves".  
<http://www.americanbanker.com/bankthink/fintech-the-word-that-is-evolves-1077098-1.html>
- ICEMD. Instituto de Economía Digital. Blogs. "Criptomonedas, el presente y el futuro de los medios de pago". <http://blogs.icemd.com/blog-medios-de-pago-para-ecommerce/criptomonedas-el-presente-y-el-futuro-de-los-medios-de-pago/>
- Infocrowdsourcing. ¿Qué es Crowdfunding? <http://www.infocrowdsourcing.com/que-es-el-crowdfunding/>
- IOSCO. Securities Markets Risk Outlook 2016. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD527.pdf>
- ITC Facts & Figures 2015.  
<http://www.itu.int/en/ITU-D/Statistics/Documents/facts/ICTFactsFigures2015.pdf>
- Kopicki, Ron y Miller, Calvin. Banca móvil. Enero de 2008. [http://www.fao.org/docs/up/easypol/686/3-4\\_mobilebanking\\_149ES.pdf](http://www.fao.org/docs/up/easypol/686/3-4_mobilebanking_149ES.pdf)
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). *Perspectivas de la OCDE sobre la economía digital 2015*. París 2015.
- Planelló, Jorge. El Dominio de los Robo-Advisors: Asesores Financieros Automatizados. <http://www.revistapagos.com/2016/04/robo-advisors/>
- PriceWaterhouseCoopers. Global Fintech Report, Marzo 2016 <http://www.pwc.es/es/publicaciones/financiero-seguros/global-fintech-report-2016.html>
- Prior, Francesc, y Santomá, Javier. "La banca móvil como catalizadora de la bancarización de los pobres: Modelos de negocios y desafíos regulatorios". IESE. DI-738. Marzo, 2008.
- PwC de España "Blurred lines: Cómo FinTech está redefiniendo el sector financiero" <http://www.pwc.es/es/publicaciones/financiero-seguros/global-fintech-report-2016.html>
- Reyes, Horacio. Qué son las criptomonedas? Bitcoin, SolarCoin, Litecoin, Quarkcoin, MemoryCoin.  
<http://horacioreyes.com/que-son-las-criptomonedas-bitcoin-solarcoin-litecoin-quarkcoin-memorycoin/>
- Revista *La Vanguardia Finanzas Personales*. "Préstamos P2P: ¿la nueva inversión que sustituye a los depósitos?".  
<http://www.lavanguardia.com/economia/finanzas-personales/20140917/54415126092/prestamos-p2p-inversion-depositos.html>

- Rodríguez De las Heras, Teresa. “El crowdfunding como mecanismo alternativo de financiación de proyectos”, *Revista de Derecho Empresarial*, San José, Costa Rica. <http://www.redemcr.org/contenido/el-crowdfunding-como-mecanismo-alternativo-de-financiacion-de-proyectos/>
- Rojas, L. (2016). “La revolución de las empresas FinTech y el futuro de la Banca. Disrupción tecnológica en el sector financiero”. *Serie Políticas Públicas y Transformación Productiva n° 24*. CAF.
- Vilches, Lorena. “Los préstamos P2P transformarán el sistema bancario actual”. <http://blog.finanzarel.com/los-prestamos-p2p-transformaran-el-sistema-bancario-actual/>
- World Economic Forum. “The future of Fintech: A paradigm shift in small business finance”. [http://www3.weforum.org/docs/IP/2015/FS/GAC15\\_The\\_Future\\_of\\_FinTech\\_Paradigm\\_Shift\\_Small\\_Business\\_Finance\\_report\\_2015.pdf](http://www3.weforum.org/docs/IP/2015/FS/GAC15_The_Future_of_FinTech_Paradigm_Shift_Small_Business_Finance_report_2015.pdf)
- Zanatta, Myriam. Beneficios de la tecnología Fintech para tu empresa. Blog CAP-TIO <http://www.captio.net/blog/beneficios-de-la-tecnologia-fintech-para-tu-empresa>

## CAPÍTULO 6

# Crowdfunding y economía participativa

**Soledad Rodríguez Fernández**

*Vocal Asesora en la Secretaría General del Tesoro  
y Política Financiera de España*

1. Introducción
2. Concepto y modelos de crowdfunding y ámbito del estudio
3. Importancia cuantitativa del crowdfunding en la Unión Europea y en América
4. Razones que justifican el crecimiento del crowdfunding
5. Elementos que determinan la decisión de regular
  - 5.1. Beneficios potenciales del crowdfunding
  - 5.2. Elementos que pueden justificar la intervención regulatoria
  - 5.3. El análisis coste-beneficio de la intervención
6. La regulación del crowdfunding en Europa y América
  - 6.1. La decisión de regular en Europa y América
  - 6.2. La regulación del crowdfunding analizada desde la perspectiva de la gestión del riesgo
    - 6.2.1. Ámbito de aplicación y requisitos de capital
    - 6.2.2. Gestión de los riesgos asociados a la plataforma
    - 6.2.3. Gestión de los riesgos asociados al promotor y al proyecto
    - 6.2.4. Otras medidas
7. Conclusiones



## 1. Introducción

Tal y como se adelantaba en el capítulo anterior, el crowdfunding consiste en la aportación de pequeñas cantidades de dinero por parte de un gran número de individuos a un proyecto determinado mediante el uso de Internet. Se trata de una forma de financiación que surgió con la conocida como web 2.0, que hizo posible que los usuarios de la red no solo tuvieran acceso a la información, sino que pudieran contribuir a la creación de la misma, pasando a tener un papel mucho más activo. Se trata, por tanto, de una actividad de economía participativa.

El tipo de proyectos que se pueden financiar son de muy diversa índole. En su origen, el crowdfunding se orientó a causas benéficas y culturales, como la producción de obras literarias o musicales, pero poco a poco su uso se ha ido extendiendo a la financiación del consumo de particulares o de proyectos empresariales, instigado por la crisis económico-financiera que comenzó en 2008. Los fuertes requisitos de capital impuestos sobre las entidades de crédito para evitar nuevos rescates en el futuro dieron lugar a importantes restricciones en la concesión de crédito, sobre todo a las PYMES para las que la percepción del riesgo es mayor. Por otra parte, el contexto de bajos tipos de interés de inversiones tradicionales ha fomentado que los inversores buscaran nuevas alternativas con una mayor rentabilidad. No sorprende, por tanto, que su crecimiento haya llegado a ser exponencial en algunos países.

El crowdfunding puede estar llamado a tener un papel relevante respecto de las micro, pequeñas y medianas empresas. El acceso de estas empresas a los mercados de capitales puede resultar excesivamente costoso en relación al volumen de fondos que pretenden captar y, además, las asimetrías de información pueden obstaculizar el acudir a las fuentes tradicionales de financiación, especialmente, en el caso de empresas que están en sus fases iniciales de desarrollo o que tienen un preeminente carácter innovador.

El fuerte crecimiento de la financiación participativa y su potencial para la financiación de empresas de menor tamaño ha llamado la atención de los reguladores, que se plantean cómo favorecer el desarrollo de esta industria naciente en la medida en que puede contribuir de manera positiva a la economía y a la sociedad, a la vez que se minimizan los riesgos que esta actividad entraña. Asimismo, la proximidad que tiene esta actividad con otras actividades reguladas en el ámbito de servicios financieros, como el préstamo, el capital riesgo, la inversión colectiva o la prestación de servicios de inversión, hace necesario determinar si nos encontramos ante una variante de una actividad tradicional basada en nuevas tecnologías, o si tiene características que le son propias y que le harían merecedor de un marco regulatorio

específico. La respuesta no ha sido ni mucho menos unánime, ni siquiera en la Unión Europea donde existe un alto grado de armonización de la regulación de los servicios financieros como parte del Mercado Único Interior.

Este capítulo analizará todas estas cuestiones de acuerdo con el siguiente esquema. En primer lugar, analizaremos el concepto de crowdfunding y los distintos modelos bajo los que opera, lo que nos permitirá determinar el ámbito de aplicación del estudio. Podemos adelantar que se centra en aquel que tiene una mayor relación con la financiación de las empresas a través de los mercados de valores, en coherencia con los capítulos anteriores. Presentaremos, en segundo lugar, las principales conclusiones de los estudios publicados que tratan de cuantificar la importancia de la financiación participativa en Iberoamérica, seguido de un resumen sobre las causas que explican su crecimiento. A continuación, nos centraremos en la regulación del crowdfunding, determinando primero en qué se basa la decisión de regular o no esta actividad desde un punto de vista teórico, para después ver cómo se han tomado estas decisiones en la práctica, comparando la regulación en algunos países (España, Portugal, Reino Unido y Estados Unidos). Finalmente, se presentarán algunas conclusiones.

## **2. Concepto y modelos de crowdfunding y ámbito del estudio**

Partiendo de la definición<sup>227</sup> mencionada en la introducción de este capítulo, es aconsejable detenerse en la misma para analizar cuáles son los rasgos característicos del crowdfunding. En primer lugar, la participación de una pluralidad de personas permite encuadrar este fenómeno dentro de la economía colaborativa, una tendencia que se ha ido introduciendo en diversos ámbitos. A modo de ejemplo cabe citar Wikipedia dentro del ámbito del conocimiento, o los nuevos mecanismos colaborativos de transporte, que han entrado en competencia directa con el servicio privado de taxi y el transporte público.

En segundo lugar, con carácter general, la financiación se lleva a cabo al margen del sistema bancario tradicional, por lo que estaríamos ante una actividad de financiación alternativa, o de banca en la sombra<sup>228</sup>. No obstante, cabe matizar que en algunas plataformas los bancos tienen un papel relevante, como veremos más adelante, a través de la originación de préstamos que son posteriormente troceados para la participación de una pluralidad de agentes.

---

227. Kirby y Worner (2014). El crowdfunding se puede definir como el uso de pequeñas cantidades de dinero, obtenidas de un gran número de individuos u organizaciones, para financiar un proyecto, un crédito u otras necesidades a través de una plataforma de Internet.

228. Junta de Estabilidad Financiera (2013). *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: An Overview of Policy Recommendations*.

En tercer lugar, la participación en masa de los inversores ha sido posible y se ha visto potenciada gracias al desarrollo de las nuevas tecnologías de la información (web 2.0), en las que los usuarios no solo tienen acceso a la información, sino que pueden participar como sujetos activos en su elaboración. Esto supone una serie de ventajas para los usuarios. Así, las plataformas de crowdfunding tienen un formato muy accesible para los usuarios, emulando en muchas ocasiones el de las redes sociales. Además, el servicio está disponible en todo momento y no presenta apenas barreras de acceso para una generación acostumbrada al entorno de Internet, y el flujo financiero se produce sin necesidad de grandes infraestructuras, por lo que el ahorro de los costes es notable. Este elevado componente tecnológico permite encuadrar esta actividad en lo que se ha denominado *fintech*, un campo que está acaparando un cada vez mayor interés<sup>229</sup>.

Finalmente, en lo que se refiere a los proyectos financiados, encontramos un amplio espectro, desde obras artísticas hasta lanzamiento de productos, pasando por proyectos asociados al consumo o al emprendimiento. Quien solicita la financiación para el proyecto es denominado promotor y puede ser tanto una persona física como jurídica.

Existen dos tipos de crowdfunding<sup>230</sup>, dependiendo de si el objetivo de la participación de aquellos que otorgan financiación está orientado a obtener una rentabilidad financiera u otro tipo de rendimiento. El crowdfunding no financiero fue mayoritario en los orígenes, como ya hemos comentado anteriormente y engloba dos tipos de plataformas. Las primeras son aquellas que recaudan donaciones (*donation-based* crowdfunding). Los financiadores pretenden en este caso apoyar proyectos sin ánimo de lucro de carácter social o cultural. La plataforma permite hacer un seguimiento del nivel de financiación y de desarrollo del proyecto, así como la puesta en contacto de los financiadores, los promotores e incluso los beneficiarios. También se engloban en el crowdfunding no financiero las plataformas que financian proyectos en los que el rendimiento tiene forma de recompensa (*reward-based*), que puede consistir, por ejemplo, en unas entradas para el estreno de la película que se está financiando o en la obtención de un producto, generalmente innovador.

A diferencia del anterior, en el crowdfunding financiero, el financiador obtiene una retribución en forma de tipo de interés o de dividendos. Dentro de este último grupo, los estudios suelen distinguir entre las plataformas de préstamos y bonos (*lending*

---

229. Ver capítulo 5: "Actividades Fintech para PYMES"; de este Estudio.

230. Seguimos aquí la clasificación Kirby y Worner (2014), que es seguida por una parte importante de la literatura.

y *debt-based*) y las que dan una participación en el capital (*equity*), si bien cada vez más se añade una nueva categoría para las plataformas inspiradas en el *factoring*<sup>231</sup>.

El modelo de crowdfunding de préstamos participativos puede variar según si la plataforma actúa como mero mecanismo de puesta en contacto entre el inversor-prestatario y el promotor, o si existe una intermediación por parte de la infraestructura. En este último caso, la plataforma puede captar depósitos de los inversores que luego canaliza hacia los proyectos o ser ella misma la que firma el contrato de préstamo con la empresa que busca financiación para después ofrecer partes del mismo a los inversores potenciales.

Algo similar ocurre con el *debt-based* crowdfunding, donde también existen dos alternativas a la hora de operar. Las que negocian títulos de renta fija, donde quien emite el bono u obligación es la empresa que busca financiación, mientras que en las plataformas de notas existe una participación más intensa de la plataforma, que emite las notas que serán adquiridas por los inversores. En este esquema, muy habitual en Estados Unidos, es común que un banco adelante el principal del préstamo, que se devuelve con las aportaciones de los prestatarios que acuden a la plataforma.

Asimismo, entre las plataformas que se inspiran en el *factoring* financiero encontramos tanto las que ofertan directamente las facturas de empresas para que sean adquiridas por los inversores, como aquellas que conceden una línea de crédito respaldada por facturas.

Finalmente, en el modelo de *equity* crowdfunding la emisión de las participaciones en el capital la lleva a cabo directamente la empresa que busca financiación, como no podría ser de otra manera.

Esta clasificación nos permite enfocar el presente estudio en aquella parte del sector que mayor relación tiene con los mercados de valores, es decir, dentro del crowdfunding financiero, aquel en los que se produce la emisión o intercambio de un valor (*equity* y *debt-based*). Sin embargo, en algunos casos se va a aludir también a las plataformas de préstamos y a las de facturas, al objeto de dar una visión más completa.

---

231. Cuesta *et al.* (2014).

### 3. Importancia cuantitativa del crowdfunding en la Unión Europea y en América

El crowdfunding ha sido definido como una industria naciente con alto potencial de crecimiento<sup>232</sup> porque, aunque todavía no ha alcanzado un tamaño que permita definirlo como sistémico, sus tasas de crecimiento son muy elevadas.

Al tratarse de una actividad no regulada, no existen datos oficiales sobre la importancia del crowdfunding. Encontramos, no obstante, diversos estudios que tratan de cuantificar el volumen recaudado y el número de proyectos, basándose en estimaciones. Las metodologías que subyacen a unos y otros presentan divergencias que se ponen de manifiesto en las cifras que aportan, que están, además, expresadas en diferente moneda según la principal referencia en la región<sup>233</sup>. En consecuencia, los datos deben ser tomados con las debidas cautelas. A pesar de todo esto, se considera útil recoger aquí los principales resultados para tener una idea aproximada del tamaño del sector e identificar las tendencias.

A nivel global, el crowdfunding<sup>234</sup> alcanzó en 2014 un volumen de 16,2 billones<sup>235</sup> de dólares, lo que supone un crecimiento del 167% respecto del año anterior. De esta tendencia, destaca el fuerte crecimiento de esta forma de financiación en Asia, de más de un 320%, alcanzando los 3,4 billones de dólares y superando a Europa, donde el volumen alcanzó los 3,26 billones. Ambas regiones quedan todavía lejos de América del Norte, que supera los 9,46 billones, con un crecimiento anual del 145%.

La Comisión Europea ha publicado un informe<sup>236</sup> que determina que el crowdfunding financiero llegó a recaudar en la Unión Europea 4,1 billones de euros en 2014 sobre un total de 4,2 billones. Se trata todavía de una cantidad modesta, pero de la que cabe esperar una mayor aportación en los próximos años. La actividad está extendida por todo el territorio, pero existen importantes diferencias entre los Estados miembros. Siguiendo la tendencia habitual en el ámbito de los servicios financieros, el más activo en 2013-2014 es el Reino Unido<sup>237</sup>, con una recaudación de 89 millones de euros, seguido de Francia y Alemania con 19 y 18 millones, respectivamente. Existe, además, cierta

232. Kirby y Worner (2014).

233. Se ha preferido no presentar los datos en una única moneda para no desvirtuarlos por los efectos de las fluctuaciones del tipo de cambio.

234. Massolution (2015).

235. Siguiendo la práctica internacional, un billón equivale a mil millones.

236. Comisión Europea (2015b). *Crowdfunding: mapping EU markets and events study*. Trabajo elaborado por Crowdsurfer Ltd. y Ernst & Young LLP.

237. Con fecha 23 de junio de 2015, el Reino Unido celebró el referéndum por el que sus ciudadanos decidieron que debía salir de la Unión Europea. A pesar de ello, a los efectos de este trabajo, se va a considerar como parte de la misma en tanto la salida no ha sido efectiva a la fecha de publicación del Estudio y los datos se refieren a 2015, cuando todavía formaba parte.

actividad transnacional, si bien los datos en este ámbito están muy condicionados por la metodología empleada.

Análogamente, de las 502 plataformas que identifica el estudio como operativas y establecidas en la Unión Europea, 143 tienen como localización dominante Reino Unido, 77 Francia y 65 Alemania. España ocupa el sexto lugar con 33 plataformas, mientras que en Portugal solo existen 2<sup>238</sup>. El crecimiento del sector medido a través de esta variable es notable: en el periodo analizado (2013-2014), se crearon 229 nuevas plataformas.

En lo que se refiere a su actividad, la mayor parte de las plataformas son *reward-based* (30%), seguidas de las de *equity* y las de préstamos con un 23 y un 21%, respectivamente.

En cuanto al tamaño de los proyectos, en *equity* encontramos un tamaño medio de 260.000 euros, siendo el mayor de todos de los proyectos de 6.1 millones. En lo que se refiere a *lending*, el tamaño medio fue de 11.000 euros, con un máximo de 5 millones.

Presentamos a continuación dos tablas que recogen la actividad del crowdfunding de *equity* y de *lending*<sup>239</sup> en los diferentes Estados miembros en 2014:

### Análisis de la actividad de crowdfunding de equity por país

País	Plataformas (número)	Proyectos (número)	Cuantía total (miles de euros)	Cuantía media (miles de euros)	Cuantía máxima (miles de euros)
Austria	2	10	1.019	102	194
Bélgica	2	10	1.047	105	426
República Checa	-	1	128	128	128
Alemania	22	34	11.131	327	3.000
Dinamarca	-	2	79	39	72
Estonia	-	1	54	54	54
España	8	7	1.125	161	450
Finlandia	2	17	2.231	131	344
Francia	17	37	13.808	373	3.872

238. En la localización se tiene en cuenta no el lugar de establecimiento de la plataforma, sino el país donde se obtiene la mayor parte de la recaudación por proyecto.

239. Al ser el objeto del estudio la financiación de las PYMES a través de los mercados de capitales, se considera adecuado no solo analizar la financiación a través de recursos propios, sino también a través de bonos. Esta última opción, que hemos clasificado al comienzo del capítulo como *debt-based*, está incluida en el informe de la Comisión en la categoría de *lending*. Por este motivo se presenta la tabla correspondiente al *lending*, que incluye este concepto, así como los préstamos.

País	Plataformas (número)	Proyectos (número)	Cuantía total (miles de euros)	Cuantía media (miles de euros)	Cuantía máxima (miles de euros)
Irlanda	1	1	336	336	336
Italia	8	4	1.308	327	520
Malta	-	1	111	111	111
Países Bajos	9	24	1.592	66	245
Polonia	3	5	80	16	36
Rumanía	1	-	-	ND	-
Suecia	4	12	2.050	171	777
Reino Unido	35	237	68.704	290	6.047
UE28	114	403	104.802	260	6.047

Fuente: Project database, Crowdsurfer Ltd.

### Análisis de la actividad de crowdfunding de lending por país

País	Plataformas (número)	Proyectos (número)	Cuantía total (miles de euros)	Cuantía media (miles de euros)	Cuantía máxima (miles de euros)
Austria	1	1	18	18	18
Bélgica	2	3	22	7	10
Alemania	13	190	10.301	54	443
Dinamarca	2	43	13	0	1
Estonia	4	4.626	10.836	2	10
España	7	1.958	6.585	3	100
Finlandia	3	1.264	3.966	3	10
Francia	14	306	9.996	33	350
Irlanda	2	37	1.259	34	157
Italia	2	3	15	5	7
Países Bajos	9	157	4.696	30	300
Polonia	6	2.145	331	0	6
Suecia	-	8	3	0	2
Eslovaquia	1	277	692	2	10
Reino Unido	41	94.989	1.078.262	11	4.989
UE28	107	106.007	1.126.994	11	4.989

Fuente: Project database, Crowdsurfer Ltd.

Se puede mencionar para completar el esquema del crowdfunding financiero que, en la Unión Europea se identificaron en 2014 cuatro plataformas de facturas (dos en Reino Unido, una en Dinamarca y otra en España). Tan solo se disponen de datos respecto a Reino Unido, donde se financió un volumen de 207.766 millones de euros, repartidos en 2.743 proyectos.

A la luz de los datos aportados se observa claramente que el Estado miembro que es más activo en el ámbito del crowdfunding es el Reino Unido, mientras que la actividad en el resto es mucho más modesta. Del resto de países, es en Alemania, Francia, Países Bajos y España donde la financiación participativa está teniendo una mayor implantación.

En América<sup>240</sup>, la actividad de crowdfunding es muy superior, alcanzando un volumen de 36,49 billones de dólares en 2015, frente a los 11,68 billones de 2014, lo que supone un incremento de un 212%. La mayor parte de la actividad se concentra en América del Norte, especialmente en Estados Unidos, que acapara un 99% de la financiación alternativa (36,17 billones de dólares). También es el principal contribuidor en términos de innovación de productos, diversidad de modelos, participación institucional y número de plataformas activas. La tasa de crecimiento en este país es también muy elevada, de 213%, si bien tampoco es desdeñable el crecimiento en América Latina y Caribe, que es de un 97%. Dentro de esta región, los países en los que se ha recaudado mayor volumen son Chile, con 47,57 millones de dólares, y Brasil, con 24,15 millones, lo que supone una cuota del 43% y del 20%, respectivamente. A estos países, les siguen México con 13,18 millones y Argentina con 9,06.

Diferenciando por tipo de crowdfunding, podemos ver en la siguiente tabla la tendencia en términos de volumen para el periodo comprendido entre 2013 y 2015. Nos centramos en el que tiene un objetivo de rentabilidad financiera<sup>241</sup>.

---

240. Wardrop *et al.* (2015).

241. El estudio establece una categoría específica para las plataformas que financian proyectos inmobiliarios, diferenciando entre *equity* y *lending*. Aquí se presentan según el tipo de financiación, sin diferenciar el sector al que se dirige la financiación.

### Análisis de la actividad de crowdfunding financiero por tipo de financiación y región en millones de dólares

Región	América del Norte			América Latina y Caribe			América en su conjunto		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
<b>Lending</b>	3.764	10.556	34.422	14	42	75	3.776	10.687	34.503
<b>Equity</b>	129	407	1.065	1	3	17	131	410	1.082
<b>Facturas</b>	0	8	32	-	-	1	0	8	33

Fuente: Datos de Wardrop et al. (2015). Elaboración propia.

Los factores que pueden explicar estas divergencias en la región apuntan, fundamentalmente, a las diferencias en el producto interior bruto. Otras justificaciones pueden ser las relativas a la implantación de Internet, del comercio electrónico y la banca móvil, así como al grado de innovación en el país.

## 4. Razones que justifican el crecimiento del crowdfunding

Para entender el porqué de este crecimiento tan intenso de la financiación colaborativa conviene subrayar que se ha producido en el contexto de la crisis<sup>242</sup> económico-financiera que comenzó en 2008, motivado tanto por cuestiones de demanda como de oferta. Desde la perspectiva de la demanda de financiación, la intensa regulación a la que se ha sometido al sector bancario, con un refuerzo notable de las exigencias de capital y liquidez, ha provocado importantes restricciones en el acceso al crédito bancario que han llevado a las empresas y a los particulares a buscar nuevos mecanismos de financiación. La financiación participativa, por el contrario, se encontraba (y en algunas jurisdicciones todavía se encuentra) en un limbo regulatorio que ha sido aprovechado por los gestores de las plataformas para hacer crecer su negocio<sup>243</sup>. Desde el punto de vista de los inversores, el crowdfunding ha brindado una oportunidad nueva de inversión con rentabilidades elevadas, en un contexto muy prolongado de tipos de interés bajos.

Algunos autores<sup>244</sup> señalan también como un elemento que ha contribuido al desarrollo de la financiación participativa, la reacción social que ha existido contra los mercados financieros y las instituciones bancarias tras la crisis financiera.

242. Talavera Insfrán (2015) señala precisamente que el hecho de que en Paraguay la demanda de crédito se haya visto satisfecha por los bancos puede ser uno de los motivos del escaso desarrollo de la financiación participativa en este país.

243. Parece que la falta de regulación puede haber contribuido al desarrollo inicial del crowdfunding. Algunos estudios señalan (por ejemplo, Wardrop et al. [2016]), no obstante, que la seguridad jurídica que aporta la regulación puede ser beneficiosa para el crecimiento de la industria en un momento posterior.

244. Rodríguez de las Heras (2013) y Herrera (2015).

Pero este contexto no permite explicar por sí solo el desarrollo de la industria. Es necesario señalar a la tecnología como elemento determinante para incentivar<sup>245</sup> la participación de los promotores, los inversores y las propias plataformas. En efecto, el crowdfunding presenta un gran atractivo para los promotores, al permitir obtener la financiación con un menor coste de capital. En primer lugar, la ausencia de redes comerciales amplias, típicas del modelo bancario tradicional, y de grandes infraestructuras como las características de los mercados financieros, permite reducir los costes de transacción. Por otra parte, al existir un gran número de inversores potenciales, las probabilidades de encontrar una contraparte (*matching*) se elevan significativamente, lo que reduce el tipo de interés. El mismo efecto se produce por un aumento de la competencia en el lado de los inversores.

Otras ventajas de las que se benefician los promotores están vinculadas al mundo del *marketing*. Las reacciones tras la publicación de un proyecto emprendedor en la plataforma, tales como la celeridad con la que se consigue alcanzar el objetivo de financiación, o su repercusión en la plataforma y las redes sociales, constituyen una importante fuente de información a la hora de testar el interés por un determinado producto o servicio. Una vez lanzado el producto o servicio, las plataformas pueden seguir canalizando las opiniones de los usuarios (típicamente en los modelos *reward-based*), que pueden ayudar al emprendedor a introducir mejoras. Frente a los tradicionales estudios de mercado, esta información es fácilmente accesible a través de las plataformas del crowdfunding<sup>246</sup>.

Los inversores también se ven beneficiados por la operativa crowdfunding. En relación a los proyectos con rentabilidad financiera, las plataformas ofrecen un amplio espectro de posibilidades de inversión, a las que se puede acceder con una participación muy pequeña, al contrario de lo que ocurre con las inversiones financieras tradicionales. De esta forma, se puede diseñar una cartera de inversión diversificada con bajo capital.

Para quienes invierten una cantidad más elevada por proyecto, como los familiares y amigos<sup>247</sup> que, en muchos casos, suponen la principal fuente de financiación de los proyectos emprendedores, otorgar la financiación a través de la plataforma en lugar de directamente favorece la formalización de su contribución a través de contratos.

---

245. Agrawal *et al.* (2013).

246. Merece la pena hacer una pequeña referencia a estas ventajas que en principio están asociadas a los proyectos *reward-based*, en tanto algunas plataformas permiten combinar esta remuneración con una rentabilidad financiera.

247. Habitualmente, en el ámbito del emprendimiento se hace alusión a la financiación a través de las 3 "F", con las que se hace alusión a los familiares, amigos y locos en inglés (*family, friends and fools*).

En otras ocasiones en las que el objetivo de la financiación también entraña la obtención de un determinado producto, el inversor obtiene cierta satisfacción por tener acceso al mismo de manera anticipada al resto del mercado. Se puede mencionar un elemento adicional de satisfacción, independiente del tipo de retribución y que se produce para algunos financiadores, consistente en una sensación de bienestar por el mero hecho de utilizar este tipo de canales.

Tanto para los promotores como para los inversores, el cruce entre la oferta y la demanda de financiación se produce de una manera rápida y eficiente, sin intermediarios, con una operativa sencilla a la que están habituados, y con la posibilidad de acceder en cualquier momento o lugar.

En cuanto a las plataformas, estas pueden obtener beneficios de esta actividad que son proporcionales al número y tamaño de los proyectos financiados. Por este motivo, en el largo plazo, la mejor estrategia que pueden seguir es la de presentar proyectos de calidad, garantizar un buen funcionamiento de la plataforma y limitar las posibilidades de fraude.

A la luz del desarrollo que está teniendo la industria, cabe entender que estos beneficios que acabamos de señalar superan los riesgos y desventajas a los que se enfrentan los agentes, y que se concretan en las situaciones que explicamos a continuación.

Los promotores pueden ser reticentes a utilizar este tipo de canales por el grado de información que tiene el público sobre su proyecto, tanto antes de obtener la financiación como después. Antes de obtenerla, y como condición indispensable para alcanzar este objetivo, el promotor ha de presentar a los potenciales inversores su proyecto con un nivel de detalle tal que permita reducir en la medida de lo posible las asimetrías de información, y poder así inspirar la confianza suficiente como para que los inversores lo seleccionen. Esta información puede ser muy valiosa para la competencia, que puede conocer detalles de la estrategia y actuar en consecuencia. Una vez conseguida la financiación, algunas empresas han señalado que al ser pública la cuantía recaudada, los proveedores cuentan con una ventaja negociadora a la hora de fijar los precios de los inputs. También se indica que la gestión de los inversores puede convertirse en un desafío si hay una excesiva atomización (especialmente si hay problemas con la gestión del proyecto), o si hay inversores con visiones contrapuestas sobre el futuro del proyecto o de la empresa.

Para los inversores, los riesgos que existen son la mala gestión de los promotores por incompetencia o incapacidad para cumplir con lo prometido, o incluso por una conducta fraudulenta. Los analizaremos en mayor profundidad más adelante, a la hora de analizar la necesidad de regular el crowdfunding.

Las plataformas, siendo conscientes de que los riesgos aquí mencionados pueden tener un efecto disuasorio para la participación de los agentes, han articulado mecanismos para tratar de solucionarlos como reforzar las exigencias de transparencia sobre el proyecto y el promotor, y dar valoración sobre ellos en la propia plataforma cuando ya han participado con carácter previo. Algunas de estas exigencias han sido incorporadas a la regulación general en algunos países.

## 5. Elementos que determinan la decisión de regular

El espectacular crecimiento del crowdfunding ha llamado la atención de los reguladores que se plantean si debe existir una reacción por su parte, que puede consistir en prohibir este tipo de actividad, incardinarla en actividades reguladas preexistentes, o crear un régimen específico para la misma. Para tomar esa decisión se valoran los siguientes factores: primero, si la existencia del crowdfunding reporta beneficios a la sociedad; segundo, si existen elementos que justifiquen una intervención pública; tercero, si la intervención pública genera mayores beneficios que costes.

### 5.1. Beneficios potenciales del crowdfunding

Ya hemos señalado las ventajas que la financiación participativa reporta a promotores, inversores y gestores de las plataformas. Pero existe, además, una serie de factores que son valorados de manera positiva por los reguladores.

Comenzamos resaltando la idea de que el crowdfunding puede estar llamado a tener un importante papel en la financiación de empresas de menor tamaño. Con carácter general, ya hemos mencionado que son numerosas las jurisdicciones en las que el coste de acceso a financiación a través de los mercados de capitales tradicionales es muy elevado en relación a la necesidad de financiación, y la financiación participativa abarata significativamente esos costes. En situaciones de restricciones crediticias como las experimentadas durante la crisis, este sector puede venir a cubrir la demanda de crédito que los bancos han dejado de satisfacer. Desde la perspectiva de los países en vías de desarrollo, estos efectos positivos podrían ser aún mayores, en tanto el crowdfunding puede servir de catalizador de los esfuerzos existentes para crear una cultura y entorno empresarial<sup>248</sup>.

A nivel macroeconómico, favorecer esta forma de financiación alternativa puede justificarse atendiendo a la importancia de las PYMES en la conformación del tejido

---

248. Information for Development Program, Banco Mundial (2013): *Crowdfunding's Potential for the Developing World*.

empresarial y a su contribución al crecimiento económico y la creación de empleo<sup>249</sup>. Por otra parte, la diversificación de las fuentes de financiación favorece la reducción de los costes por un aumento de la competencia y fomenta una menor dependencia del crédito bancario, lo que contribuye a hacer la economía más resistente frente a los *shocks*.

## 5.2. Elementos que pueden justificar la intervención regulatoria

La existencia de estos beneficios por sí sola no justifica la intervención pública vía regulación, sino que es necesario que existan elementos que pongan en riesgo su adecuado desarrollo. En el ámbito financiero, la política debe asegurar un adecuado equilibrio entre tres objetivos: la eficiencia, la protección del inversor y la estabilidad financiera. Estos objetivos se retroalimentan entre sí, de manera que un peso excesivo de uno de ellos puede llevar a resultados subóptimos.

Así, en cualquier sector financiero, primar en exceso la eficiencia, fomentando una operativa excesivamente ágil, puede llevar a una desprotección del inversor. Por ejemplo, si se elimina completamente la obligación de dar información a los usuarios de servicios financieros, no cabe duda de que los costes para las entidades o los emisores serán mucho menores en el corto plazo. Sin embargo, se producirá una falta de confianza en el sistema que nos llevaría, de acuerdo con la teoría económica<sup>250</sup>, a la desaparición del mercado, en tanto si los agentes no son capaces de diferenciar entre los distintos tipos de mercancías, se dejan de producir intercambios. Al desaparecer el mercado o verse reducido, puede producirse un efecto negativo desestabilizador sobre el conjunto del sistema financiero. Por el contrario, si lo que se prima en exceso es la protección del inversor o la estabilidad financiera, los costes para las entidades se disparan, por lo que el precio al que ofertan los productos o los servicios financieros sube, reduciéndose también el volumen de intercambio. En consecuencia, el grado de bienestar global disminuye. La dificultad reside en determinar ese equilibrio que depende de las características propias del sector, en un lugar y momento determinados.

En el caso que nos ocupa, relativo a la financiación participativa, el mercado está funcionando por sí mismo de manera muy eficiente, dando lugar a transacciones a un precio inferior al que encontramos en otros sectores tradicionales. En consecuencia, la tarea del regulador se centra en introducir normas que, de un lado, permitan alcanzar un adecuado nivel de protección del inversor, y del otro, garanticen que la

---

249. Ver capítulo 1, "Importancia económica de las PYMES en las economías iberoamericanas", de este Estudio.

250. Akerloff (1970).

operativa de crowdfunding no pueda llegar a introducir riesgos para el conjunto del sistema financiero. En la actualidad, la regulación se centra, fundamentalmente, en la protección del inversor ya que, de momento, el tamaño del crowdfunding no es lo suficientemente grande como para generar riesgo sistémico<sup>251</sup>.

El diseño de la política de protección del inversor en proyectos de crowdfunding pasa por determinar los riesgos a los que se enfrenta, y si la propia plataforma o la industria en su conjunto están tomando medidas adecuadas y suficientes para gestionarlos. Estos riesgos están relacionados con: los proyectos y los promotores, las plataformas y la iliquidez de la inversión.

En primer lugar, los inversores se enfrentan a un riesgo de impago por parte de los promotores del principal y de la rentabilidad esperada, ya sea por incompetencia del promotor (que puede haber sobreestimado su capacidad de repago, o no haber tenido la diligencia debida en la ejecución del proyecto), o directamente por una actividad fraudulenta. El riesgo para el inversor es aún mayor en el caso de que no haya garantías, y si sus conocimientos financieros y experiencia son escasos.

Se trata de un problema típico de información asimétrica, que se produce tanto antes de celebrar el contrato como después. Antes de la celebración del contrato se produce una situación de selección adversa, en tanto los inversores tienen menos información que los promotores sobre ellos y sobre los proyectos. También se produce un problema de asimetría de información ex post, en la medida en que los inversores no tienen forma de inducir al esfuerzo al promotor o evitar su conducta fraudulenta.

Para responder a este problema, es habitual que las plataformas exijan un alto grado de información sobre el proyecto o el promotor, incluida su calidad crediticia. Algunas plataformas limitan también la cuantía de la inversión por proyecto, para que exista una mayor diversificación que limite el riesgo, y otras llegan incluso a crear un fondo de mutualización de pérdidas.

El segundo riesgo de la operativa en crowdfunding se refiere a la propia plataforma, y se concreta en diversas situaciones. Podemos mencionar, en primer lugar, la posibilidad de que la plataforma deje de funcionar temporalmente o para siempre. Para contrarrestarlo, muchos operadores segregan las cuentas de los clientes respecto de la de la plataforma, de manera que podrían llegar a ser operadas por otro gestor, y en algunos casos hasta prevén planes de recuperación y resolución. Tampoco cabe menospreciar la posibilidad de un ataque cibernético, que lleva a las plataformas a

---

251. Kirby y Worner (2014) y Autoridad Europea de Valores y Mercados (2014).

establecer los mecanismos técnicos adecuados para evitarlos. En tercer lugar, existe también un problema de asimetría de información, en tanto cabe la posibilidad de que la plataforma capte de manera fraudulenta la financiación, y ni los inversores ni los promotores vean satisfechas sus pretensiones. Esto, aunque puede llegar a ocurrir, no es la tendencia general. Como ya hemos indicado en apartados anteriores, el incentivo de las plataformas a largo plazo es dar un servicio de calidad que les permita tener un número cada vez mayor de proyectos y un volumen mayor de recaudación, en la medida en que esto les garantiza el aumento de sus ingresos por comisiones.

El tercer y último riesgo es la iliquidez por la inexistencia, con carácter general, de un mercado secundario que permita a los inversores deshacer su inversión. Este riesgo se limita a través de la creación de mercados secundarios, y también mediante la limitación de la cuantía máxima a invertir a nivel individual.

De momento, la protección del inversor mediante la minimización de los riesgos a los que se enfrenta es el elemento al que mayor importancia están dando los reguladores. La estabilidad financiera no es actualmente objeto de preocupación, ya que el tamaño del crowdfunding es reducido. Sin embargo, su tasa de crecimiento en los últimos años lleva a pensar que sí puede alcanzar una masa crítica en un futuro cercano. Por otra parte, el uso de Internet favorece la operativa a nivel transnacional sin que exista una normativa homogénea, por lo que se hace necesario analizar las implicaciones jurídicas de este tipo de operaciones. También cabe indicar que existen cada vez más interconexiones con el sector bancario y las titulizaciones, que hace que en muchas jurisdicciones haya exposiciones del sector financiero regulado a un sector que está fuera del perímetro de supervisión.

Como criterio adicional a la hora de valorar una intervención regulatoria es que la actividad que están llevando a cabo las plataformas se aproxima mucho (o se puede incardinar totalmente) a la actividad que están llevando a cabo otras entidades financieras reguladas. Para asegurar que no se produce arbitraje regulatorio, puede ser aconsejable aclarar el régimen jurídico aplicable a la financiación participativa.

También habrá que tener en cuenta que la operativa a través de Internet puede favorecer la creación de perfiles falsos que faciliten el uso del crowdfunding para el blanqueo de capitales o para la financiación de actividades ilícitas.

### **5.3. El análisis coste-beneficio de la intervención**

---

Una vez valorado el riesgo que esta actividad genera, atendiendo a las condiciones inherentes del país de que se trate, la autoridad competente ha de valorar si los costes que su intervención puede generar son inferiores a los beneficios. Entre los

beneficios, podemos citar que la existencia de un marco normativo claro que garantice la seguridad jurídica puede contribuir al desarrollo de la industria.

Esta parte es probablemente la más difícil de estimar. En general, no es fácil cuantificar los efectos que la intervención pública puede generar por no existir precio para algunos de los beneficios, como la seguridad jurídica y por estar basado en numerosas hipótesis. Tampoco hay que olvidar que se trata de una actividad sobre la que no existen datos oficiales, por no estar todavía regulada. En todo caso, la decisión estará influida por el grado de desarrollo del crowdfunding y por el marco normativo preexistente en el mercado financiero, entre otros.

## 6. La regulación del crowdfunding en Europa y América

### 6.1. La decisión de regular en Europa y América

---

Una vez tomada la decisión de llevar a cabo una intervención, las opciones de política financiera pasan desde la prohibición absoluta de este tipo de actividad, hasta por el establecimiento de una regulación *ad hoc*, pasando por la aplicación de normas ya existentes aplicables a entidades reguladas, con un mayor o menor grado de flexibilidad en lo que se refiere a sus exigencias.

Si la conclusión a la que se llega es que, frente a la prohibición, es aconsejable establecer un marco jurídico que permita el desarrollo de esta industria porque puede generar bienestar social, el regulador suele plantearse hasta qué punto esta actividad se diferencia de la que llevan a cabo las entidades financieras reguladas o de si no resultan de aplicación directamente otras normas. Por ejemplo, la participación de las plataformas por parte de inversores minoristas puede entenderse amparada por las normas de protección del consumidor y, en algunos casos, por las normas de comercio electrónico, especialmente en relación a que las plataformas *reward-based* y los datos que se manejan tienen carácter personal, por lo que son merecedores de protección.

Ya en el ámbito financiero, hay varias cuestiones que deben ser objeto de reflexión. En primer lugar, las plataformas en muchas ocasiones ingresan o transfieren fondos de los inversores para llevar a cabo la inversión, lo que podría entrar en el ámbito de aplicación de la normativa específica de pagos. En segundo lugar, en el caso de los préstamos, dependiendo del funcionamiento específico de la plataforma, estaríamos ante una actividad de préstamo interpersonal, o incluso de una intermediación que típicamente han asumido las entidades de crédito, si bien no suele haber captación de depósitos del público. En tercer lugar, si nos centramos en las plataformas en las que se intercambian participaciones en el capital o títulos de renta

fija, debe analizarse si resulta de aplicación la normativa sobre ofertas públicas de valores y sobre la prestación de servicios de inversión (intermediación financiera).

Al centrarse este estudio en la financiación de las PYMES a través de los mercados de capitales, vamos a focalizar el análisis regulatorio en el caso que hemos mencionado en último lugar, es decir, en la actividad de las plataformas en las que se negocian acciones o participaciones en el capital y bonos, diferenciando por regiones, tal y como hemos hecho al presentar los principales datos.

En la Unión Europea han sido varios los Estados miembros que han considerado conveniente aclarar el régimen jurídico de la financiación participativa<sup>252</sup>, pero la respuesta no ha sido ni mucho menos unánime a pesar del alto grado de armonización que existe en la regulación de los servicios financieros. En efecto, la Directiva de instrumentos de mercados financieros, conocida por sus siglas en inglés, MiFID<sup>253</sup>, establece un marco común para la prestación de servicios de inversión, regulando el proceso de autorización y los requisitos que deben cumplir estas empresas. Los servicios de inversión que pueden prestar están tasados<sup>254</sup>, y se prestan sobre lo que la directiva define como instrumento financiero<sup>255</sup>. Adicionalmente, la Directiva<sup>256</sup> que regula el folleto o prospecto de emisión de valores en ofertas públicas también recoge el contenido de este documento y las condiciones en que es exigible.

El motivo de la disparidad respecto a la MiFID se debe a que algunos países han decidido incardinar la actividad de las plataformas en esta regulación, mientras que otros han definido su actividad de tal manera que quedaban fuera de su ámbito de aplicación, siendo necesario el establecimiento de una normativa específica<sup>257</sup>. Nos centraremos en estas últimas por entender que son las que realmente suponen una financiación alternativa. Más concretamente, nos centraremos

---

252. Podemos citar a modo de ejemplo: Austria, Bélgica, España, Francia, Reino Unido, Italia, Alemania y Portugal. En este último caso, la Ley nº 102/2015, de 24 de agosto, de régimen jurídico del financiamiento colaborativo ha sido desarrollada por el Reglamento de la Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios (CMVM) nº 1/2016, quedando pendiente el establecimiento de un régimen sancionador al momento de realizar este trabajo.

253. Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

254. Anexo I, Sección A de la MiFID.

255. Anexo I, Sección C de la MiFID.

256. Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

257. Otros Estados miembros han optado por una solución intermedia, en la que se da una autorización limitada a prestar solo determinados servicios de inversión, que les impediría operar de manera transnacional.

en los regímenes de España<sup>258</sup> y Portugal<sup>259</sup>, por formar parte de Iberoamérica, y en el Reino Unido<sup>260</sup>, por ser el país de la Unión en el que se recauda un mayor volumen de crowdfunding.

En cuanto a los folletos o prospectos de emisión de valores, la Directiva europea da la opción a los Estados miembros de exigirlo o no por debajo del umbral de 5 millones de euros. Algunos países, como España, en el que no se exige folleto por debajo de ese umbral, han optado por entender que es ese ámbito en el que debe operar el crowdfunding, de manera que no se permite hacer ofertas públicas que superen dicho umbral a través de las plataformas. Otros han optado por introducir un régimen específico más flexible para emisiones de menor tamaño.

No deja de sorprender esta situación en una región donde los servicios financieros gozan de una normativa armonizada. La Comisión Europea reconoce que las diferencias existentes a nivel regulatorio podrían estar impidiendo las operaciones transfronterizas<sup>261</sup> pero, por el momento, no considera conveniente establecer un régimen único para toda la Unión Europea<sup>262</sup>.

Ya en el continente americano, encontramos en Estados Unidos al pionero en establecer un marco jurídico<sup>263</sup> donde, como hemos visto, el tamaño del mercado es muy superior al resto de países de la región. De manera análoga a lo que ocurre en Europa, la normativa ha tenido que hacer excepciones para asegurar el desarrollo del crowdfunding en la normativa sobre emisión de valores.

Con carácter general, la emisión de valores en Estados Unidos exige su registro en el supervisor y el cumplimiento de obligaciones de información periódica, que pueden ser muy costosas para las empresas de menor tamaño. Existe, no obstante, una excepción a esta norma general para las emisiones que van dirigidas esencialmente a inversores acreditados<sup>264</sup> (se permitían hasta 35 no acreditados), sin límites cuantitativos a la emisión. El problema reside en que se prohíbe publicitar este tipo de ofertas a través de medios de comunicación de masas, entre los que se incluye Internet, lo que impide que se desarrolle la financiación colaborativa de valores haciendo uso de esta excepción.

---

258. Ley nº 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

259. Ley nº 102/2015, de 24 de agosto, de régimen jurídico del financiamiento colaborativo, y Reglamento de la CMVM nº 1/2016.

260. Reglamento PS14/4.

261. Comisión Europea (2015a). *Green paper: Building a Capital Markets Union*.

262. Comisión Europea (2016). *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*. Staff working document.

263. Jumpstart Our Business Startups Act, conocida como JOBS Act, de abril de 2012. Ha sido desarrollada por la Securities Exchange Commission a través de la Regulación D (2013) y la Regulación Crowdfunding (2015).

264. Los inversores acreditados en el régimen de Estados Unidos son aquellos que tienen un salario individual superior a 200.000 dólares o un patrimonio neto de 1 millón de dólares.

Por este motivo, se han articulado dos excepciones adicionales: una para emisiones sin restricciones cuantitativas, y otra para emisiones de hasta un millón de dólares en doce meses. En la primera, desarrollada en 2013, se permite publicitar la oferta siempre y cuando se dirija exclusivamente a inversores acreditados, mientras que en la segunda, de 2015, se permite el acceso a inversores no acreditados, aunque sujeto a restricciones. Este será el caso que consideraremos para el estudio de derecho comparado que se presenta a continuación por estar sometido a mayores limitaciones.

En América Latina, no existe regulación específica, entendiendo la mayor parte de los reguladores que son de aplicación las normas de intermediación financiera<sup>265</sup> y de oferta pública<sup>266</sup>, siendo posible aplicar un criterio de proporcionalidad por tratarse de emisiones de PYMES en algunas jurisdicciones<sup>267</sup>.

Sin embargo, son varios los países en los que el regulador se está planteando introducir un marco legislativo específico para las plataformas y, en algunos casos, para las empresas que se financian a través de ellas. Argentina<sup>268</sup>, Chile y México estarían trabajando en esta línea, sin que, al momento de redactar este capítulo, se haya publicado un proyecto de norma específico. No obstante, podemos señalar que la regulación mexicana irá orientada a eximir del cumplimiento de la normativa aplicable relevante<sup>269</sup> siempre que las plataformas estén registradas en la Comisión Bancaria y de Valores de México (CNBV). Las plataformas deberán cumplir con diversas normas de conducta y obligaciones de *due diligence*, *scoring*, seguimiento y cobro de créditos, prevención de blanqueo de capitales o financiación de actividades ilícitas, además de obligaciones de transparencia y de requisitos técnicos. Asimismo, se prevé el establecimiento de límites anuales a la inversión a nivel de proyecto y de plataforma y en materia de gobierno corporativo, el regulador evaluará con carácter previo la idoneidad de socios y administradores de las plataformas.

265. Como en el caso de Colombia y Uruguay.

266. En este grupo encontramos un gran número de países: Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Honduras, Paraguay y Perú. Aunque en el Ecuador no existe legislación específica sobre crowdfunding, desde 2002 (reformada en 2014) la Ley de Comercio electrónico, Firmas Electrónicas y Mensajes de Datos tiene por objeto regular los mensajes de datos, la firma electrónica, los servicios de certificación, la contratación electrónica y telemática, la prestación de servicios electrónicos, a través de redes de información, incluido el comercio electrónico y la protección a los usuarios de estos sistemas.

267. Existe esta posibilidad de eximir o reducir los requisitos exigibles a las PYMES en la normativa sobre ofertas públicas de Brasil y Perú.

268. La CNV inició durante 2016 un proyecto de reforma a la legislación para introducir un marco regulatorio para los sistemas de crowdfunding.

269. Fundamentalmente, la Ley de Instituciones de Crédito y la Ley del Mercado de Valores.

Más avanzados se encuentran los proyectos de Colombia<sup>270</sup> y Brasil<sup>271</sup>, sobre los que se han publicado sendos documentos de consulta. Estas propuestas se incluyen en el análisis regulatorio del siguiente epígrafe, si bien ha de tenerse en cuenta que se trata de proyectos en fase embrionaria y que, por lo tanto, podrían ser modificados antes de su aprobación definitiva.

En consecuencia, parece que existe una cierta tendencia en la región a cubrir esta laguna regulatoria. A este proceso podría contribuir el estudio que el Banco Interamericano de Desarrollo<sup>272</sup> ha publicado recientemente, en el que se dan orientaciones sobre los elementos que los marcos jurídicos deberían cubrir, y al que se hace referencia en el apartado de conclusiones de este capítulo.

## **6.2. La regulación del crowdfunding analizada desde la perspectiva de la gestión del riesgo**

### **6.2.1. Ámbito de aplicación y requisitos de capital**

Los requisitos exigibles a la operativa del crowdfunding dependen, en gran medida, de las actividades que las plataformas están autorizadas a hacer, y a la consideración que tiene esta actividad. En Reino Unido, la actividad se define como la gestión de plataformas de crowdfunding en las que los consumidores pueden realizar inversiones en acciones o participaciones del capital o en valores de deuda que no se negocian en mercados reconocidos, o participaciones en una institución de inversión colectiva no regulada. Esto se concreta fundamentalmente en la recepción, transmisión y ejecución de órdenes de clientes, que está incluido en la lista de servicios de inversión de MiFID.

Por el contrario, el regulador español entiende que la actividad de la plataforma no supone la prestación de ningún servicio de inversión. Para ello, precisa que las actividades típicas de las plataformas consistan en la recepción, selección y publicación de proyectos, así como en el establecimiento, desarrollo y explotación de canales de comunicación que favorecen el flujo de financiación. Y para mayor aclaración, prohíbe expresamente que las plataformas lleven a cabo actividades financieras reservadas a otras entidades, como la prestación de servicios de inversión, la captación de depósitos o la que define a las instituciones de inversión colectiva.

---

270. [http://www.urf.gov.co/urf/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP\\_MHCP\\_WCC-049581%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased](http://www.urf.gov.co/urf/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP_MHCP_WCC-049581%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased)

271. [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2016/sdm0616digital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm0616digital.pdf)

272. Alternative Finance (Crowdfunding) Regulation in Latin America and the Caribbean: A Balancing Act. BID, Herrera, Diego. 2016. <https://publications.iadb.org/handle/11319/7837>

La consulta pública colombiana ha definido de manera análoga las plataformas, al incluir entre las actividades que podrán desarrollar el análisis y calificación de manera profesional los riesgos de crédito del proyecto, la promoción de forma masiva de los proyectos de inversión mediante el uso de canales electrónicos, y la formalización de las operaciones de financiación. También recoge una serie de prohibiciones respecto a las actividades que tradicionalmente llevan a cabo otras entidades reguladas.

En el caso de Estados Unidos, se exige que la comercialización se lleve a cabo a través de un intermediario financiero o a través de una plataforma, que deben estar registrados en una organización con autorregulación.

En lo que se refiere al objeto de intercambio, el Reino Unido se centra en valores que no son líquidos, es decir, que no están cotizando en mercados de valores regulados. En el caso de España, se permite que sean tanto participaciones en el capital social de las empresas, como títulos de renta fija, siempre y cuando no existan limitaciones a su transmisión a terceros. La regulación de Portugal también incluye valores de renta fija y de renta variable, al igual que la de Estados Unidos. En Brasil, la regulación estaría encaminada a facilitar la financiación de las PYMES, definidas por su volumen de ingresos anuales<sup>273</sup>.

Para poder obtener la autorización, se exige un capital mínimo que asegure que la plataforma cuenta con los medios adecuados para hacer frente a los riesgos que gestiona. En la Unión Europea podemos utilizar como criterio de comparación el capital exigible en MiFID que puede llegar a alcanzar desde 730.000 euros para las entidades que toman posiciones por cuenta propia, hasta los 50.000 si no tiene depósitos de clientes, pasando por los 125.000 de quienes sí tienen depósitos de clientes pero no realizan operaciones por cuenta propia. Reino Unido, al entender que las plataformas están sometidas a la MiFID, parte de ese límite de 50.000 euros. Portugal exige un capital social de 50.000 euros, que puede ser sustituido total o parcialmente por un seguro de responsabilidad civil. En España se parte de un mínimo similar, pero estos requisitos son crecientes, ya que comienzan por un mínimo de 60.000 euros (que como en el caso de Portugal puede ser sustituido por un seguro) y va aumentando según la actividad de la plataforma: si los fondos recaudados superan los 2 millones de euros el capital se ve incrementado a 120.000 euros. A partir de ahí, el capital aumentará en proporción a la cuantía gestionada hasta un límite de 2 millones de euros. En Colombia, la regulación podría incluir también requisitos de capital

---

273. Comissão do Valores Mobiliários (2016). Las empresas que podrían ser elegibles para financiarse a través de crowdfunding serían aquellas que tiene unos ingresos anuales inferiores a diez millones de reales, a las que se exige del requisito de registro previo de la oferta.

que serían proporcionados al tamaño, naturaleza y complejidad de las actividades de las plataformas, así como los riesgos que gestionan.

Habiendo visto ya esta medida de gestión del riesgo global, pasamos ya al análisis de cada uno de los riesgos, siguiendo el razonamiento planteado en el apartado 5.2. Como comentamos entonces, el objetivo general es la protección del inversor. Es habitual que, tal y como ocurre en la regulación del mercado de valores, se discrimine en función de su grado de conocimiento y experiencia.

En España se distingue entre inversores acreditados y no acreditados, siguiendo la terminología estadounidense. Sin embargo, el concepto no es idéntico, ya que en España este concepto incluye a: inversores institucionales; empresas con activos superiores a un millón de euros o ingresos superiores a dos millones; o personas físicas que superen 50.000 euros de ingresos anuales o 100.000 euros en activos financieros. Por su parte, Portugal diferencia entre inversores profesionales y no profesionales, aplicando un umbral de 100.000 euros de ingresos anuales, y Reino Unido diferencia según la sofisticación o su valor neto. Este último concepto implica *grasso modo* tener unos ingresos superiores a 100.000 libras o activos superiores a 250.000 libras (no incluyendo la residencia habitual). En Estados Unidos, para el tipo de crowdfunding que estamos considerando en esta parte del análisis, se distingue por los ingresos anuales o patrimonio neto, poniéndose el umbral en 100.000 dólares. Brasil podría introducir una diferenciación similar, con un menor nivel de protección para los inversores cualificados, los inversores que actúan como líderes de sindicatos<sup>274</sup> y aquellos que tienen unos ingresos brutos anuales o un patrimonio líquido superior a 100.000 reales. La regulación colombiana podría ir también en esta línea, distinguiendo entre inversores profesionales e inversionistas (minoristas).

### **6.2.2. Gestión de los riesgos asociados a la plataforma**

Más allá de la exigencia de registro de las plataformas, común a todas las regulaciones, los riesgos relativos a la propia plataforma suelen ser resueltos a través de medidas para la gestión de los conflictos de interés a fin de garantizar que los inversores son adecuadamente informados de su existencia y gestión. En algunos casos, como el de España se llega incluso a prohibir o limitar la participación de los gestores de la plataforma como inversor o promotor a un 10% por proyecto y por plataforma.

---

274. Comissão do Valores Mobiliários (2016). La propuesta normativa sometida a consulta pública en Brasil incluye la regulación de los llamados sindicatos de inversores, en los que habría un inversor actuando como líder. Su papel sería el de un "ángel inversor" no solo invirtiendo en la empresa una parte superior al 5%, sino contribuyendo a su gestión diaria, obteniendo por ello una remuneración adicional.

En cuanto al riesgo de que la plataforma deje de operar, las normas nacionales imponen requisitos sobre los gestores en términos de conocimiento, experiencia y honorabilidad, y se exige que la estructura y organización de la plataforma garantice la continuidad del servicio.

Estas medidas se complementan con exigencias de transparencia sobre la plataforma, y avisos sobre los riesgos que entraña la operativa en la misma y en el crowdfunding en general, que son comunes a todos los regímenes analizados. En España se exige que sea el propio inversor el que manifieste (tecleando una determinada frase) que comprende estos riesgos, para mayores garantías.

### **6.2.3. Gestión de los riesgos asociados al promotor y al proyecto**

Para gestionar los problemas que pueden surgir por asimetrías de información respecto del promotor y el proyecto, se exige un cierto grado de transparencia. En algunos Estados miembros de la Unión Europea, se aplica la Directiva de folletos a las ofertas públicas que entran dentro del ámbito de aplicación. En el caso de España, no se permite que se lleven a cabo ofertas públicas sujetas a la Directiva de folletos a través de las plataformas de crowdfunding. En otros, se exige de la obligación de publicar folleto por debajo de determinados umbrales.

Si no es exigible el folleto, hay que garantizar que el inversor recibe igualmente información adecuada sobre el proyecto, el promotor y la inversión, que en algunos casos, como el de Portugal, debe ser presentado siguiendo un formato estandarizado. Esta medida se puede acompañar de diversas alertas, como en el caso de España, donde se avisa al inversor de que las plataformas no son ni entidades de crédito ni empresas de servicios de inversión, de que no existe intervención por parte de la autoridad para la emisión de los instrumentos o de la información sobre los mismos, y de que no hay cobertura por ningún sistema de compensación de pérdidas.

También se puede exigir un cierto control de los proyectos por parte de la plataforma. Así ocurre en España, donde tiene que verificarse que la información que ha de publicarse sobre el proyecto está completa de acuerdo a la ley, como también ocurre en Estados Unidos. Estos dos regímenes también obligan a la plataforma a garantizar que la financiación no se hace efectiva si no se ha alcanzado un porcentaje mínimo sobre el objetivo a recaudar en la fecha publicada por el promotor.

Finalmente, algunos reguladores han optado por limitar el volumen que un mismo promotor puede captar por proyecto o/y por plataforma. En el caso de España, los proyectos pueden recaudar un máximo de 2 millones de euros (o 5 millones si se dirigen solamente a inversores acreditados), y cada promotor puede publicar un único

proyecto por plataforma. Análogamente, Portugal establece un límite de 1 millón de euros, ampliable a 5 millones en relación a los proyectos exclusivamente para profesionales. En Reino Unido se ha establecido un límite general de 5 millones de euros. Para el régimen aplicable a los inversores no acreditados de Estados Unidos, la cuantía máxima es de 1 millón de dólares. Por su parte, Brasil podría imponer un límite a la captación anual de 5 millones de reales y Colombia de 400 millones de pesos colombianos.

#### **6.2.4. Otras medidas**

Siguiendo el ejemplo sentado por MiFID, las normas de protección del inversor van más allá de la reducción de las asimetrías de información. En efecto, las plataformas están obligadas a verificar el grado de conocimiento que el inversor tiene sobre los riesgos. En Portugal basta con que la plataforma obtenga una declaración por parte del inversor en la que manifieste que comprende los riesgos de la operación, mientras que en España y en Reino Unido se imponen mayores restricciones. En el primer caso, las plataformas deben valorar la experiencia y conocimientos de los clientes y verificar que pueden tomar sus decisiones de inversión comprendiendo los riesgos asociados. El régimen británico es aún más restrictivo, al no permitir a los inversores menos sofisticados su participación directa en la plataforma. O bien les exige que reciban asesoramiento financiero (lo que supone la intermediación de una empresa de servicios de inversión, lo que conlleva que esta realice el consiguiente test de idoneidad), o bien limita su participación al 10% de sus activos netos, en cuyo caso la plataforma deberá verificar el grado de comprensión de los riesgos. El régimen estadounidense obliga a la plataforma a garantizar que el inversor ha revisado los materiales educativos sobre crowdfunding y al inversor a declarar que entiende los riesgos asociados.

Por otro lado, para limitar el riesgo de iliquidez de la inversión, es común que se restrinja la cuantía que se invierte en crowdfunding. Tanto España como Portugal establecen ese umbral en 3.000 euros por proyecto y 10.000 euros al año en el conjunto de inversiones en crowdfunding para los inversores que merecen mayor protección<sup>275</sup>. Reino Unido no impone restricciones más allá de la prohibición a los inversores no sofisticados que acuden sin ser asesorados por una empresa de servicios de inversión de invertir más de un 10% de sus activos netos disponibles para invertir. Estados Unidos diferencia entre aquellos que tienen unos ingresos o patrimonio neto inferiores a 100.000 dólares, que pueden invertir hasta un límite del 5% de sus ingresos o hasta 2.000 dólares (la cantidad que sea mayor), y los que superan el umbral, que pueden invertir hasta el 10% de sus ingresos. Tiene este régimen una

---

275. En el caso de Portugal, las restricciones no aplican para las personas jurídicas, las personas físicas con ingresos anuales superiores a 70.000 euros, así como los inversores cualificados.

particularidad, y es que para hacer que la financiación de las empresas sea más estable, se restringe la capacidad de vender los valores durante un año, lo cual supone una restricción a la liquidez para el inversor. Finalmente, los proyectos de Colombia y Brasil podrían incluir también límites. En el primer caso, se limita la participación anual de los inversores minoristas a 5 millones de pesos por proyecto o al 5% de los ingresos anuales, y a 10 millones de pesos en el total de las plataformas. En Brasil el límite global de inversión en crowdfunding sería de 10.000 reales. Con carácter general a todas las regulaciones, para garantizar el cumplimiento de esta obligación, la plataforma ha de recabar del inversor una declaración sobre la no superación del umbral aplicable al conjunto de plataformas.

## 7. Conclusiones

El crowdfunding puede convertirse en un futuro no muy lejano en una alternativa a los mercados de capitales para las micro, pequeñas y medianas empresas, ya que presenta la ventaja fundamental de permitir acceder a la financiación sin tener que hacer frente a elevados costes. Esta tendencia puede verse favorecida por varios elementos. En primer lugar, una mayor participación de inversores institucionales, como ya está ocurriendo tanto en América<sup>276</sup> como en Europa. Concretamente, en el Reino Unido las entidades de capital riesgo y los *business angels* están invirtiendo en los proyectos de *equity*<sup>277</sup>. No cabe duda de que la existencia de este tipo de inversores puede servir de catalizador para la financiación, aunque cabe plantearse si no desvirtúa la idea inicial de la financiación participativa.

En segundo lugar, el crowdfunding financiero ha dejado de estar orientado preferentemente a la innovación, pasando a estar las campañas orientadas a sectores tradicionales y algunas plataformas empiezan a especializarse en algunos de ellos, como el de energías renovables o el inmobiliario<sup>278</sup>. Esta expansión hacia sectores más allá de la innovación puede facilitar el acceso de un mayor número de PYMES. Además, el proceso podría verse alentado por un efecto llamada. Si existe una masa crítica de empresas que recaudan exitosamente la financiación buscada a través de este mecanismo, cabría esperar que otras se animaran a utilizar este mecanismo.

En tercer lugar, la regulación de este tipo de actividades orientada a fomentar su desarrollo a la vez que se vela por un adecuado nivel de protección del inversor, puede favorecer su desarrollo. De hecho, algunos estudios muestran que para algunos

276. Wardrop *et al.* (2016).

277. Zhang *et al.* (2016).

278. Comisión Europea (2016).

inversores la falta de regulación constituye uno de los elementos más importantes para no financiar proyectos a través de las plataformas<sup>279</sup>.

Esta idea vendría a ser ratificada por un reciente estudio publicado por el Banco Interamericano de Desarrollo<sup>280</sup>, al que ya se ha hecho alusión, y que señala que una de las posibles razones por las que la industria tiene un tamaño reducido en América Latina y Caribe es la falta de regulación, que estaría impidiendo la creación de plataformas de financiación alternativa. Para que el marco jurídico sirva realmente de catalizador del crowdfunding, debería incluir una serie de elementos. En primer lugar, una clara definición del tipo de crowdfunding que se quiere regular, así como de los sujetos que participan (inversor, promotor y plataforma). Se debe, además, establecer un régimen de autorización para las plataformas, para las que deben establecerse criterios claros sobre las actividades que pueden llevar a cabo y aquellas que tienen prohibidas por estar reservadas a otras entidades supervisadas. Se deben imponer unos requisitos mínimos de capital que aseguren la capacidad operativa de las plataformas, pero también obligaciones de *due diligence* y de conducta, asegurando un adecuado nivel de protección al inversor. Este esquema se vería completado con normas sobre el régimen de supervisión, inspección y sanción.

No obstante, el desarrollo de la industria se puede ver frenado por fuerzas que operen en sentido contrario. El crowdfunding se desarrolló especialmente durante la crisis financiera que comenzó en 2008, ocupando el hueco que las entidades de crédito habían dejado sin cubrir y permitiendo a los inversores obtener rentabilidades superiores a las que podían obtener a través de las vías tradicionales de inversión financiera. Un cambio en estas circunstancias podría dar lugar a una vuelta a los sectores financieros tradicionales, que están además sometidos a unas reglas del juego que los agentes conocen bien. Si además las entidades financieras tradicionales incorporaran realmente el uso de la tecnología de manera análoga a las plataformas, haciendo la experiencia más agradable para el usuario de servicios financieros, podrían recuperar una parte del mercado que han perdido.

Se ha comentado que la regulación puede alentar la financiación participativa, pero es necesario destacar que el proceso normativo se está llevando a cabo de manera individualizada, sin que exista ningún tipo de coordinación entre jurisdicciones, ni siquiera en la Unión Europea, donde existe un alto grado de armonización en materia de servicios financieros. De continuar esta tendencia las operaciones transnacionales podrían verse obstaculizadas, lo que no deja de ser paradójico para un sector en el que la tecnología permite superar las barreras geográficas.

---

279. Oxera (2015).

280. Herrera (2016).

Finalmente, reiteramos que aunque el sector no está generando todavía riesgo sistémico, podría hacerlo en el futuro por su crecimiento, su vinculación con el sector financiero tradicional y las divergencias normativas entre países. De hecho, la Junta de Riesgo Sistémico de la Unión Europea ha anunciado que a partir de 2016 vigilará la evolución del *fintech*, en el que entendemos que debe estar incluido el crowdfunding. La consideración de la financiación participativa como sistémica podría suponer un freno a su crecimiento, en tanto es probable que se impongan requisitos prudenciales más costosos. En todo caso, de darse esta situación, no cabría duda de que el crowdfunding realmente habría llegado a tener un papel relevante en la financiación de las empresas.

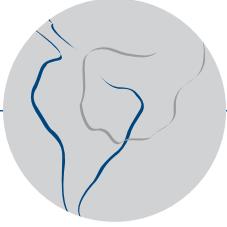
## Bibliografía

- Agrawal, A. K., Catalini, C., Goldfarb, A. (2013): Some simple economics of crowd-funding. Working paper 19133, NBER working paper series. Cambridge, MA. <http://www.nber.org/papers/w19133.pdf>
- Akerlof, G. (1970): The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. Quarterly Journal of Economics (The MIT Press) number 84.
- Autoridad Europea de Valores y Mercados (2014): Opinion on Investment-based crowdfunding. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378\\_opinion\\_on\\_investment-based\\_crowdfunding.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf)
- Comissão do Valores Mobiliários (2016): Edital de audiência pública SDM nº 06/2016. [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/ane-xos/2016/sdm0616edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/ane-xos/2016/sdm0616edital.pdf)
- Comisión Europea (2015a): Green paper: Building a Capital Markets Union. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=COM:2015:63:FIN&rom=EN>
- Comisión Europea (2015b): Crowdfunding: mapping EU markets and events study. Trabajo elaborado por Crowdsurfer Ltd. y Ernst & Young Llp. [http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/20150930-crowdfunding-study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/20150930-crowdfunding-study_en.pdf)
- Comisión Europea (2016): Crowdfunding in the EU Capital Markets Union. Staff working document. [http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study_en.pdf)
- Cuesta, C., Fernández de Lis, S., Roibas, I., Rubio, A., Ruesta, M., Tuesta, D., Urbio-la, P. (2014): Crowdfunding en 360º: alternativa de financiación en la era digital. BBVA Research. [https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/2015/01/Observatorio\\_crowdfunding.pdf](https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/2015/01/Observatorio_crowdfunding.pdf)
- Cunningham, W. M. (2012): The JOBS Act: Crowdfunding for small businesses and startups. Apress.
- Financial Conduct Authority (2014): The FCA's regulatory approach to crowd-funding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media. Feedback to CP13/13 and final rules. <http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-04.pdf>
- Herrera, D. (2015): "Financiamiento alternativo: cambio y regulación". *Revista Ibe-roamericana del Mercado de Valores*, nº 45.
- Herrera, D. (2016): Alternative Finance (Crowdfunding) Regulation in Latin America and the Caribbean. A balancing Act. Inter-american Development Bank.

[https://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/7837/Alternative-Finance-\(Crowdfunding\)-Regulation-in-Latin-America-and-the-Caribbean-A-Balancing-Act.pdf](https://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/7837/Alternative-Finance-(Crowdfunding)-Regulation-in-Latin-America-and-the-Caribbean-A-Balancing-Act.pdf)

- Information for Development Program, Banco Mundial (2013): Crowdfunding's Potential for the Developing World. Elaborado por Information for Development Program.  
[http://www.infodev.org/infodev-files/wb\\_crowdfundingreport-v12.pdf](http://www.infodev.org/infodev-files/wb_crowdfundingreport-v12.pdf)
- Junta de Estabilidad Financiera (2013): Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: An Overview of Policy Recommendations.  
<http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-04.pdf>
- Kirby, E., Worner, S. (2014): Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast. Staff Working Paper of the IOSCO Research Department.  
<http://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>
- Massolution (2015): Crowdfunding industry report.
- Ministerio de Hacienda de Colombia-Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (2016): Documento de consulta: Alternativas de regulación del crowdfunding.  
[http://www.urf.gov.co/urf/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP\\_MHCP\\_WCC-049581%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased](http://www.urf.gov.co/urf/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP_MHCP_WCC-049581%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased)
- Oxera (2015): Crowdfunding from an investor perspective.  
[http://ec.europa.eu/finance/finservices-retail/docs/fsug/papers/160503-study-crowdfunding-investor-perspective\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/finservices-retail/docs/fsug/papers/160503-study-crowdfunding-investor-perspective_en.pdf)
- Robles Peiro, R. H. (2015): "Crowdfunding: razones para regularlo". *Revista Iberoamericana del Mercado de Valores*, nº 45.
- Rodríguez de las Heras, T. (2013): "El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos". *Revista Pensar en Derecho*, nº 3. Buenos Aires, Argentina.  
<http://www.derecho.uba.ar/publicaciones/pensar-en-derecho/revistas/3/el-crowdfunding-una-forma-de-financiacion-colectiva-colaborativa-y-participativa-de-proyectos.pdf>
- Talavera Insfrán, L. M. (2015): "Crowdfunding en el Paraguay. Éxitos y fracasos". *Revista Iberoamericana del Mercado de Valores*, nº 45.
- Vargas, F., Dasari, J., Vargas, M. (2015): Understanding crowdfunding: The SEC's new crowdfunding rules and the universe of public-fund raising. *Business Law today*.  
[http://www.americanbar.org/publications/blt/2015/12/03\\_vargas.html](http://www.americanbar.org/publications/blt/2015/12/03_vargas.html)
- Wardrop, R., Rosenberg, R., Zhang, B., Ziegler, T., Squire, R., Burton, J., Arenas Hernández, E., Garvey, K. (2015): Breaking new ground: The Americas alternative finance benchmarking report.  
[https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user\\_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2016-americas-alternative-finance-benchmarking-report.pdf](https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2016-americas-alternative-finance-benchmarking-report.pdf)

- Zhang, B., Baeck, P., Ziegler, T., Bone, J., Garvey, K. (2016): Publishing boundaries: the 2015 UK Alternative Finance Industry Report. Cambridge Center for Alternative Finance y Nesta.  
[https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/pushing\\_boundaries\\_0.pdf](https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/pushing_boundaries_0.pdf)
- Zunzunegui, F. (2015): "Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)". Revista de Derecho del Mercado Financiero. *Working Paper* 3/2015.  
[http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2015/07/zunzunegui-wp-3\\_2015-regimen-juridico-de-las-plataformas-de-financiacion-participativa.pdf](http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2015/07/zunzunegui-wp-3_2015-regimen-juridico-de-las-plataformas-de-financiacion-participativa.pdf)



## GLOSARIO Y DEFINICIÓN DE TÉRMINOS

---



## 1. Glosario

**Apalancamiento:** proporción entre capital propio y el crédito.

**Altcoins:** monedas alternativas generadas en base a cálculos matemáticos, concebidas para realizar transacciones P2P entre sus usuarios.

**Bancarización:** término que hace referencia al grado de utilización por parte de la población de los productos y servicios bancarios, esto es, de la red bancaria.

**Big Data:** macrodatos o datos masivos es un concepto que hace referencia al almacenamiento de grandes cantidades de datos, y a los procedimientos usados para encontrar patrones repetitivos dentro de esos datos.

**Bitcoin:** criptomoneda creada en 2009. El término se aplica también al protocolo y a la red P2P que lo sustenta.

**Blockchain:** también denominado Tecnologías de libro mayor distribuido o DLT (Distributed Ledger Technologies), es una base de datos formada por cadenas de bloques, diseñada para evitar su modificación una vez que un dato ha sido publicado. Es la tecnología en la que se basa la moneda virtual bitcoin, y que permite transacciones financieras seguras sin intermediarios.

**Business Angels:** personas físicas que invierten su patrimonio en las fases más iniciales de un proyecto empresarial (habitualmente en la fase capital semilla, es decir, empresas recién creadas con servicios o productos todavía sin lanzar al mercado y, por lo tanto, carecen de ventas e ingresos).

**Capital riesgo:** es la aportación de capitales por parte de una sociedad inversora especializada, a una pequeña o mediana empresa. Mediante esta aportación, la sociedad inversora toma una posición minoritaria en la sociedad receptora sin la intención de perdurar indefinidamente dentro de su grupo de accionistas. Puede distinguirse entre **private equity** —inversión con vocación de permanencia limitada en empresas no financieras de reducido tamaño o no cotizadas en los mercados las entidades— y **venture capital** —que se concentra en la aportación de recursos en forma de capital a empresas que se encuentran en una fase inicial o que están empezando a crecer—.

**Criptomonedas:** es un medio digital de intercambio, no tienen un emisor central. La primera criptomoneda que empezó a operar fue Bitcoin, y desde entonces han aparecido muchas otras, con diferentes características y protocolos como pueda ser Litecoin, Ripple, Dogecoin.

**Crowdfunding:** financiación colectiva de proyectos de diversa naturaleza, a través de plataformas de Internet, donde se ponen en contacto a promotores de proyectos que demandan fondos con una multitud de inversores. Las plataformas que recaudan donaciones se denominan **donation-based crowdfunding**, cuando el rendimiento del inversor tiene forma de recompensa **reward-based crowdfunding**, las plataformas de préstamos y bonos se denominan **lending y debt-based crowdfunding** y las que ofrecen una participación en el capital son **equity crowdfunding**.

**EBITDA:** indicador financiero que se calcula a partir del resultado final de explotación de una empresa, sin incorporar los gastos por intereses o impuestos, ni las disminuciones de valor por depreciaciones o amortizaciones.

**Factoring:** operación de cesión del crédito a cobrar por la empresa a favor de una entidad financiera normalmente. Los créditos que son parte de cesión, están instrumentados en operaciones corrientes de la empresa, normalmente del flujo de venta de sus productos o servicios a terceros. En el caso de ventas a plazo, se genera un crédito a favor de la empresa apoyado en la operación comercial que es susceptible de ser transferido a un tercero.

**Fideicomiso:** forma jurídica en la que se organiza el conjunto de bienes captado del público administrado por una sociedad fiduciaria. Consiste en la transmisión de derechos, presentes o futuros por parte del fiduciante, a una persona natural o persona jurídica llamada fiduciario, para que sean administrados o invertidos de acuerdo a un contrato, a favor del propio fideicomitente o de un tercero, llamado beneficiario.

**Fintech:** término referido a los servicios o empresas que aprovechan las nuevas tecnologías de la información, las aplicaciones móviles, etc., para ofrecer productos innovadores del sector financiero.

**Fondo de inversión:** patrimonio separado sin personalidad jurídica perteneciente a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo con el concurso de un depositario o figura equivalente, cuyo objeto es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos o invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.

**Folleto o prospecto:** documento relativo a la colocación de valores o su oferta pública, que incluye todas las características de la emisión de los títulos.

**Inclusión financiera:** es un proceso de integración de los servicios financieros a las actividades económicas cotidianas de la población, que puede contribuir de manera importante al crecimiento económico en la medida en que permita reducir de manera efectiva los costos de financiación, aseguramiento y manejo de los recursos, tanto para las personas como para las empresas.

**MIPYMES:** micro, pequeñas y medianas empresa, cuya definición (criterios para su clasificación) varía en cada una de las jurisdicciones.

**Negociación algorítmica de alta frecuencia:** también conocida en inglés high-frequency trading o por sus siglas HFT, es un tipo de negociación que se lleva a cabo en los mercados financieros, utilizando intensamente herramientas tecnológicas sofisticadas para obtener información del mercado, y en función de la misma intercambiar valores financieros.

**P2P (Peer-to-Peer):** entre pares o iguales. Las redes P2P permiten el intercambio directo de información, en cualquier formato, entre los ordenadores interconectados.

**PIB:** producto interior bruto o producto bruto interno es una magnitud macroeconómica que expresa el valor monetario de la producción de bienes y servicios de demanda final de un país (o una región) durante un periodo determinado de tiempo (normalmente un año).

**Préstamos P2P:** son préstamos entre particulares sin necesidad de que intervenga una institución financiera tradicional, y se gestionan a través de plataformas virtuales.

**PYMES:** pequeña y mediana empresa.

**Ratio de morosidad:** porcentaje que representan los créditos dudosos de una entidad sobre el total de la cartera de créditos

**Robo-advisor:** servicios *online* de gestión de inversiones que se realiza de forma automatizada.

**Scoring:** sistema de calificación de créditos que intenta automatizar la toma de decisiones en cuanto a conceder o no una determinada operación de riesgo, normalmente un crédito.

**Shadow banking:** la banca en la sombra hace referencia al conjunto de entidades, actividades o intermediarios financieros que intervienen en el mercado financiero, (sustituyendo, a veces, a la banca tradicional en algunas de sus funciones, como en la de dar crédito, por ejemplo), pero que no están reguladas, ni incluidas, dentro del sistema financiero bancario tradicional.

**Sociedad de garantía recíproca:** es una institución financiera que otorga garantías, avales, fianzas y servicios financieros. Es una empresa de servicios especializada en actividad de micro y pymes.

**Start up:** empresa de nueva creación que presenta grandes posibilidades de crecimiento. Aunque el término de start up puede referirse a compañías de cualquier ámbito, normalmente suele utilizar para aquellas que tienen un fuerte componente tecnológico, que están relacionadas con el mundo de Internet y la tecnología.

**Titulización, titularización, bursatilización o securitización:** proceso mediante el que se ceden los créditos por su acreedor original a una persona jurídica con forma de sociedad mercantil o a un patrimonio carente de personalidad jurídica que, sobre la base de los créditos cedidos, emiten valores.

## 2. Siglas de organismos supervisores de mercados de valores en Iberoamérica

**ASFI,** Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero de Bolivia

**CMVM,** Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios de Portugal

**CNBS,** Comisión Nacional Bancaria y de Seguros de Honduras

**CNBV,** Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México

**CNV,** Comisión de Nacional de Valores en Argentina y Paraguay

**CNMV,** Comisión Nacional del Mercado de Valores de España

**CVM,** Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil

**SFC,** Superintendencia Financiera de Colombia

**SIBOIF**, Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras de Nicaragua

**SIV**, Superintendencia de Valores de República Dominicana

**SMV**, Superintendencia del Mercado de Valores en el Perú y en Panamá

**SSF**, Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador,

**SSF**, Superintendencia de Servicios Financieros de Uruguay

**Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros**, Ecuador

**SVS**, Superintendencia de Valores y Seguros de Chile

### 3. Siglas de otros organismos

**BCU**, Banco Central del Uruguay

**BCE**, Banco Central Europeo

**BID**, Banco Interamericano de Desarrollo

**CAF Banco de Desarrollo de América Latina**

**EBA**, Autoridad Bancaria Europea

**EIOPA**, Autoridad Europea de Seguros y Planes de Pensiones

**ESMA**, Autoridad Europea de Valores y Mercados

**FMI**, Fondo Monetario Internacional

**FELABAN**, Federación Latinoamericana de Bancos

**FSB**, Consejo de Estabilidad Financiera

**IASB**, Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad

**IFC**, Corporación Financiera Internacional del Banco Mundial

**IOSCO**, Organización Internacional de Comisiones de Valores

**SBP**, Superintendencia de Bancos de Panamá

**SBS**, Superintendencia de Banca, Seguros y AFP del Perú

#### 4. Organismos públicos de ayuda a la financiación empresarial

**SEPYME**, Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional del Ministerio de Economía y Producción de Argentina

**BNDES**, Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social de Brasil

**SEBRAE**, Servicio Brasileño de Apoyo a las Micro y Pequeñas Empresas de Brasil

**Banco Estado** de Chile

**CORFO**, Corporación de Fomento de la Producción de Chile

**Consejo Superior de Pequeña y Mediana Empresa y Consejo Superior de Microempresas** de Colombia

**Banco Multisectorial de Inversiones** de El Salvador

**BANDESAL**, Banco de Desarrollo de El Salvador

**CONAMYPE**, Comisión Nacional para la Micro y la Pequeña Empresa de El Salvador

**DGPYME**, Dirección General de la PYME de España.

**NAFINSA**, Nacional Financiera Banca de Desarrollo de México

**SINAFIN**, Sistema Nacional de Financiamiento de mPymes de México

**INPYME**, Instituto Nicaragüense de apoyo a la Mediana y pequeña empresa de Nicaragua

**DPYME**, Dirección de políticas de fomento de la pequeña y mediana empresa de Nicaragua

**AMPYME**, Autoridad de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa de Panamá

**AFD**, Agencia Financiera de Desarrollo de Paraguay

**BNF**, Banco Nacional de Fomento de Paraguay

**AGROBANCO**, Banco Agropecuario de Perú

**BANNAC**, Banco de la Nación de Perú

**COFIDE**, Corporación Financiera de Desarrollo S.A. de Perú

**Banreservas**, Banco de Reservas de la República Dominicana,

**PROMIPYME**, Consejo Nacional de Promoción y Apoyo a la Micro, Pequeña y Mediana Empresa de República Dominicana



# OTRAS PUBLICACIONES DEL INSTITUTO IBEROAMERICANO DE MERCADOS DE VALORES

Disponibles en la web [www.iimv.org](http://www.iimv.org)



El Gobierno Corporativo en Iberoamérica. 2015



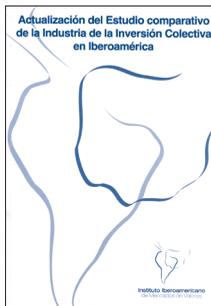
Estudio sobre la protección del inversor en Iberoamérica. 2013



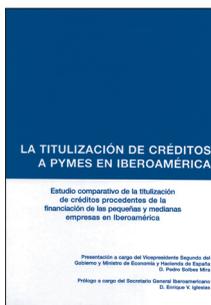
Estudio sobre los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en Iberoamérica. 2012



Estudio sobre la transparencia de los emisores en Iberoamérica. 2010



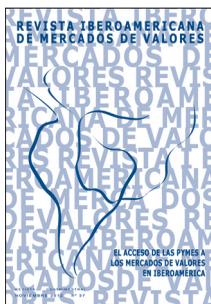
Actualización del Estudio Comparativo de la Industria de la Inversión Colectiva en Iberoamérica. 2010



Estudio “La titulización de créditos a pymes en Iberoamérica”. Estudio comparativo de la Titulización de créditos procedentes de la financiación de las Pequeñas y Medianas Empresas en Iberoamérica. 2007



Estudio Comparativo de la Industria de la Inversión Colectiva en Iberoamérica. 2006



Revista Iberoamericana de Mercados de Valores. Edición cuatrimestral, desde noviembre de 2000

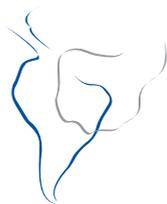


El desarrollo y competitividad de los mercados de capitales puede favorecer la diversificación de fuentes de financiación de las PYMES. Conscientes de las dificultades que tienen las empresas de menor tamaño, las autoridades gubernamentales y reguladoras de los mercados de valores han trabajado en medidas que, desde su ámbito de acción, contribuyen a que el mercado de valores se transforme en una opción real de financiamiento para estas empresas en Iberoamérica.

En este Estudio se describe el marco legislativo, las reformas en marcha y las experiencias e iniciativas con respecto a los instrumentos de financiación que las PYMES pueden encontrar en los mercados de capitales de la región y, para ello, los capítulos se estructuran en tres grandes apartados.

En el primero se describen las características de las PYMES en Iberoamérica, con especial atención a los problemas más comunes que impiden su adecuada financiación. A continuación, se analizan las iniciativas para facilitar el acceso directo de las pymes a los mercados, así como los vehículos especiales e iniciativas de financiación a través de los mercados de capitales de la región.

Por último, se abordan las tendencias con respecto al financiamiento de las PYMES vinculadas con los desarrollos tecnológicos, es decir, las actividades Fintech y, muy especialmente, el crowdfunding y la economía participativa.



Instituto Iberoamericano  
de Mercados de Valores

Con la colaboración y financiación de:

