

Nº 03 / 2019

OPORTUNIDADES PARA EL **DESARROLLO**



**Mecanismos de financiamiento
para pymes a través del
mercado de valores:** La
experiencia internacional y
recomendaciones para Uruguay

JAIME DUNN DE AVILA



**MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES
A TRAVÉS DEL MERCADO DE VALORES: LA EXPERIENCIA
INTERNACIONAL Y RECOMENDACIONES PARA URUGUAY**

JAIME DUNN DE AVILA
8 agosto 2019

COORDINADOR
Miguel Arango

EDITOR CAF
Esta serie es coordinada por la Vicepresidencia del Sector Privado de CAF

VICEPRESIDENTE SECTOR PRIVADO
Jorge Arbache

DIRECTOR DE LA DIRECCIÓN DE ANÁLISIS
Y EVALUACIÓN TÉCNICA DEL SECTOR PRIVADO
Juan Carlos Elorza

SERIE OPORTUNIDADES PARA EL DESARROLLO
El propósito de esta serie es brindar insumos a un público especializado integrado por hacedores de políticas públicas, académicos, investigadores, analistas y especialistas en temas que contribuyan a la mejora de la productividad en América Latina, especialmente en lo referente al sector privado, financiero y productivo.

DEPÓSITO LEGAL: DC2019000146

ISBN: 978-980-422-119-4

CONCEPTO GRÁFICO
Gatos Gemelos

MONTAJE Y DIAGRAMACIÓN
Claudia Parra Gabaldón

Las ideas y planteamientos contenidos en la presente edición son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no comprometen la posición oficial de CAF.

Este documento es de propiedad exclusiva de CAF. Puede ser distribuido y citado siempre y cuando se mencione la fuente de manera completa: es decir el título, fecha, autor, ANDE y a CAF-Banco de Desarrollo de América Latina.

La versión en digital de esta publicación se encuentra en:
scioteca.caf.com

© 2019 Corporación Andina de Fomento
Todos los derechos reservados

MONEDAS



\$us	Dolares de los Estados Unidos de América
AS\$	Pesos Argentinos
\$	Pesos Uruguayos
€	Euros

ABREVIATURAS Y ACRÓNIMOS



AFAP	Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional
AFISA	Administradora de Fondos de Inversión
ANDE	Agencia Nacional para el Desarrollo
BCBA	Bolsa de Comercio de Buenos Aires
BCU	Banco Central del Uruguay
BEVSA	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A
BVM	Bolsa de Valores de Montevideo S.A
CAF	Corporación Andina de Fomento, Banco de Desarrollo de América Latina
CORFO	Corporación de Fomento de la Producción de Chile
DS	Decreto Supremo
FIA	Fondo de Inversión Abierto
FIC	Fondo de Inversión Cerrado
FINRA	<i>Financial Industry Regulatory Authority</i>
Fintech	<i>Financial Technology</i> (en español Tecnología Financiera)
ICVM	<i>Instrução Comissão do Valores Mobiliários</i> (en español Instrucción de la Comisión de Valores Mobiliarios)
IGR	Instituciones de Garantías Recíproca
IIMV	Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de capitales en Iberoamérica
LMV	Ley del Mercado de Valores N° 18.627 de fecha 02 de diciembre de 2009
Mipyme	Micro, pequeñas y medianas empresas
NAFIN	Nacional Financiera. Banca de Desarrollo de México
NASDAQ	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotation</i>
ON	Obligación Negociable
OTC	<i>Over the Counter</i> o mercado extrabursátil
pbs	Puntos básicos. 1 pbs = 0,01
Pyme	Pequeña y mediana empresa
RMV	Registro del Mercado de Valores
RNMV	Recopilación de Normas del Mercado de Valores
RPMV	Registro Público del Mercado de Valores
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SGR	Sociedad de Garantía Recíproca
SiGa	Sistema Nacional de Garantías para empresas
SSF	Superintendencia de Servicios Financieros
VPE	Vehículo de propósito especial
WFE	<i>World Federation of Exchanges</i>

ÍNDICE



Monedas	03
Abreviaturas y Acrónimos	04
Resumen Ejecutivo	08
I. Importancia de las empresas de menor porte en las economías locales	11
Las mipymes en Uruguay	13
Acceso al crédito para pymes en Uruguay	14
II. Empresas pymes y el financiamiento en el mercado de valores	15
1. Razones de “oferta” y “demanda” de pymes que impiden su financiamiento en el mercado de valores	16
2. Mecanismos para la inclusión de pymes en el mercado de valores	17
2 1 Mecanismos de primera generación (mercados alternativos)	18
Caso de éxito: El Alternative Investment Market (AIM)	19
2 2 Mecanismos de segunda generación (regímenes de emisiones simplificadas)	20
2 3 Mecanismos de tercera generación (vehículos de propósito especial y mecanismos de garantías)	21
2 4 Mecanismos de cuarta generación (Fintech)	21
¿Qué es el <i>crowdfunding</i> y cómo funciona para las pymes?	22
Falta de regulación y transparencia	24
3. Faltan empresas emisoras en el mundo: Las pymes como solución	24
4. Los Fondos de Inversión y los procesos de titularización como vehículos (VPE) emisores	25
III. Mecanismos de oferta pública para el financiamiento de pymes en América Latina y España	27
1. Argentina	28
1 1 Simplificación de trámites	29
A. Pymes CNV	29
B. ON pyme Garantizadas	29
C. Pagaré bursátil pyme CNV avalados	30
1 2 Mercados alternativos de valores	31
A. Panel pyme	31
B. Mercado Argentino de Valores (MAV)	31
1 3 Sociedades de Garantía Recíproca (mecanismo de garantía)	31
1 4 Cheque de Pago Diferido (CPD)	32
1 5 Fondos de Inversión (vehículos de propósito especial)	33

2. Bolivia	33
2 1 Simplificación de trámites	33
2 2 Mesa de Negociación (mercado alternativo)	34
Estructurador Pyme	34
2 3 Bonos participativos	35
2 4 Fondos de inversión cerrados (vehículos de propósito especial)	35
2 5 Fondo de aval bursátil (mecanismo de garantía)	36
3. Brasil	36
3 1 Simplificación de trámites	36
3 2 Bovespa Mais (mercado alternativo)	37
3 3 Fondos de inversión en participaciones (vehículos de propósito especial)	37
4. Chile	38
4 1 Instituciones de Garantía Recíproca (mecanismo de garantías)	38
4 2 Bolsa Emergente y crowdfunding (Fintech)	39
A. Bolsa Emergente	39
B. <i>Crowdfunding</i> para pymes	39
5. Colombia	40
5 1 El Segundo Mercado (mercado alternativo)	40
A. El Segundo Mercado (versión 1)	40
B. El Segundo Mercado (versión 2)	41
5 2 <i>Crowdfunding</i>	42
6. Ecuador	42
6 1 Mercados alternativos	42
A. Registro Especial de Valores No Inscritos (REVNI)	43
B. Registro Especial Bursátil (REB)	43
7. México	44
7 1 Sociedades anónimas específicas (Régimen Simplificado)	44
7 2 Fondos de Inversión (vehículos de propósito especial)	45
7 3 Fintech	45
8. Perú	46
8 1 Mercado Alternativo de Valores (MAV)	46
9. España	49
9 1 Mercados Alternativos	49
A. Mercado Alternativo Bursátil (MAB)	49
B. Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)	50
9 2 Sociedades de Garantía Recíproca (mecanismo de garantías)	50
9 3 <i>Crowdfunding</i> (Fintech)	51
9 4 Patrimonios autónomos (vehículos de propósito especial)	51
IV. Escasos resultados de los mecanismos de “oferta de pymes”	52

V. Análisis del régimen de emisiones simplificadas del Uruguay	58
1. Aspectos puntuales del régimen de emisiones simplificadas	59
1 1 “Los intermediarios de valores...serán responsables de verificar...”	60
1 2 “Las bolsas de valores serán responsables de verificar, por algún medio que entiendan pertinente...”	61
1 3 “recabar...en forma previa a cada inversión...una declaración jurada”	61
1 4 “Personas físicas o jurídicas, con activos financieros superiores a 4.000.000 UI”	62
1 5 Universo de inversionistas limitado e información generada reducida	62
1 6 Exceso en el límite de facturación sin ningún tipo de obligación adicional	63
1 7 Requisito de designación de un representante de los tenedores de valores	63
1 8 Requisito de adoptar prácticas de gobierno corporativo	64
1 9 Manuales de calificación de riesgo para pymes bajo el régimen simplificado	64
2. Cálculo de tasas de financiamiento efectivas con y sin el régimen de emisiones simplificadas de Uruguay	66
2 1 Riesgo de desplazamiento de tasa	69
Costos de emitir valores y el mito que los regímenes simplificados y los mercados alternativos los resuelven	69
2 2 Riesgo de orfandad de pymes	69
2 3 Aversión al riesgo	70
3. Recomendaciones para que las pymes accedan a financiarse en el mercado de valores de Uruguay	71
3 1 Sugerencias para optimizar el régimen de emisiones simplificadas	71
3 2 Propuesta de creación de Fondos de Inversión Cerrados (FIC) para financiar a las pymes mediante compra de ON, vales, letras de cambio, pagarés o similares de oferta privada	73
3 3 Involucrar al SiGa en la estrategia de financiamiento a pymes a través del mercado de valores	83
3 4 Bursatilización del cheque de pago diferido (CPD)	84
3 5 Creación de un mercado de corto, mediano y largo plazo a favor de las pymes	84
3 6 El rol de ANDE en el mercado de valores	85
VI. Conclusiones y recomendaciones	86
Bibliografía	88

RESUMEN EJECUTIVO



En diversos estudios y foros internacionales, se ha hablado mucho de la importancia de las pymes dentro de las economías de los países. Son una importante fuente de empleo, constituyen la mayoría de las empresas en funcionamiento y tienen un considerable impacto en las cifras del empleo de hasta más del 60% del PIB en algunos casos.

Dada esa importancia, los esfuerzos de conseguir mecanismos de financiamiento efectivos ha sido siempre un tema prioritario en cada país. Ya sea a través de mecanismos de banca de desarrollo, apoyo técnico y tecnológico y hasta subsidios de tasas.

El mercado de valores siempre se ha visto como una alternativa interesante. Desde mediados de los años ochenta han surgido diversas iniciativas. En este estudio se han clasificado y organizado en cuatro grandes grupos para poder realizar un mejor análisis en cuanto a su efectividad y utilidad. Estos son: los mercados alternativos, los regímenes simplificados, los vehículos de propósito especial y mecanismos de garantías y los Fintech últimamente.

Estos cuatro grupos abarcan cuatro generaciones de mecanismos de financiamiento para pymes desde la década de los ochenta hasta la fecha. Los mercados alternativos (que llamamos de “primera generación”) y los regímenes simplificados (de “segunda generación”), son instrumentos que buscan la simplificación de trámites, partiendo de la hipótesis de que los costos y la burocracia son la razón principal por la cual las empresas de menor porte no pueden acceder al mercado de valores. Es decir, buscan incentivar la “oferta de pymes” en el mercado de valores facilitándoles los trámites y reduciendo sus costos de inscripción y emisión.

Pero por temas de riesgos y los bajos volúmenes de inversión que las pymes representan, entre otros, los intermediarios de valores no encuentran atractivo llevar a las pymes al mercado de valores y muchos inversionistas no encuentran atractivo invertir en ellas, por más de que estas accedan a regímenes simplificados o se les reduzcan los costos de acceso a mercados alternativos.

Los datos extraídos de varias fuentes nos demuestran que los inversionistas compensan la falta de información producto de los regímenes simplificados, exigiendo una mayor tasa de rentabilidad. En este trabajo, a eso se llama “desplazamiento de tasa”. Y como los inversionistas, especialmente los más sofisticados, y los intermediarios de valores están más interesados en montos altos y mercados más rentables, dejan a las pymes abandonadas en su intento de entrar a los mercados de valores. A eso llamamos “orfandad de pymes”. Aspecto que es muy visible especialmente en aquellos mercados donde el acceso a los mercados OTC y los valores extranjeros es muy grande, como es el caso de Uruguay.

Pero los vehículos de propósito especial (VPE) y los mecanismos de garantías a través de Sociedades de Garantías Recíprocas (SGR) o similares (de “tercera generación”), logran reducir riesgos y aumentar los volúmenes de inversión, por lo que estimulan la “demanda” por valores emitidos por pymes y, en consecuencia, también estimulan a que se las busquen activamente para que se acerquen al mercado de valores. Es decir, y como se pone de manifiesto en este estudio, los VPE y las SGR, atraen a los inversionistas para que inviertan en empresas de menor porte, incrementando la “demanda de pymes”.

Dicho lo anterior, en este estudio se evidencia que los mecanismos de primera y segunda generación (mercados alternativos y regímenes simplificados) no han sido muy exitosos. El análisis comparativo abarca América Latina y España, donde se aprecia que mecanismos de tercera generación, como son los VPE, los procesos de titularización y los fondos de inversión cerrados (FIC), son altamente efectivos en el financiamiento de las pymes, más aún si se cuentan con mecanismos de garantías. El éxito de estos mecanismos es evidente porque son mecanismos que se diseñan para promover la “demanda de pymes” en los mercados de valores, siendo la mejor opción para cualquier país de América Latina.

Por otro lado, los mecanismos de Fintech (como el *peer to peer lending*), son reconocidos como instrumentos de financiamientos muy efectivos, de “cuarta generación”, que rápidamente están demostrando un alto grado de seguridad uniendo justamente a la oferta y la demanda que los mecanismos de generaciones previas, vienen buscando. Sin embargo, el Fintech merece un estudio separado, especialmente dado de que mucho en este ámbito está recientemente siendo regulado.

Ahora concentrándonos en el ámbito del Uruguay, como resultado del análisis realizado y dada la realidad de ese país, se concluye que el régimen de emisiones simplificadas de noviembre del 2016 establecido por el Banco Central del Uruguay a favor de las pymes, ha sido un importante primer paso, pero al igual que ha sucedido en otros países, adolece del problema de ser un mecanismo de “oferta de pymes” de segunda generación, que a la fecha no ha logrado atraer el interés de las pymes ni de los intermediarios de valores. Claramente necesita de algunas reformas como las que comentamos en este libro, que pueden hacer que su alcance sea más efectivo y un buen complemento a las propuestas adicionales aquí planteadas.

Pero basados en la experiencia internacional, se sugiere que el BCU como regulador haga un salto a los mecanismos de tercera generación. En concreto que promueva el financiamiento indirecto de pymes, para que éstas realicen emisiones de valores de oferta privada adquiridas por FIC regulados, cuyos administradores profesionales, podrían evaluar y mitigar riesgos de manera profesional y eficiente, además de lograr economías de escala al poder financiar a varias pymes al mismo tiempo. Las pymes no necesariamente quieren cotizar en Bolsa, lo que quieren, es financiarse con recursos del mercado de valores, aunque no sean emisores directos.

Durante la realización de este trabajo, se confirmó que hoy en día hay un importante mercado de ofertas privadas promovidas por intermediarios de valores y asesores de inversión. El BCU obviamente no las regula a pesar de que los participantes del mercado de valores regulado, las estructuran, promueven y venden. Al permitir a los FIC la compra de valores de oferta privada únicamente de pymes, se logran muchas ventajas: los costos de financiamiento de las empresas de menor porte se reducen drásticamente comparado con hacer una oferta pública, además que los mismos quedan divididos entre varias pymes. El FIC como vehículo de propósito especial, tiene la ventaja natural

de diversificación de riesgo, puede realizar emisiones de montos altos y superiores a los que una sola empresa pyme puede lograr, puede reglamentar el tipo de empresas en las que invierte y muchas otras que justamente se dan cuando se usa un FIC como vehículo de financiamiento para varias empresas de manera simultánea.

Este estudio también establece que es fundamental para la implementación de las sugerencias aquí planteadas, la participación activa de ANDE, no solo como líder ejecutor, sino también como “asesor bursátil pyme”; partiendo del principio de que el mercado de valores no debe ser visto como un proveedor de créditos, sino como un proveedor de inversionistas. Razón por la que es fundamental la existencia de una entidad que guíe y oriente a las empresas de menor porte a incorporarse a nuevas modalidades de financiamiento.

De igual manera, se sugiere que el SiGa, a través de algún nuevo programa de garantías, asuma un rol similar a una SGR, para servir como mecanismo de aval a los FIC cuya cartera se compondría de ON, vales o similares de oferta privada de pymes o de cualquier otro instrumento financiero, tales como letras de cambio, pagarés o cheques de pago diferido que eventualmente podrían ser avalados y transables en Uruguay.

La “demanda” de valores de las empresas de menor porte es posible únicamente con esquemas de reducción de riesgo. De ahí que la constitución de entidades SGR o similares a mediano plazo es importante para lograr el financiamiento a pymes de manera masiva.

Todo eso implica gestionar cambios normativos y reglamentos especiales. Principalmente y de manera urgente, se debe lograr que los FIC tengan las mismas condiciones de neutralidad fiscal que los fondos de inversión abiertos.

Se debe recordar que Uruguay, antes que Argentina, estableció el mecanismo de emisión de cheques de pago diferido, pero no así un régimen de negociación en el mercado. Como dijimos, es importante que la agenda de ajustes regulatorios también contemple los mecanismos para justamente hacerlos negociables a favor de pymes y cuenten con un aval.

La agenda a trabajar es extensa y ANDE debe tomar como parte de su agenda las recomendaciones y conclusiones aquí planteadas.

IMPORTANCIA DE LAS EMPRESAS DE MENOR PORTE EN LAS ECONOMÍAS LOCALES

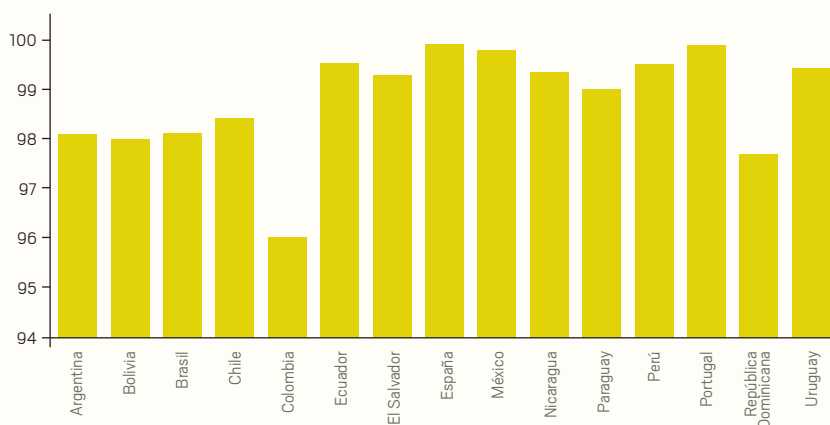
Está ampliamente documentado en numerosos estudios que las micro, pequeñas y medianas empresas (mipymes) en América Latina, son una fuente esencial de empleo y cuantitativamente superan considerablemente a las grandes empresas. Por eso, los esfuerzos de las autoridades públicas en proveerles acceso al financiamiento a través del crédito tradicional y del mercado de valores, son objetivos naturales y lógicos desde el punto de vista de políticas públicas.

Podemos apreciar a continuación (Gráfico 1), que es por demás elocuente respecto a la importancia de las mipymes en nuestras economías. En promedio, en América Latina, las mipymes componen más del 97% del total de todas las empresas registradas y en funcionamiento; alcanzando en varios países porcentajes muy próximos al 100%. En Ecuador y Perú cerca del 99,50%, México el 99,90% y en Uruguay el 99,45%.

Las microempresas aportan un 50,3% de los puestos de trabajo, siendo las principales generadoras de empleo. Las pequeñas empresas con un 17,6% y las medianas 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%.¹ CAF calcula que el 60% de los trabajadores en América Latina trabajan en empresas con 5 a 10 empleados.

1. Orueta, Ignacio (2017): *Importancia económica de las mipymes en las economías iberoamericanas*. En IIMV: *La Financiación de las Micro: Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores*: Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de capitales en Iberoamérica. Con la colaboración y la financiación de la CNMV de España y CAF. CYAN Proyectos Editoriales S.A. España. Orueta explica que existe una amplia variedad de formas de clasificación de empresas en América Latina, dependiendo del tamaño de la economía, pero no hay un consenso internacional que dé lugar a una definición estandarizada de pyme, por ejemplo. Para realizar su estudio, Orueta clasifica a las empresas legalmente establecidas, según informaciones y definiciones facilitadas por las Comisiones y Superintendencias colaboradoras de cada país que forman parte del estudio del IIMV mencionado en el punto anterior.

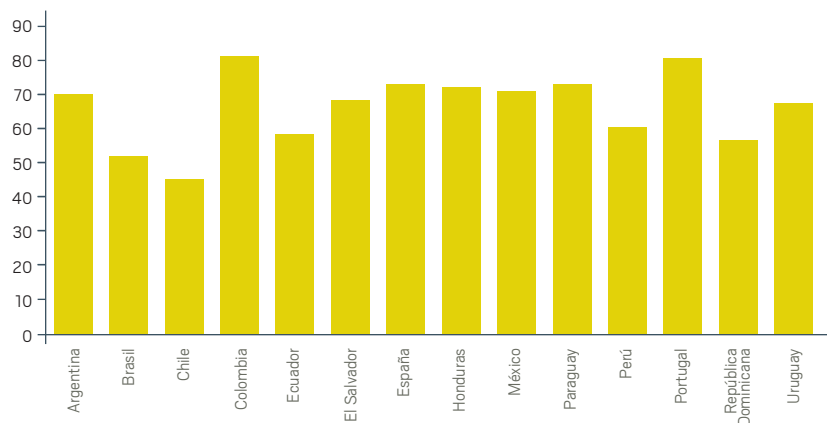
Gráfico 1. Porcentaje mipymes sobre total sector empresarial



Fuente: Orueta, Ignacio (2017): *Importancia económica de las mipymes en las economías iberoamericanas*. En IIMV: *La Financiación de las Micro: Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores*.

La participación de las mipymes en la generación de empleo en la región es muy importante, alcanzando el 80% en Colombia. En Uruguay este porcentaje es cercano al 70%, como podemos ver a continuación:

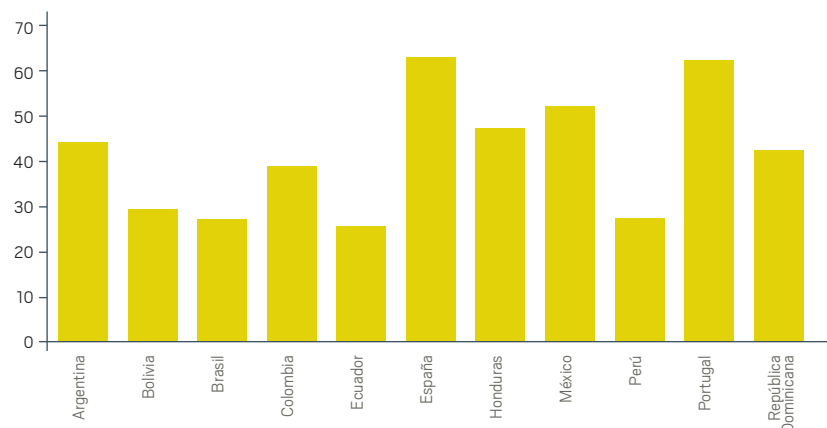
Gráfico 2. Porcentaje de empleo mipymes sobre el empleo total



Fuente: Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de capitales en Iberoamérica (2017): *La Financiación de las Micro: Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores.*

Debido a temas de escala y tamaño, pese a los altos índices de representatividad en el tejido laboral y empresarial, las mipymes tienen una participación del PIB en promedio del 25% y en pocos países superan el 50%. La participación en el PIB en esas magnitudes no es despreciable y una vez más evidencian la importante contribución de estas empresas en las economías locales, como vemos en el siguiente gráfico:

Gráfico 3. Aportación de mipymes al PIB del país (porcentaje sobre el PIB)



Fuente: Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de capitales en Iberoamérica (2017): *La Financiación de las Micro: Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores.*

Sin embargo, a pesar de la importancia comprobada de las mipymes dentro de las economías de los países, solo el 40% accede a fuentes de financiamiento tradicionales (comparado con el 76% de las grandes empresas).² Por eso las políticas públicas enfocan sus esfuerzos en la promoción e implementación de subsidios y exenciones tributarias (i.e. México, Panamá y España), implementación de líneas de crédito especiales, políticas de fijación de tasas de interés (i.e. Bolivia, Ecuador, Venezuela y Uruguay), a través de bancas de desarrollo o de segundo piso (i.e. BNDES en Brasil, CORFO en Chile, BDP SAM en Bolivia, Bancóldex, Findeter y Finagro en Colombia, CFN en Ecuador, BANDESAL en El Salvador, y NAFIN en México).

2. Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de capitales en Iberoamérica (IIMV) (2017): *La Financiación de las Micro: Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores.* Con la colaboración y la financiación de la CNMV de España y CAF. CYAN Proyectos Editoriales S.A. España.

Adicionalmente se han creado diversas entidades de apoyo a mipymes en temas administrativos, gestión contable, capacitación, exportaciones, educación financiera y muchos más. Todo esto en el marco de estrategias y políticas nacionales de inclusión financiera, generación de empleo, e inversión productiva.

La conclusión sobre el apoyo de las políticas públicas para mipymes, es que son de impacto positivo, pero a muy corto plazo y no son sostenibles en el tiempo. Más bien, se corre el riesgo que todo tipo de subsidio de tasas o cobertura de riesgo, a la larga tenga efectos nocivos y perjudique el desarrollo competitivo de las mipymes que pretende ayudar.

Por eso, en la búsqueda de alternativas de solución definitiva y de largo plazo, es natural ver al mercado de valores como una herramienta de apoyo financiero viable.

LAS MIPYMES EN URUGUAY

Las políticas públicas de apoyo a las mipymes no han estado ausentes en Uruguay desde el año 1990, cuando mediante la Ley 16.170, se crea la Dirección Nacional de Artesanías, Pequeñas y Medianas Empresas (DINAPYME), para coordinar e implementar políticas de fomento para el desarrollo de las mipymes. Seguidamente en 1991, mediante Ley 16.201, se declara de interés nacional la promoción, desarrollo y tecnificación de las empresas de menor porte, reconociendo así el importante papel que las mismas ocupan en la economía uruguaya.

Desde la década de los noventa a la fecha, se han creado otras instituciones y varios programas de fomento a las mipymes; y en el ámbito tributario, coexisten diversos regímenes y beneficios fiscales que buscan promover el desarrollo de las mismas.³

El 2007 se implementa el Régimen de Promoción de Inversiones y mediante el Decreto 504/007 del 20 de diciembre de 2007 (modificativo de los Decretos 54/992 y 266/95), se categorizan a las unidades económicas en micro, pequeñas y medianas empresas en función del número de personal ocupado conjuntamente con su facturación anual conforme a ciertos límites cuantitativos (Cuadro 1).

Cuadro 1. Clasificación de mipymes en Uruguay (Decreto 504/007 del 20 de diciembre de 2007)⁴

	PERSONAL OCUPADO	FACTURACIÓN ANUAL EN UI
Microempresas	Hasta 4 personas	Hasta 2.000.000
Pequeñas empresas	Hasta 19 personas	Hasta 10.000.000
Medianas empresas	Hasta 99 personas	Hasta 75.000.000
Grandes empresas	Desde 100 personas en adelante	Desde 75.000.001 en adelante

- El Régimen de Promoción de Inversiones (Decreto 002/012, que reglamenta la Ley de Promoción de Inversiones - Ley N° 16.906), promueve en forma específica el desarrollo de emprendimientos de las mipymes. Los beneficios previstos refieren a los siguientes impuestos: Impuesto al Patrimonio (IP), Tasas y tributos a la importación, Impuesto al Valor Agregado Nacional (IVA) e Impuesto a la Renta de las Actividades Económicas (IRAE). Para las empresas cuyos emprendimientos mantengan niveles bajos de facturación y activos afectados a la actividad, existen regímenes especiales (monotributo), en los que se les permite liquidar sus impuestos bajo ciertas facilidades en relación a cuantía y formas de cálculo, tratándose, generalmente, de la aplicación de montos fictos definidos por el Poder Ejecutivo. Las empresas de mayor envergadura se rigen por los regímenes generales en la liquidación de sus impuestos.
- Facturación en dólares americanos al 1 de marzo del 2018: Microempresa: Hasta \$us 267 mil, Pequeña: Hasta \$us 1.3 millones, Medianas: Hasta \$us 10 millones. 1 UI= 3,80 Pesos y 1 \$us= 28,41 Pesos.

Fuente: Elaboración propia con datos Decreto 504/007.

Según la última Encuesta Nacional de Mipymes de octubre del 2017, realizada por el Ministerio de Industria, Energía y Minería, en Uruguay existen 151,910 empresas mipymes, de las cuales 129.188 son microempresas, 18.544 son pequeñas y 4.178 son medianas. La estructura por sectores de actividad muestra que son en su mayoría empresas de servicios (51%) y comerciales (39%), y solo un 10% industriales. Las mipymes están fundamentalmente dirigidas por empresarios con un alto nivel educativo y una edad promedio de 47 años y generan aproximadamente un total de 802.578 empleos.⁵

- Ministerio de Industria, Energía y Minería (octubre 2017): *Encuesta Nacional de Mipymes*. Uruguay. Este grupo representa todas las Micro, Pequeñas y Medianas empresas formales del país de acuerdo al Decreto N° 504/007; entendiéndose por formales todas aquellas que registran sus obligaciones tributarias y previsionales en los organismos del Banco de Previsión Social y la Dirección General Impositiva. Se trata de entidades jurídicas con actividad económica del sector privado que poseen Registro Único Tributario (RUT) al 31 de diciembre de 2015.

ACCESO AL CRÉDITO PARA PYMES EN URUGUAY⁶

En Uruguay, el 72% de las mipymes se encuentran bancarizadas, siendo el mayor desafío el sector de micro empresarios, donde el 32% aún no cuenta con ningún producto financiero. En cambio, para las pymes, el nivel de bancarización es casi total (96% y 99% respectivamente). Esto gracias a la Ley de Inclusión Financiera N°19.210, que fomenta el uso de las entidades financieras reguladas para el pago de sueldos por cajero automático y el pago a proveedores a través de bancos.

Pese a los altos niveles de bancarización, por su parte, las pymes presentan condiciones de acceso al crédito restringidas. Los principales desafíos en la materia están asociados a la profundización e intensidad del uso de productos y operativas financieras más complejas. Según la Encuesta Nacional (Gráfico 4), el 14% de las pequeñas empresas cuentan con acceso pleno al crédito, ya sea bancario, no bancario o un préstamo personal. Esta cifra sube al 25% para las medianas empresas.

El 27% de las pequeñas y el 23% de las medianas empresas, accedieron al crédito, pero con dificultades. Entre el 11% y el 12% de estas empresas se encuentran “excluidas” o autoexcluidas del crédito (unas 2.685 pymes) ya que indicaron haber tenido necesidad de un crédito, pero no accedieron a ninguno. Finalmente, el 47% de las pequeñas y el 40% de las medianas empresas, no accedió a ningún crédito y se identificaron como empresas que no lo solicitaron (“no usuaria de crédito”). El caso es más dramático para las microempresas.

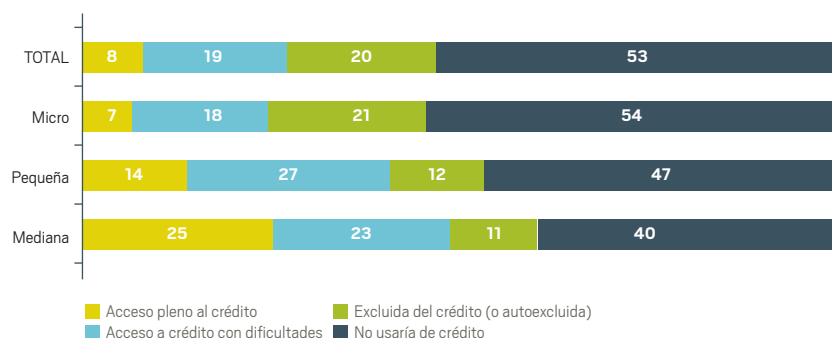
En general, los principales motivos de rechazo del crédito se relacionan con ventas o ingresos insuficientes (17%), falta de antigüedad (9%), certificados no vigentes o falta de documentación (9%), registro en la base de datos del *Clearing* (8%) o problemas con los balances contables (8%), entre otros.

Para contrarrestar la falta de acceso al financiamiento tradicional, en Uruguay se han implementado diversos mecanismos de apoyo crediticio a las mipymes, a través de diferentes instituciones como ser el Banco República Oriental de Uruguay (BROU), Cooperativa ACAC, FUCAC, FUNDASOL, SAINDESUR, Instituto de Promoción Económico Social del Uruguay (IPRU) y el Sistema Nacional de Garantías para empresas (SiGa), que ofrecen distintas líneas de financiamiento, subsidios y garantías.⁷

6. Ídem.

7. Unidad de Apoyo al Sector Privado (UnASeP), Ministerio de Economía y Finanzas (agosto 2014): *Políticas de Apoyo a las Mipymes: Ficha Temática 2/2014*. Uruguay.

Gráfico 4. Acceso al crédito en los últimos tres años (Uruguay, 2017)



Fuente: Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de capitales en Iberoamérica (2017): *La Financiación de las Micro: Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores*.

II EMPRESAS PYMES Y EL FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO DE VALORES

Es sabido que las pymes cuentan con menores posibilidades de financiarse, por lo que recurren principalmente a recursos propios, la banca comercial o las entidades financieras especializadas en pequeñas y medianas empresas. Los plazos de sus créditos son generalmente cortos y las tasas de interés muchas veces superior a la de las grandes empresas.

Algunos estudios indican que los principales impedimentos para que las pymes accedan a los mercados de valores mediante emisiones de oferta pública, entre otras, son básicamente la poca probabilidad que tienen de cumplir con los altos grados de solvencia jurídica y financiera, además de la alta transparencia que los mercados de capitales exigen. De manera puntual las razones generalmente son:

- a. Alto grado de informalidad.
- b. Falta de garantías.
- c. Capacidad de pago insuficiente.
- d. Falta de historial crediticio.
- e. Historial crediticio negativo.
- f. Falta de capacidad de ajuste a cambios y ciclos de la economía.
- g. Administración generalmente con conocimientos limitados.
- h. Falta de gobernanza corporativa.
- i. Estructuras empresariales familiares o unipersonales.

Con cara al mercado de capitales, las pymes compiten con emisores tradicionales de ofertas públicas de valores que jurídicamente cuentan con estatutos sociales, reglamentos internos de funcionamiento, acuerdos societarios de conocimiento público, comités de auditoría, códigos de ética, reglamento de gobernanza corporativa y una serie de manuales de funcionamiento y transparencia entre otros. Contablemente generan información periódica, cuentan con auditores internos y deben publicar sus estados financieros auditados externamente de forma anual.

Organizacionalmente, los emisores de valores, tienen directores, ejecutivos y empleados claramente identificados con roles establecidos en el ámbito de la gobernanza y administración de las operaciones de la empresa. La complejidad del negocio empresarial y sus finanzas se mide con una calificación de riesgo basada en la información generada por la misma empresa. Esta se publica de manera periódica, trimestralmente o semestralmente con un lenguaje estandarizado para la evaluación de los potenciales inversionistas, quienes, a su vez, buscan que los valores adquiridos tengan un mercado secundario líquido y profundo. Es decir, que se emitan en grandes volúmenes y sean adquiridos por la mayor cantidad posible de inversionistas.

Dicho lo anterior, para las pymes es prácticamente imposible cumplir todos los requisitos y estándares comunes que cumplen los emisores tradicionales de valores de oferta pública. La mayor transparencia, se traduce en generación de información periódica, exige la utilización de más capital humano y de recurso materiales que significan mayores costos que las pymes simplemente no pueden solventar.

1. RAZONES DE “OFERTA” Y “DEMANDA” DE PYMES QUE IMPIDEN SU FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO DE VALORES

Para identificar las razones por las que las empresas de menor porte no se pueden financiar de manera exitosa en el mercado de valores, es importante entender que hay problemas de oferta y de demanda que deben solucionarse de manera simultánea. Es decir, hay problemas de “oferta de pymes” y problemas de demanda por sus valores emitidos, es decir de “demanda de pymes.”

Existen razones atribuibles a las pymes, pero fundamentalmente también al mercado de inversionistas, las cuales se listan a continuación:

Razones de “oferta” atribuibles a las pymes:

- a. La carencia de educación financiera y de asesoramiento profesional en materia legal y contable.
- b. Los procesos de emisión conllevan una revelación excesiva de su información financiera y contable.
- c. Son empresas generalmente familiares.
- d. El temor a la presencia de terceros ajenos en su capital.
- e. Los costos de estructurar, realizar una emisión y mantener los valores emitidos es muy alto.
- f. La excesiva burocracia y el tiempo de espera para inscribirse como emisoras, desincentiva a las pymes.
- g. Hay muchos costos y requisitos regulatorios que cumplir una vez se emiten valores.
- h. Desconocimiento de las facilidades y ventajas que pueden ofrecer los mercados alternativos de valores.
- i. La oferta pública exige niveles de revelación de información que no necesariamente tienen o generan periódicamente.

Razones de “demanda” atribuibles a los inversionistas:

- a. Descalce de tamaños. Emisiones pequeñas versus demanda de montos altos.
- b. Historial financiero insuficiente y falta de información legal y contable.
- c. Valores emitidos son altamente ilíquidos. Se castiga a pymes con una tasa de rentabilidad mayor para los pocos inversionistas que participan de la oferta primaria de valores.
- d. Remuneración baja. Costos fijos de estructurar, evaluar, recomendar y colocar valores pymes son más altos.
- e. Inversionistas institucionales (y el Regulador en algunos casos) exigen instrumentos de deuda con calificaciones de riesgo superiores al grado de inversión (BBB-).
- f. Alto riesgo reputacional.
- g. Medidas de transparencia y publicidad mínimas exigidas por reguladores son contraproducentes para quienes tienen que evaluarlas. Esto hace que la valoración de las pymes sea dificultosa. Mientras los inversionistas sean más “sofisticados”, naturalmente necesitan de mayor información, no menos.
- h. Las asimetrías de información que se generan entre las pymes como emisores, los reguladores y los inversionistas, hace que cada cual tenga una percepción diferente de lo que es información “suficiente”.
- i. Los inversionistas profesionales y las calificadoras de riesgo no siempre cuentan con “modelos” de evaluación de pymes como emisoras.
- j. La mentalidad cuasi-bancaria de los inversionistas que requieren siempre de mecanismos de garantías que las pymes difícilmente pueden ofrecer.

- k. Las entidades de intermediación financiera tienen más experiencia en materia de pymes que los operadores del mercado de valores. Por lo tanto, las pymes podrían financiarse más fácilmente en la banca tradicional o en entidades financieras especializadas.
- l. Hay un costo de oportunidad alto para los inversionistas profesionales que invierten en pymes. Analizar una inversión de \$us 500 mil absorbe los mismos recursos humanos y materiales que una inversión de \$us 10 ó \$us 100 millones.
- m. Por lo anterior y para compensar los costos de evaluación y los riesgos asociados, el mercado esperará generalmente tasas de rentabilidad más altas cuando se trate de pymes emisoras. Por lo tanto, cualquier esfuerzo regulatorio de “ahorrar” costos a las pymes, puede tener el efecto contrario. La pyme se ahorra con los costos de emisión, pero a cambio pagará una tasa de emisión más alta.

Dicho lo anterior, la pregunta es: ¿Vale la pena reducir la calidad de la información presentada por las pymes y los costos de inscripción y mantenimiento de valores, comprometiendo la transparencia y subsidiando a un mercado que igualmente demandará una tasa de rendimiento con una prima de riesgo superior, justamente por la poca información generada por el emisor? Adicionalmente, ¿Cuáles requisitos se pueden flexibilizar sin que se afecte a la supervisión de los mercados y a la protección de los inversionistas?

2. MECANISMOS PARA LA INCLUSIÓN DE PYMES EN EL MERCADO DE VALORES

En el cuadro 2 se observa la evolución de los mecanismos regulados existentes para el financiamiento de las pymes bajo el ámbito de la oferta pública, los cuales abarcan cuatro generaciones desde el año 1985 a la fecha.

Cuadro 2. Evolución y Clasificación de Mecanismos Regulados de Financiamiento para pymes bajo el ámbito de la Oferta Pública

Fuente: Elaboración propia

	1RA GENERACIÓN (1980s)	2DA GENERACIÓN (1990s)	3RA GENERACIÓN (2000s)	4TA GENERACIÓN (2010s)
MECANISMO	Mercados Alternativos: <ul style="list-style-type: none"> • Procedimientos y requisitos simplificados de inscripción y mantenimiento de valores, respecto de los mercados principales. 	Regimen Simplificado: <ul style="list-style-type: none"> • Norma única especial de Régimen Simplificado para la emisión y mantenimiento de los valores en los sistemas de registro de oferta pública. • Simplificación de trámites a través de varias normas separadas. 	Vehiculos de propósito especial (VPE): <ul style="list-style-type: none"> • Fondos de inversión. • Titularizaciones (Fideicomisos). Mecanismos de garantías: <ul style="list-style-type: none"> • Sociedades de Garantías recíprocas. • Instrumentos de deuda avalados. 	FINTECH: <ul style="list-style-type: none"> • Crowdfunding Peer to peer.
TIPO DE ESTIMULO	De OFERTA		De DEMANDA	De OFERTA Y DEMANDA
OBJETIVO PRINCIPAL	Reducir burocracia y costos al emisor		Reducir riesgo al inversionista	Reducir burocracia y costos al emisor y al inversionista

Desde mediados de los años ochenta en el mundo se han introducido diversos mecanismos de inclusión de las pymes en el mercado de valores. Muchos países han sido pioneros en innovar e introducir al mercado elementos nuevos, otros simplemente han copiado la experiencia de otros.

Los mercados alternativos y los regímenes de emisiones simplificadas son mecanismos que se basan en la noción de que las pymes no acceden a los mercados de valores por los altos costos y requisitos burocráticos que esto implica para las empresas de menor porte. Por eso inducen a motivar la generación de una “oferta” de pymes para el mercado de valores reduciendo costos y plazos de trámites. Se basan en el supuesto de que al ser más fácil y barato acudir al mercado de valores, las pymes automáticamente se verán atraídas como emisores.

Contrariamente, los mecanismos de tercera generación buscan solucionar el problema por el lado de la “demanda” de los valores que las pymes emiten. Enfocan la solución a los temas de volumen, falta de garantías, disminución de riesgo y otros que son de preocupación enteramente de los inversionistas en los valores de oferta pública que las pymes vayan a emitir en el mercado.

Finalmente, están los nuevos mecanismos surgidos desde el año 2012 relacionados con Fintech,⁸ especialmente el *crowdfunding* bajo la modalidad *peer-to-peer*, que ha tomado fuerza desde su aparición en Estados Unidos con la ley *JOBS Act* que se analiza más adelante. Las herramientas Fintech vienen a proponer mecanismos que facilitan a los inversionistas y a las empresas demandantes de financiamiento, encontrarse mutuamente en un ambiente de alta tecnología. Por eso se considera que este mecanismo actúa resolviendo el problema de oferta de valores emitidos por pymes y de la demanda de los mismos.

2 | 1 MECANISMOS DE PRIMERA GENERACIÓN (MERCADOS ALTERNATIVOS)

Los mercados alternativos son mecanismos centralizados de negociación, autorizados y regulados con un fin único, como el de atender a pymes, por ejemplo. Se caracterizan por tener un mercado físicamente separado del resto de las empresas (mercado principal o continuo) y generalmente tienen horarios de operaciones propias e independientes del resto. Para las empresas emisoras, los requisitos para listarse y las obligaciones posteriores, son menos exigentes. Los periodos de aprobación por los reguladores son más rápidos y expeditos al contar con un canal de aprobación y registro de valores propio. Todo esto impacta en una reducción de costos y tiempo significativos.

El desarrollo de estos segmentos especiales de mercados ha venido acompañado, en algunos casos, con la obligación de contar con figuras como los “asesores bursátiles”, que son personas naturales o jurídicas, que persiguen asegurar la transparencia de las pymes y asistirles en el cumplimiento de sus obligaciones. También cuentan con proveedores de liquidez (*market maker*), que promueven la negociación de los valores de las pymes una vez inscritos.

Adicionalmente, los mercados alternativos se complementan con 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 las empresas emisoras cuenten con la información necesaria para preparar su ingreso al mercado, 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.

⁸ El término “Fintech” deriva de las palabras “*finance technology*” y se utiliza para denominar a las empresas que ofrecen productos y servicios financieros, haciendo uso de tecnologías de la información y comunicación, como páginas de internet, redes sociales y aplicaciones para celulares. De esta manera prometen que sus servicios sean menos costosos y más eficientes que los que ofrecen la banca tradicional.

Los mercados alternativos regulados en el mundo, en realidad surgen en 1971 con la creación del NASDAQ. Posteriormente, ese modelo de mercado separado, se adopta en España en 1988 con las reformas a la Ley 24/1988 y se establecen el Segundo Mercado de la Bolsa de Madrid primero, y años después el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).

También se han implementado mercados alternativos en Argentina (Panel pyme, Mercado Argentino de Valores), Bolivia (Mesa de Negociación), Colombia (Segundo Mercado), Ecuador (REVNI y REB) entre otros.

Caso de éxito: El Alternative Investment Market (AIM)⁹

El AIM es parte del *London Stock Exchange* (LSE) y está destinada a pymes de cualquier parte del mundo. Fue creado en 1995 con 10 empresas del Reino Unido, como un mercado dirigido exclusivamente a pymes emisoras 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.

Desde su nacimiento a enero del 2018, un total de 3.784 compañías se han incorporado a su ámbito. A la fecha cotizan sus acciones 956 empresas con una capitalización bursátil de alrededor de \$us 150 mil millones.

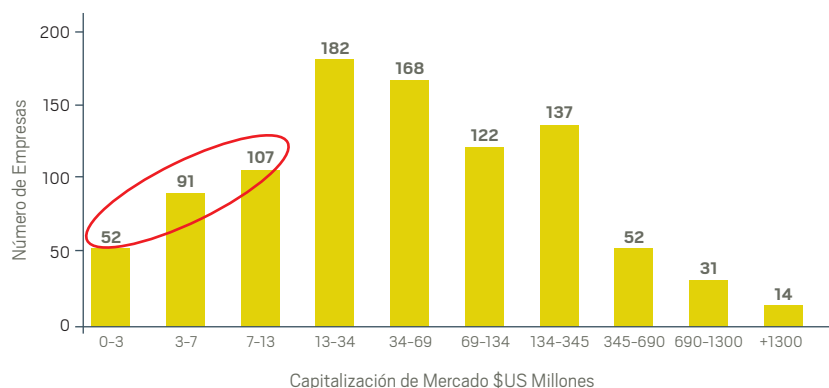
Desde su creación, el AIM ha levantado financiamiento por más de \$us 147 mil millones para pymes de más de 100 países.¹⁰ Por esos resultados, AIM es indisputablemente el mercado de renta variable más exitoso para pequeñas y medianas empresas en el mundo.

La capitalización bursátil promedio por empresa es de \$us 156,5 millones. Sin embargo, en el gráfico 5 a continuación, se nos muestra como empresas pymes de tamaños entre \$us 3 y \$us 13 millones de capitalización, y por lo tanto similares a las magnitudes de pymes encontrados en América Latina, cotizan en AIM. Por ejemplo, un total de 52 empresas tienen una capitalización de hasta \$us 3 millones y 91 entre \$us 3 y \$us 7 millones.

⁹ Si se utilizan parámetros de número de empresas Pymes financiadas, montos levantados del mercado y niveles de liquidez en mercados secundarios, lamentablemente, los casos de éxito se limitan a Europa y los Estados Unidos.

¹⁰ <http://www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/aim.htm>

Gráfico 5. Empresas AIM según capitalización bursátil



Fuente: Elaboración propia con datos estadísticos AIM LSE a enero 2018.

Las razones del éxito de AIM son varias, pero entre ellas habría que destacar:

- a. Mercado abierto a cualquier tipo de inversionista, ya sea institucional o no de cualquier parte del mundo. En su mayoría, los inversionistas son especialistas en empresas emergentes. Eso provee importante liquidez al mercado secundario.
- b. Está situada en Londres, una de las capitales financieras del mundo. Con una regulación y normativa mundialmente aceptada y donde están establecidos los bancos e intermediarios de valores más importantes.
- c. Exoneración a las ganancias de capital para los inversionistas.
- d. Simplificación de trámites para la inscripción de pymes.
- e. Los costos de inscripción en AIM son aproximadamente 50% más bajos que en el mercado regular.
- f. Asesores Registrados pymes (*Nominated Advisors–Nomads*), asesoran de manera individualizada a las pymes listadas, tanto en llevarlas al mercado como en el seguimiento posterior.

Además de proveer a las empresas de recursos frescos, AIM se compromete a apoyarlas en su crecimiento mediante formación en diferentes áreas de gestión como gobierno corporativo, comunicación, planificación estratégica y financiera y financiación alternativa durante sesiones organizadas por escuelas de negocio internacionales gestionadas por el LSE. También, comparten experiencias con otras pymes de Alemania, Croacia, Eslovaquia, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Israel, Polonia, Portugal, Rumanía, Suiza y otros.¹¹

En el resto de Europa, hoy en día existen mercados especializados similares a AIM para emisores. En Italia en febrero de 2013 se creó el segmento *ExtraMOT PRO*, que ha tenido una buena aceptación, captando tan solo en un año unos 3.000 millones de euros. El mercado noruego *Nordic ABM*, dependiente de la Bolsa de Oslo se creó en 2005 y fue el primero diseñado para acoger emisiones con menores requerimientos que la Bolsa. Tiene dos segmentos: uno minorista, destinado al público en general (*Nordic ABM Retail*), y otro dirigido hacia los inversores profesionales (*Nordic ABM Professional*).

En Alemania, la Bolsa de Stuttgart lanzó en 2010 un segmento especializado en emisiones de renta fija para pymes que se convirtió en el alternativo *BondM*, con bastante éxito captando más de 5.000 millones de euros, razón por la que se ha convertido en el mercado alternativo de referencia para otros países. Sin embargo, en 2013 la Bolsa de Frankfurt le arrebató el liderazgo al listar entre sus tres segmentos (*Entry Standard*, *Open Market* y *Prime Estándar*), el 80% de las emisiones de este tipo listadas en aquel país. En Francia, la actividad de renta fija se incluye como segmento en el mercado alternativo genérico *Alternext*, donde se negocian todo tipo de activos, tanto de renta fija como de renta variable.¹²

2 | 2 MECANISMOS DE SEGUNDA GENERACIÓN (REGÍMENES DE EMISIONES SIMPLIFICADAS)

Los regímenes de emisiones simplificadas se caracterizan por la adopción de exigencias de registro y seguimiento a la información más flexibles, disminuyendo así los requisitos de inscripción del emisor y sus valores de oferta pública. En algunos casos también reducen las tarifas de inscripción y mantenimiento, prescinden de la utilización de estándares contables internacionales y de las calificaciones de riesgo independientes para el caso de instrumentos de deuda.

¹¹ Egaña, Vicente Martín (febrero 20, 2016): *El AIM como modelo: algunas ideas*. ZinCapital, www.zincapital.com

¹² Lardon, Andy y Deloof, Marc (2014): *Financial disclosure by SME's listed on a semiregulated market: Evidence from the Euronext free Market: Small Business Economics*: Vol. 42 n°2.

Todo eso 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 generalmente no tienen suficientes recursos y experiencia para cumplir plenamente la normativa. En consecuencia, dichos regímenes conllevan obligaciones menos rigurosas en cuanto a los compromisos de revelación de información periódica al mercado.

Algunos de estos regímenes también requieren la presentación de un prospecto simplificado, el cual se caracteriza por contener menores exigencias de información con respecto a emisores que no sean pymes y acomodan las prácticas de buen gobierno corporativo. Limitaciones al tipo de público a los cuales puede ir dirigida la oferta de valores a un inversionista institucional o calificado, asumiendo que este último tiene un mayor conocimiento y experiencia en el mercado, para evaluar mejor los riesgos asumidos.

Todas esas ventajas a las pymes se proponen bajo la premisa de que el coste de acceso al mercado representa un factor importante, teniendo en cuenta el tamaño de las pymes y su reducida capacidad financiera, que impide que dichas empresas accedan directamente al mercado de valores.

Los regímenes de emisiones simplificadas en normativa específica y exclusiva se encuentran en Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Paraguay y Uruguay entre otros. En Bolivia y Chile existe la simplificación de trámites a través de normas generales.

2 | 3 MECANISMOS DE TERCERA GENERACIÓN (VEHÍCULOS DE PROPÓSITO ESPECIAL Y MECANISMOS DE GARANTÍAS)

La falta de demanda por parte de los inversionistas para invertir en pymes surge por factores como la alta percepción de riesgo que estas representan, la existencia de información asimétrica, los volúmenes reducidos de financiamiento y la falta de liquidez de los valores emitidos, entre otros.

Para resolver estos problemas desde el punto de vista de la demanda, se han generado mecanismos como las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) que con el otorgamiento de avales o garantías incrementan el interés de los inversionistas por invertir en pymes. La combinación de avales de SGR con cheques de pago diferido, han sido un éxito en la Argentina, por ejemplo.

Entre los vehículos de propósito especial (VPE) utilizados, existen las figuras de los patrimonios autónomos de procesos de titularización y los fondos de inversión. Los casos de titularización de pymes como empresas originadoras son poco común. En cambio, los fondos de inversión orientados a las pymes han crecido de manera importante los últimos años.

Los VPE también son muy utilizados en Argentina, Bolivia, Brasil y en México a través de los denominados certificados bursátiles fiduciarios.

2 | 4 MECANISMOS DE CUARTA GENERACIÓN (FINTECH)

En abril del 2012 se publicó en los EE.UU. la *Jumpstart Our Business Startups Act* (JOBS Act), con el propósito de buscar incentivos para las pequeñas empresas y nuevos negocios (*start ups*) denominadas “empresas emergentes”¹³. La Ley tiene los siguientes tres elementos: (i) el *crowdfunding*, (ii) la expansión de las ofertas públicas pequeñas (*mini public-offers*), y (iii) la creación de ofertas públicas iniciales en la versión *on-ramp* o de programa introductorio al mercado.

¹³ Según el censo de 2008, en EEUU existen 31,6 millones de empresas de las cuales 5,8 millones son corporaciones. De este universo, 4,5 millones reportaron ingresos de máximos \$us 500 mil, por lo que la gran mayoría podrían considerarse Pymes. Es decir, la estructura empresarial de los EEUU, es muy similar a lo que vemos existe en América Latina. Más aun cuando vemos que en EEUU de 5.8 millones de corporaciones “grandes”, únicamente 5.250 (0,09%) de esas grandes, cotizan en bolsa.

El Título III de la norma, denominado “*Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012*” (*Crowdfunding Act*)¹⁴, establece la estructura regulatoria que permite a las empresas emergentes usar el *crowdfunding* como mecanismo de financiación, al mismo tiempo que asegura los derechos de los inversores.

Las reglas propuestas permiten invertir dinero a través de plataformas electrónicas reguladas por FINRA que, con sujeción a ciertos umbrales, se limita la cantidad de dinero que una empresa puede adquirir, se requiere que las empresas revelen cierta información sobre sus ofertas, y se crea un marco regulador para los intermediarios electrónicos.

Una empresa emergente puede adquirir una cantidad máxima de \$us 1 millón en un período de 12 meses. Se permite a los inversores, durante ese periodo, invertir dinero hasta: \$us 2.000 o el 5% de su ingreso anual (la cifra que sea mayor), cuando su ingreso anual como valor neto sea menor a los \$us 100.000.

El porcentaje sube a 10% cuando el ingreso anual o valor neto es igual a o mayor a los \$us 100.000. De cualquier forma, los inversionistas no podrán comprar más de \$us 100.000 en valores en un periodo de 12 meses.

Las empresas emergentes emisoras a través de *crowdfunding* deben aportar cierta información a la SEC, la misma que se comunica a los potenciales inversores. Existe también una obligación anual de información periódica tanto a la SEC como a los inversores una vez realizada la transacción.

Las obligaciones de información comprenden la entrega de una descripción del negocio y el procedimiento de la oferta, el precio de las participaciones, la cantidad ofrecida y el plazo de inversión, la posibilidad de aceptar inversión adicional, una descripción de la situación financiera, los estados financieros contables (y auditados según la cantidad ofrecida), y la información de los poseedores de más de un 20% de las participaciones.

Con estas normas, los EE.UU. ha conseguido adaptar con éxito una realidad no sólo económica, sino social, a las normas de oferta de valores garantizando derechos de particulares y empresas. De este modo se logra un equilibrio que tiene como resultado un fomento del espíritu emprendedor, innovador y creativo.¹⁵

¿Qué es el *crowdfunding* y cómo funciona para las pymes?

La palabra *crowdfunding* viene del término inglés *crowd* (multitud) y *funding* (financiamiento). De acuerdo con la Comisión Europea,¹⁶ 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 inversionistas (lado de la demanda) y las empresas (lado de la oferta) que buscan financiamiento.

¹⁴ Al igual que los EE.UU., varios países cuentan con normas para regular el fenómeno *Crowdfunding*, Francia cuenta con la *Ordinance* N° 2014-559 de mayo de 2014 y España con la Ley N° 5/2015 para el fomento de la financiación empresarial en Italia se cuenta con la Regla Consob N.º 18592 para la captación de dinero en plataformas, Inglaterra se rige con la *CF and promotion of Non-Rreadily, securities* de abril del 2014. México desde marzo del 2018.

¹⁵ Elordi, Mar (septiembre 9, 2014): *El Crowdfunding en EEUU: La JOBS Act*. El blog de Mar Elordi.

¹⁶ Comisión Europea. *Crowdfunding*. http://ec.europa.eu/finance/general-policy/crowdfunding/index_en.htm

Cuadro 3. Crowdfunding y Modalidades¹⁷

MODALIDADES CROWDFUNDING	Crowdfunding no financiero	Recompensas
		Donación
	Crowdfunding financiero	Préstamo - Crowdlending P2P personas o P2P empresas
		Inversión - Crowd Equity

Fuente: Jimenez Sánchez, Jorge Iván, et al (2017): *Situación del Crowdfunding como mecanismo para la Financiación de pymes en Colombia*. ISSN 0798 1015. Revista ESPACIOS. ISSN 0798 1015 Vol. 38 (Nº 43). Indexada en Scopus, Google Schollar. Colombia.

Según se puede apreciar en el cuadro anterior, el *crowdfunding* se divide de la siguiente manera:

Crowdfunding no financiero:

- *Crowdfunding de donación:* Utilizado por organizaciones sin ánimo de lucro como las ONG. No ofrece nada a cambio. No hay 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.
- *Crowdfunding de recompensa.* Hay una prestación para quien dona al proyecto. Por ejemplo, en la preventa la entrega de algo, un libro, una revista, un disco, boletos gratis para un artista que se apoya y otros. Esta modalidad de *crowdfunding* 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 financiero:

- *Crowdfunding de préstamo.* Conocido también como *peer to peer* (persona a persona o P2P), ofrece un tipo de interés sobre el dinero recibido como contraprestación. Esta modalidad es la más utilizada y de mayor crecimiento en el mundo. El receptor debe devolver el dinero recibido más un tipo de interés determinado. En algunas plataformas cada prestamista puede fijar el tipo de interés al que presta el dinero y el plazo específico para devolver el mismo.
- *Crowdfunding de inversión (Crowd Equity).* Se ofrece para la venta de acciones o instrumentos similares que otorgan una participación en sociedad.

La primera empresa de préstamos P2P 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 2012.¹⁸ El mayor mercado de préstamos P2P está en EE.UU. y, actualmente, está dominado por dos plataformas, *Prosper Marketplace* y *Lending Club*, que representan conjuntamente un 98% de los préstamos P2P concedidos a la fecha.¹⁹

¹⁷ Jimenez Sánchez, Jorge Iván, et al (2017): *Situación del Crowdfunding como mecanismo para la Financiación de pymes en Colombia*. ISSN 0798 1015. Revista ESPACIOS. ISSN 0798 1015Vol. 38 (Nº 43). Indexada en Scopus, Google Schollar. Colombia. Pág. 24 basado en Molina, D. I. (2016): *Fintech: Lo que la tecnología hace por las finanzas*. Bogotá: Colombia: Profit.

¹⁸ Otras plataformas de préstamos P2P son: OnDeck, Afluenta, Arboribus, Lendico, Kabbage. En Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de capitales en Iberoamérica (IIMV) (2017): *La Financiación de las Micro: Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores*. Con la colaboración y la financiación de la CNMV de España y CAF. CYAN Proyectos Editoriales S.A. España.

¹⁹ Ídem, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), *Perspectivas de la OCDE sobre la economía digital 2015*. París, 2015

Los más utilizados para la financiación de las pymes son el *crowdfunding* de préstamo y el de inversión.²⁰

Falta de regulación y transparencia

El *crowdfunding*, especialmente el P2P 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.”²¹

En la mayoría de países de América Latina, el *crowdfunding* 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.

Para corregir la falta normativa, en Brasil, la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) ha creado un grupo de trabajo denominado “Núcleo Fintech” para tratar las Fintech. Por su parte en México, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) trabajó en un proyecto de regulación para las financieras tecnológicas, Fintech. La Ley de Fintech fue aprobada en marzo del 2018 y equilibra la protección de los usuarios, la preservación del sistema financiero y el desarrollo del sector.

3. FALTAN EMPRESAS EMISORAS EN EL MUNDO: LAS PYMES COMO SOLUCIÓN.

El tema de falta de empresas emisoras es común en la mayoría de los mercados de América Latina. Por eso el atraer pymes a los mercados regulados es una necesidad urgente para las bolsas de valores. Como se aprecia en el cuadro 4, México tiene 141 empresas locales listadas en bolsa, de 4,9 millones de empresas existentes. Colombia (67), la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (96) de 606 mil empresas existentes. Brasil (335) y Lima (218) son las plazas más grandes. Bermuda (13) ha optado por emisores extranjeros para compensar la falta de emisores locales.²²

²⁰ Ídem.

²¹ Ídem. El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) es un organismo internacional que supervisa y hace recomendaciones sobre el sistema financiero mundial. <http://www.fsb.org/>

²² Dunn De Avila, Jaime (2015): *Diagnóstico General del Mercado de Valores Formal de Uruguay*. CAF Banco de Desarrollo para América Latina. Bolivia.

Cuadro 4. Empresas locales y extranjeras listadas en Bolsas de Valores miembros de la WFE (2017)

BOLSA DE VALORES (algunas)	TOTAL	EMPRESAS LOCALES	EMPRESAS EXTRAJERAS
Bermuda SE	55	13	42
B3 SA Brasil Bolsa Balcao	343	335	8
Bolsa de Valores de Colombia	69	67	2
Bolsa de Comercio de Buenos Aires	102	96	6
Bolsa de Valores de Lima	233	218	15
Bolsa Mexicana de Valores	148	141	7
NASDAQ US	2.949	2.545	404
NYSE	2.286	1.791	495
TOTAL REGIÓN AMÉRICAS	9.806	8.696	1.110

Fuente: Elaboración propia con datos de la WFE

El mismo problema existe en los mercados bursátiles de EEUU, donde existen 31,6 millones de empresas de las cuales 5,8 millones son corporaciones. Del total de empresas existentes, 22 millones reportaron ingresos de hasta los \$US50 mil, por lo que la gran mayoría podrían considerarse pymes. Es decir, el entramado empresarial de EEUU, es muy similar a lo que existe en América Latina. Más aun cuando se establece que de cerca de 5.8 millones de corporaciones, apenas 5.250 (0,09%) cotizan en bolsa.²³

Como se puede deducir, en general en el mundo no hay un número significativo de emisores. Existen 45.642 empresas listadas en las bolsas miembros de la WFE. Los mercados con mayor número de empresas listadas son Bombay (5.576), Toronto (3.707) y Madrid (3.762).²⁴ Las bolsas más grandes de América Latina (Brasil, Lima y México) juntas no llegan a la cuarta parte de alguna de éstas.

Con esas estadísticas, la incorporación de unas 30 pymes para cualquier mercado en América Latina sería un éxito rotundo. Considerando que la posibilidad de atraer grandes empresas a las bolsas de valores hoy en día es todo un desafío, el atraer pequeñas empresas sería aún más.

4. LOS FONDOS DE INVERSIÓN Y LOS PROCESOS DE TITULARIZACIÓN COMO VEHÍCULOS (VPE) EMISORES.

Bolivia y Ecuador son países interesantes donde los VPE han surgido vía titularizaciones y fondos de inversión como una alternativa (de tercera generación) a la falta de emisores empresariales.

En Ecuador, en su momento, las titularizaciones han representado en promedio un tercio del total emitido en el periodo 2005–2012. Para el 2013 ya se habían superado los \$us 2.300 millones colocados. En promedio los tres últimos años, de 538 emisores, 150 son fideicomisos financieros de titularización.²⁵

En Bolivia en el año 2008 el 75% de las emisiones del sector privado eran titularizaciones, alcanzando el 2009 al 82% del total emitido. Desde el 2001 a la fecha se han emitido cerca de \$us 800 millones en valores de titularización en favor del sector de la construcción, municipios, empresas mineras, hotelería y energía principalmente a través de varios patrimonios autónomos de titularización.

Adicionalmente en Bolivia existen 67 fondos de inversión de los cuales 28 son cerrados y 39 son abiertos, todos con un patrimonio total de \$us 2.906 millones bajo administración. De los 140 emisores inscritos en el registro del mercado de valores, 71 son VPE.²⁶ Adicionalmente, existen 92 empresas inscritas en el registro que se financian directamente en la bolsa de valores de Bolivia, mientras que 148 lo hacen a través de FIC.²⁷

En la bolsa de valores de Brasil (*B3 SA Brasil Bolsa Balcao*) existen 335 empresas locales listadas y 153 fondos de inversión, de los cuales varios son resultado de procesos de titularización bajo la estructura de los *Fundo de Investimentos em Direitos Creditório* (FDIC). En México hay 5 veces más fondos de inversión listados que empresas. En Irlanda existen 5.066 fondos de inversión y apenas 41 empresas emisoras:

A diciembre del 2017, en todos los países miembros de la WFE hay un total de 44.048 empresas locales emisoras y 21.940 fondos de inversión, es decir el equivalente a cerca de la mitad.²⁸ Está claro que los VPE, ya sean fondos de inversión o patrimonios autónomos de titularización, son el mejor vehículo

²³ US Census Bureau (2012): *Number of Tax Returns and Business Receipts by Size of Receipts: 2000 to 2008*. Statistical Abstract of the United States. Total de Corporations: Partnerships y Nonfarm proprietorships.

²⁴ World Federation of Exchanges, 2017.

²⁵ Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador.

²⁶ Incluye fondos de inversión cerrados y abiertos y procesos de titularización. Datos ASFI, 2018.

²⁷ Bravo, Gonzalo (2018): *Los Fondos de Inversión como Mecanismo de Financiamiento para Pymes*. CIFIT 2018. San José, Costa Rica.

²⁸ Dunn De Avila, Jaime (2015): *Diagnóstico General del Mercado de Valores Formal de Uruguay*. CAF Banco de Desarrollo para América Latina. Bolivia.

para ingresar al mercado de valores, convirtiéndose en una alternativa importante en reemplazar los emisores tradicionales. Más aún si consideramos que los fondos de inversión mayormente se componen de valores subyacentes que son emitidos por otras empresas locales, que en muchos casos no son emisoras directas.

Claramente los VPE, ya sean como fondos de inversión o como vehículos de titularización, se han convertido en importantes emisores que complementan el universo de empresas emisoras tradicionales. Entre las razones principales podemos destacar que los VPE aglomeran activos de varias empresas en montos y volúmenes importantes, diversificando riesgos y costos. Además, tienen ventajas en su forma de evaluación y transparencia que se adicionan a ventajas fiscales (en varios casos) y otros aspectos regulatorios que hacen atractiva su creación.

²⁹ BME: Empresas domesticas incluyendo compañías de inversión listadas que difieren de los fondos de inversión.

Cuadro 5. Número de fondos de inversión y de empresas emisoras locales (2017)

BOLSA DE VALORES (algunas)	FONDOS DE INVERSIÓN	EMPRESAS LOCALES
B3 SA Brasil Bolsa Balcao	153	335
Bolsa de Comercio de Santiago	641	212
Bolsa Mexicana de Valores	701	141
National Stock Exchange India	3.308	1.718
BME Spanish Exchanges ²⁹	2.996	3.110
Irish SE	5.066	41
Luxemburgo SE	5.157	28
Moscow Exchange	167	230
NASDAQ OMX Nordic Exchange	447	944
TOTAL en el mundo (WFE)	21.940	44.048

Fuente: Elaboración propia con datos de la WFE. No incluye ETFs

MECANISMOS DE OFERTA PÚBLICA PARA EL FINANCIAMIENTO DE PYMES EN AMÉRICA LATINA Y ESPAÑA

A continuación, se procede a clasificar los mecanismos de financiamiento a pymes en América Latina y España. Como se puede apreciar continuación, las recetas en la región son muy variadas (Cuadro 6). Países como Argentina y España tienen la mayoría de los mecanismos existentes. Otros como El Salvador, República Dominicana y Uruguay, son relativamente nuevos en este ámbito con la utilización de pocos mecanismos.

Cuadro 6. Mecanismos de oferta pública para el financiamiento de pymes



Fuente: Elaboración propia, basado en Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de capitales en Iberoamérica (2017): La Financiación de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores. CYAN Proyectos Editoriales S.A. España. y Jiménez, Juan Ernesto (diciembre 2016): Para las Pymes habrá trato especial. Market Brief: República Dominicana.

1. ARGENTINA

Argentina es el país más exitoso en el financiamiento a pymes en América Latina en número de empresas financiadas. Desde el segundo semestre del 2002 a enero del 2018 un total de 17.611 pymes se han financiado a través de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires por un monto total de \$us 7.431 millones.³⁰

El año 2017 el monto financiado a pymes fue de \$us 1.511 millones, 14% más que el 2016. A diciembre de 2017, el 31% de las empresas con oferta pública revisten el carácter de pymes (87 emisoras).³¹

Los instrumentos clásicos con los cuales las pymes se financian son:

- El cheque de pago diferido (CPD) como instrumento de financiación para capital de trabajo o capital operativo a un plazo máximo de 365 días y únicamente en pesos argentinos. Puede ser avalado o patrocinado. El CPD avalado por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR), representa el 95% del total negociado.
- El fideicomiso financiero (proceso de titularización) que tiene la característica de financiar grupos de pymes, es el instrumento más utilizado después del CPD. Se estima que unas 7.000 pymes se han financiado por esta vía, mayoritariamente del campo. Estos cuentan también con un aval de una SGR.
- Las Obligaciones Negociables (ON) pymes que también cuentan con un aval de una SGR.
- Pagarés bursátiles con 3 años de plazo, se pueden negociar en pesos argentinos o dólares americanos. Los plazos rondan el año y medio.

³⁰ Bolsa de Comercio de Buenos Aires (enero 2018): Pymes Reporte Mensual. Argentina.

³¹ iProfesional (enero 26: 2018): *El financiamiento Pyme en el mercado de capitales creció 28% en 2017.* <http://www.iprofesional.com>

Cuadro 7. Totales negociados por instrumento en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Pesos Argentinos (\$) (Gestión 2017 y enero 2018)

Fuente: Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Pymes Reporte Mensual, (*) Enero 2018(**) Enero a Diciembre 2017

PERÍODO	CHEQUE DE PAGO DIFERIDO		PAGARÉS		OBLIGACIONES NEGOCIABLES		TOTALES POR MES
	Mes	Emisiones	Monto en \$	Emisiones	Monto en \$	Emisiones	Monto en \$
Enero 17	6.910	953.900.607	31	47.111.188	1	35.000.000	1.036.011.794
Febrero 17	6.178	915.719.569	33	44.689.130	-	0	960.408.699
Marzo 17	10.312	1.656.463.101	68	51.333.082	1	10.000.000	1.717.796.184
Abril 17	7.884	1.201.177.006	70	45.113.041	1	15.000.000	1.261.290.047
Mayo 17	9.121	1.431.997.541	94	111.648.724	-	0	1.543.646.265
Junio 17	10.089	1.591.183.845	129	214.488.788	1	99.917.538	1.905.590.171
Julio 17	9.523	1.385.884.743	142	181.186.767	1	68.800.000	1.635.871.520
Agosto 17	9.427	1.509.116.889	233	251.148.835	3	47.000.000	1.807.265.723
Septiembre 17	9.044	1.282.226.753	233	252.998.527	2	75.000.000	1.610.225.280
Octubre 17	8.326	1.231.252.456	257	311.448.130	2	40.000.000	1.582.700.586
Noviembre 17	8.596	1.366.237.578	417	319.163.199	2	24.350.000	1.709.750.777
Diciembre 17	8.929	1.484.424.809	478	332.557.183	2	114.999.999	1.931.981.991
Enero 18	10.004	1.581.197.023	354	349.759.177	4	189.926.000	2.120.882.200
Total 2018 (*)	10.004	1.581.197.023	354	349.759.177	4	189.926.000	2.120.882.200
Total 2017 (**)	104.339	16.009.584.907	2.185	2.162.886.594	16	530.067.537	18.702.539.038

Por el cuadro 7 se deduce que de los aproximadamente \$us 935 millones financiados a pymes por la BCBA el año 2017, el 86% fue bajo la figura del CPD.

1 | 1 SIMPLIFICACIÓN DE TRÁMITES

Haciendo uso de su facultad legal de eximir a ciertos emisores de algunos requisitos de emisión, la Comisión Nacional de Valores (CNV) en variadas ocasiones ha creado normativa simplificadora y diferenciada para las pymes. Por ejemplo, en el marco de la sanción de la nueva Ley de Mercado de Capitales N° 26.831, y su Decreto Reglamentario 1023/13, la CNV aprobó el nuevo texto de las Normas (N.T.2013) en el cual se han emitido importantes normas de apoyo a las pymes en el ámbito de régimen simplificado para la emisión de valores, fideicomisos financieros y fondos de inversión para pymes.

A. Pymes CNV

Con el programa “pymes CNV” del año 2013, se simplificó el proceso de solicitud de ingreso al régimen, con posibilidad de iniciar la tramitación a través de un portal pymes, que permite a la empresa enviar la documentación en forma electrónica antes de la presentación formal.

El régimen pymes CNV se destaca por otorgar las siguientes facilidades:

- a. Excepción a la presentación estados financieros preparados en base a Normas NIIF.
- b. Excepción a presentar estados financieros trimestrales. Se requiere balance anual e información trimestral con menores requisitos.
- c. Excepción al pago de aranceles de autorización de obligaciones negociables y tasas de fiscalización.
- d. Excepción a contar con una comisión fiscalizadora y en su lugar pueden contar con sindicatura unipersonal (un síndico titular y un síndico suplente).
- e. Excepción de contar con comité de auditoría.
- f. No les son aplicables las normas de gobierno corporativo requeridas al resto de las emisoras.

Adicionalmente los valores emitidos por las pymes CNV solo pueden ser negociados por inversionistas calificados y, en el caso de ser ON, se puede emitir un monto máximo en circulación que no supere en valor nominal fijado en AR\$ 100 millones, equivalente a \$us 5 millones aproximadamente a abril del 2018.

La CNV también 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. Todo ello es brindado de forma gratuita, evitando que las pymes tengan que incurrir en mayores costos generalmente pagados a los intermediarios.

B. ON pyme Garantizadas

El programa “ON pyme Garantizadas” de junio de 2017 (Resolución General N° 696/2017), se diferencia del programa “pymes CNV”, esencialmente en que la forma de emitir es más sencilla y de manera electrónica. Además, cuenta con la fianza de una Entidad de Garantía, que puede ser una SGR, un Fondo de Garantía Público o un Banco. Las pymes pueden financiarse hasta a un plazo de 5 años.

La solicitud se realiza de forma digital. La pyme debe descargar los formularios del sitio web de la CNV y completarlos, presentar sus estados financieros anual e informar sobre eventos de importancia como concursos, quiebras o liquidaciones. La pyme no tiene que hacer nada en términos del armado de la documentación ya que de eso se encarga la CNV.

La documentación requerida es poca y estandarizada, hay procesos de autorización acelerados y las pymes no tendrían que hacer otra cosa que descargar los formularios del CNV y completarlos con sus datos. La pyme puede delegar en la Entidad de Garantía de su elección, el trámite de registro ante CNV, la presentación de la documentación necesaria previa y posterior a su emisión.

No hay plazos mínimos ni máximos para las emisiones. Los plazos son los que la pyme necesite y el que el mercado le valide. Por eso, las condiciones de la ON se acuerdan entre las partes y la entidad que otorga el aval emite la garantía, para que luego la pyme suba a la web un prospecto con los datos de la empresa y de la emisión.

Las pymes están exentas de tasas de fiscalización y aranceles de autorización de la CNV y los valores emitidos deben ser colocados únicamente entre inversionistas calificados.

La primera operación fue \$us 100 mil en septiembre del 2017.³² Claramente, la clave de este nuevo instrumento recae en la simplificación de los procedimientos y en su fortaleza por contar con la garantía a ser otorgada por una Entidad de Garantía.

C. Pagaré bursátil pyme CNV avalados

Un pagaré bursátil es un valor de deuda que puede ser negociado en los mercados autorizados en forma exclusiva por pyme CNV. Su instrumentación es similar a la del CPD, pero a un plazo más extendido, ya que los pagarés podrán emitirse de 180 días a 3 años. Pueden estar nominados en pesos argentinos o en moneda extranjera con un monto mínimo de AR\$ 100.000 o valor equivalente y a tasa fija. Para su emisión no hay necesidad de generar un prospecto ni autorización previa por parte de la CNV.

Los pagarés a ser negociados, deben estar avalados por una SGR. La pyme CNV debe emitirlo sin identificación de beneficiario y debe ser depositado mediante un endoso a favor de una entidad autorizada por la CNV, a solicitud del depositante y por cuenta y orden del cliente, indicándose en el endoso "*Para su negociación en mercados bajo competencia de CNV*". Su negociación podrá ser individual o bien agrupada en lotes de pagarés, a efectos de conformar un flujo de fondos de varias pymes.

Para ser avalados por una SGR, la pyme CNV deberá asociarse como socio partícipe de la SGR de la misma forma que con los CPD. Esta garantía asegura la cobranza al inversor y por ende posibilita disminuir la tasa de interés del financiamiento de la pyme CNV.

El cuadro 8 a continuación resume las principales características y diferencias entre las ON, el CPD y el pagaré bursátil:

³² La agropecuaria Lipsa S.R.L., de la localidad chaqueña de Charata, logró emitir la primera Obligación Negociable (ON) Simple en dólares. Esto se logró por medio de Garantizar, Sociedad de Garantía Recíproca Son hasta \$us 100 mil para capital de trabajo. La beneficiada es Lipsa S.R.L. y fue avalada por Garantizar. Luego de una sobre oferta del 190% en el Mercado Argentino de Valores, la tasa se posicionó en 5,48%. El Cronista, septiembre del 2017. Argentina.

Cuadro 8. Comparación de Instrumentos para pymes en Argentina

	CHEQUE DE PAGO DIFERIDO	PAGARÉ BURSÁTIL	OBLIGACIÓN NEGOCIABLE
PLAZO	Máximo 360 días	180 días a 3 años	Según horizonte de inversión y necesidades de la empresa
TASA DE INTERÉS	Fija	Fija	Fija o Variable
MONEDA	Pesos	Pesos o dolares	Pesos o dólares

Fuente: Aidenbaum Menendez: Matías (octubre 22: 2017): Argentina: *Nueva modalidad de financiamiento para pymes: ON Simple*. Argentina.

1 | 2 MERCADOS ALTERNATIVOS DE VALORES

En Argentina las pymes encuentran sus propios mecanismos centralizados de negociación en dos ámbitos: el Panel pyme CNV de la BCBA y el Mercado Argentino de Valores (MAV).

A. Panel pyme

Las sociedades anónimas que califican como pymes tienen desde el 5 de diciembre de 2006 su propio panel de cotización en la BCBA: el “Panel pyme”. Si bien fue creado en virtud de la Resolución de Consejo N° 2 de la BCBA de fecha 27 de noviembre de 2002, la inauguración oficial de dicho panel recién se produjo el 5 de diciembre del 2006 con el ingreso de cotización de las acciones de las empresas Insuagro y Dacsa.³³

A fin de fomentar la operatoria del Panel pymes y de otorgar mayor liquidez a las operaciones que se realicen con las acciones, el 2006, el Merval creó la figura del “Hacedor de Mercado de Empresas pymes”.³⁴ El Hacedor de Mercado, deberá mantener en forma simultánea y durante todas las ruedas ofertas de compra y de venta de los valores negociables que coticen en el Panel pymes, lo que permite mejorar la liquidez de estos activos. A la fecha, en el Panel pyme cotizan un total de 3 empresas.

B. Mercado Argentino de Valores (MAV)

El Mercado Argentino de Valores (MAV), es un mercado especialista en productos no estandarizados, orientado a las empresas pymes y a las economías regionales. Quedan incorporadas, como productos exclusivos bajo plaza MAV, las operaciones de CPD, pagarés pymes, facturas, acciones de empresas pyme, ON pyme, fideicomisos financieros de empresas pyme CNV, títulos públicos, opciones y financiamiento municipal y provincial.³⁵

A la fecha están listadas 34 empresas con CPD y pagarés pymes, 4 con CPD patrocinados y 33 con ON garantizadas.³⁶

1 | 3 SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA (MECANISMO DE GARANTÍA)

Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) fueron creadas mediante la ley 24.467 del año 1995 con el objetivo de crear un sistema que facilite el acceso a financiamiento a las pymes del país. Desde entonces, las SGR cumplen un rol fundamental en el financiamiento de las pymes constituyéndose en el elemento principal de generación de demanda a los valores emitidos por las mismas.

³³ Carregal, Santiago (2007): *Inauguración del “Panel Pymes” y creación de la figura del “Hacedor de Mercado de Empresas Pymes”*: Marval, O’Farrel & Mairal. Argentina.

³⁴ Con fecha 4 de diciembre de 2006 la Comisión Nacional de Valores prestó conformidad al texto de la Circular N° 3514 del Merval referida al Hacedor de Mercado (la “Circular”), la cual entró en vigencia el 5 de diciembre de 2006.

³⁵ Nace en 1927 como la primera sociedad anónima del país que decide crear un mercado de valores. En ese momento la denominación elegida fue “Mercado de Títulos y Cambios de Rosario”, luego cambia a “Mercado de Títulos y Cambios de la Bolsa de Comercio de Rosario S.A.” para luego ser “Mercado de Valores de Rosario”, razón social que perduró hasta el año 2013 cuando el Mervar se fusiona con el Mercado de Valores de Mendoza cambiando su denominación por la de Mercado Argentino de Valores S.A. impulsado por el espíritu de la Ley N° 26.831 de Mercados de Capitales o LMC. <http://www.mav-sa.com.ar>

³⁶ Ídem.

Las SGR mitigan el riesgo de crédito, al mismo tiempo de que lo diversifican en cientos de pymes asociadas como “participantes”. Las SGR otorgan avales sobre todo a los instrumentos o valores negociables de deuda en los mercados regulados autorizados por la CNV. Entre ellos, CPD, pagarés, ON y fideicomisos financieros.

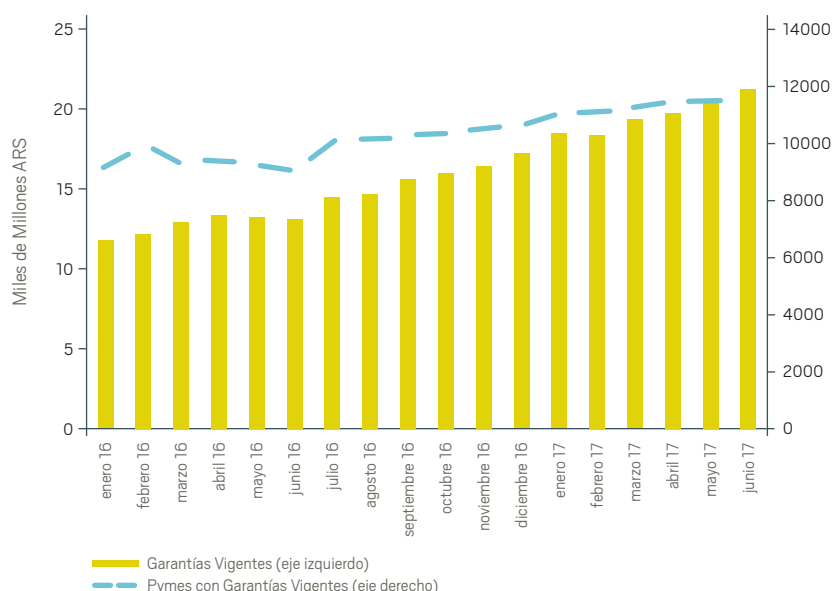
Dado que la pyme no es identificada en la cotización (lo es la SGR) de pagarés o de CPD, y que no se requiere de un proceso previo de registro o autorización en la CNV, estos son instrumentos financieros ágiles y de baja barreras de entrada, que han permitido que miles de pymes se hayan acercado por primera vez al mercado de valores. Muchas de ellas, posteriormente han avanzado hacia instrumentos más complejos como las ON o fideicomisos financieros pyme.³⁷

Actualmente en Argentina se encuentran habilitadas para su funcionamiento 31 SGR. Estas se constituyen por dos tipos de socios: a) Partícipes: las pymes que solicitan avales, y b) Protectores: personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, que realizan los aportes de capital del Fondo de Riesgo de las SGR.

Los incentivos para los socios protectores se basan en exenciones impositivas. Los contratos de garantía recíproca instituidos bajo este régimen gozan de la exención en el impuesto a las ganancias y exención en el impuesto al valor agregado.

El gráfico 6 nos muestra que a junio 2017 existían cerca de 12,000 pymes con garantías vigentes con SGR, por un monto de AR\$ 20 mil millones, cercano a los \$us 1,200 millones a esa fecha...

Gráfico 6. Evolución de las garantías vigentes



Fuente: FixSCR Fitch Ratings (octubre 19, 2017); *Sociedades de Garantía Recíproca (SGR): Retrospectiva y Escenario Actual*. Argentina.

1 | 4 CHEQUE DE PAGO DIFERIDO (CPD)

El CPD fue introducido por el Decreto N° 386/03 especialmente para que las pymes pudieran acceder a una fuente de financiamiento más ágil. Es una orden de pago librada a una fecha determinada, posterior a la de su libra-

³⁷ Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de capitales en Iberoamérica (IIMV) (2017): *La Financiación de las Micro: Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores*. Con la colaboración y la financiación de la CNMV de España y CAF. CYAN Proyectos Editoriales S.A. España.

miento, contra una entidad autorizada (Banco), en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados en cuenta corriente, o autorización para girar en descubierto.³⁸

El sistema de descuento de CPD en el mercado de valores argentino permite a quien tiene cheques, adelantar su cobro vendiéndolos en el mercado bajo dos sistemas de negociación: el sistema avalado y el sistema patrocinado. Quien posee fondos líquidos puede comprar estos a descuento. De esta manera las empresas tenedoras de cheques a cobrar (por un plazo máximo de 360 días) pueden obtener el importe de modo anticipado que resulte, neto de costos, y así conseguir capital de trabajo.

Los objetivos buscados en el sistema avalado son los siguientes:

- i. Por el lado del inversor, brindar respaldo y seguridad a la hora de colocar sus fondos, minimizando el riesgo de incobrabilidad del CPD y para ello se ha previsto un sistema de condiciones y garantías con SGR que hacen prácticamente nulo el riesgo de la inversión.
- ii. Por el lado del emisor, la posibilidad de descontar los CPD a bajo costo y a mayores plazos, de una manera transparente, simple y segura, a través de los agentes autorizados por la CNV.

1.5 FONDOS DE INVERSIÓN (VEHÍCULOS DE PROPÓSITO ESPECIAL)

En Argentina, existen los denominados fondos comunes de inversión pymes y su objetivo es invertir como mínimo el 75% del activo del fondo en valores negociables emitidos por pymes, incluidos CPD. Estos fondos se enmarcan en el régimen especial para fondos comunes de inversión, orientados a instrumentos destinados al financiamiento de las pymes.³⁹

El régimen simplificado establece como condición que el 75% del haber del fondo deberá invertirse en activos que compongan el objeto especial de inversión en pymes. En agosto de 2016, operaban 26 de estos fondos, con un patrimonio total neto equivalente a \$us 830 millones.⁴⁰

2. BOLIVIA

En Bolivia se cuentan con instrumentos de financiamiento para pymes de primera generación (mercado alternativo), segunda generación (simplificación de trámites) y de tercera generación (vehículos de propósito especial), los cuales se analizan a continuación.

2 | 1 SIMPLIFICACIÓN DE TRÁMITES

En Bolivia no existe una norma separada y exclusiva para pymes bajo la forma de un régimen de emisiones simplificadas. Sin embargo, la Autoridad del Sistema Financiero (ASFI), como regulador tiene la facultad de eximir a ciertas ofertas públicas de alguno de los requisitos establecidos por Ley.⁴¹ Como resultado, si bien en las pymes cumplen los mismos requisitos que otras empresas, existen las siguientes diferencias:

- a. La antigüedad de la información financiera debe abarcar dos gestiones para pymes y tres para el resto.
- b. Los estados financieros de las pymes no son necesariamente auditados por una empresa de auditoría externa inscrita en el Registro del Mercado de Valores (RMV), como sucede para el resto de los emisores.

³⁸ Corvaro, Fernando (10 de abril del 2016): *Deuda para Pymes más barata que para el Banco Central*: Carta Financiera. Argentina.

³⁹ Por Resolución General N° 534, de fecha 28/08/08, se incorpora el Artículo 46 al Capítulo XI -FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN- de las NORMAS (N.T. 2001 y mod.) a fin de establecer un régimen especial para la constitución de Fondos Comunes de Inversión Pyme

⁴⁰ Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de capitales en Iberoamérica (IIMV) (2017): *La Financiación de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores*. Con la colaboración y la financiación de la CNMV de España y CAF. CYAN Proyectos Editoriales S.A. España.

⁴¹ Ley del Mercado de Valores N° 1834, del 31 de marzo de 1998. art. 7.

- c. El prospecto tradicional se reemplaza por un folleto de emisión, el cual es mucho más simple de elaborar.
- d. La calificación de riesgo es opcional.

2 | 2 MESA DE NEGOCIACIÓN (MERCADO ALTERNATIVO)

Las pymes actualmente pueden obtener financiamiento a través de la llamada “Mesa de Negociación”, mecanismo centralizado de negociación administrado por la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) y regulado por la ASFI, en el que se negocian pagarés emitidos por pymes, con un plazo máximo de 270 días calendario. El monto máximo se determina dentro del margen de endeudamiento establecido como máximo.

Para que una empresa pueda hacer la oferta pública de sus valores, es requisito la autorización e inscripción de la emisión y del emisor en el RMV. Adicionalmente, el emisor deberá solicitar a la BBV el registro de la emisión de sus pagarés para su cotización en el mercado bursátil.

Estructurador Pyme

El mercado alternativo boliviano para pymes involucra la participación del llamado “Estructurador Pyme”, quien es una persona natural que se encuentra autorizada e inscrita en el RMV para prestar directamente el servicio de diseño, elaboración, estructuración financiera y otras actividades relacionadas a la emisión y la oferta pública de valores, buscando prescindir de los intermediarios de valores en esas etapas. El Estructurador Pyme también realiza la presentación y seguimiento de los documentos necesarios para la inscripción en el RMV de la oferta y de los valores en la BBV.⁴²

En el siguiente cuadro 9 se aprecia el monto negociado el año 2017. Se debe notar que las empresas corresponden al estrato de “medianas” empresas y emiten valores en moneda nacional o extranjera.

En toda su existencia la Mesa de Negociación ha beneficiado a un total de 7 pymes. A la fecha, Ameco Ltda. e Impresiones Quality S.R.L. se encuentran en incumplimiento de pagos.

⁴² Información obtenida de la Bolsa Boliviana de Valores S.A. (BBV).

Cuadro 9. Negociación de valores en Mesa de Negociación durante el 2017 (en \$us)

MON	PyME	ÍNDICE PyME1	ESTRATO EMPRESARIAL	MONTO NEGOCIADO	TASAS DE RENDIMIENTO	
					Mínimo	Máximo
\$US	Ameco Ltda	0,74	Mediana	287.000	4,92%	4,92%
	Impresiones Quality S.R.L.	0,29	Mediana	626.816	4,91%	5,40%
	Quinoa Foods Company S.R.L.	0,56	Mediana	116.286	5,00%	5,40%
	Inversiones Inmobiliarias IRALA S.A.	0,19	Mediana	240.000	5,40%	5,88%
Bs.	Impresiones Quality	0,29	Mediana	988.874	4,92%	5,45%
	Quinoa Foods Company S.R.L.	0,56	Mediana	26.531	5,40%	5,40%
	Inversiones Inmobiliarias IRALA S.A.	0,19	Mediana	109.300	5,88%	6,84%
TOTAL				2.394.817		

Fuente: Bolsa Boliviana de Valores S.A. (2017): *La Bolsa en el año 2017*: edición especial. Bolivia.

2 | 3 BONOS PARTICIPATIVOS

En febrero de 2016, la ASFI aprobó como una nueva alternativa de financiamiento para las pymes los denominados “Bonos Participativos”, proyecto trabajado en coordinación con la BBV. Estos bonos pueden ser emitidos por pymes para obtener financiamiento de inversores en el mercado bursátil.

Los bonos participativos se caracterizan por el pago de un interés fijo además de un rendimiento 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.

Es decir, los inversores podrán obtener beneficios adicionales a la tasa de interés, participando en las ganancias de la pyme.

La primera pyme que se financió a través de Bonos Participativos fue Industria Textil S.A. (TSM S.A.) por un total de \$us7.6 millones en las condiciones indicadas en el siguiente cuadro:

Cuadro 10. Negociación de bonos participativos durante el año
(Expresado en \$us)

Fuente: BBV. La Bolsa en el año 2017, edición especial.

MON	PyME	ÍNDICE PyME* EMPRESARIAL	ESTRATO EMPRESARIAL	FECHA DE COLOCACIÓN	MONTO NEGOCIADO	TASA DE EMISIÓN	TASA DE COLOCACIÓN
Bs.	Industria Textil TSM S.A	0,80	Mediana	8-marzo-17	7.580.175	Var.	5,99%
TOTAL					7.580.175		

Esta operación inicial ha sido muy exitosa y se espera que emisiones similares se repitan en los próximos años.

2 | 4 FONDOS DE INVERSIÓN CERRADOS (VEHÍCULOS DE PROPÓSITO ESPECIAL)

En Bolivia existen 66 fondos de inversión de los cuales 28 son cerrados y 38 son abiertos, todos con un patrimonio total de \$us 2.906 millones bajo administración. De los 28 FIC, un total de 15 están relacionados ya sea de manera directa o indirecta con el financiamiento de mipymes y se encuentran desglosados en el cuadro 11.

El monto destinado al ámbito de financiamiento de pymes es de aproximadamente \$us 400 millones. Esto debido a que cerca del 50% de la cartera de los FIC, se invierte en valores de alta calidad crediticia como mecanismo de cobertura.

El número de pymes beneficiadas actualmente por los recursos de los FIC es de 148, sin considerar aquellas que dejaron de ser mipyme u optaron por otras alternativas. Pero si consideramos los financiamientos que realizan los FIC también a instituciones microfinancieras, por ejemplo, el número de mipymes que logran ser beneficiadas indirectamente por el mercado de valores, debe ser muy superior.

La inversión realizada en los FIC es generalmente por inversionistas institucionales tales como los fondos de pensiones y empresas aseguradoras entre otros. Eso explica la cantidad reducida de inversionistas participantes, el cual oscila entre 2 a 5 máximos.

Cuadro 11. SAFIs y fondos de inversión al 31 de octubre de 2017
(Expresado en \$us)

Fuente: Elaboración propia basado en información obtenida de la BBV

FONDO DE INVERSIÓN	COD. FONDO	CAL. DE RIESGO	TIPO	MONEDA	CARTERA (en \$us)	PARTICIPANTES
Sembrar Alimentario FIC - SEM-N1U-12	SEM	A3	Cerrado	BOB	77.060.200	3
Sembrar Micro Capital FIC - SMC-N1U-11	SMC	A1	Cerrado	BOB	82.012.998	4
Sembrar Productivo FIC - SPF-N1U-15	SPF	A1	Cerrado	BOB	77.484.538	3
Acelerador de Empresas FIC - FAE-N1U-13	FAE	AA3	Cerrado	BOB	72.044.616	3
PYME II Fondo de Inversión Cerrado FFY-N1U-14	FFY	AA3	Cerrado	BOB	46.335.048	4
Impulsor Fondo de Inversión Cerrado - IFI-N1U-11	II-I	A2	Cerrado	BOB	42.393.591	5
PYME Progreso Fondo de Inversión Cerrado - FPP-N1A-12	FPP	A3	Cerrado	BOB	2.484.946	3
PYME Progreso Fondo de Inversión Cerrado - FPP-N1B-12	FPP	A2	Cerrado	BOB	28.569.616	4
Proquinua Unión Fondo de Inversión Cerrado - PQU-N1U-11	PQU	AA3	Cerrado	BOB	55.895.711	5
Propyme Unión Fondo de Inversión Cerrado - PUC-N1U-10	PUC	AA2	Cerrado	BOB	45.710.100	7
Renta Activa Emergente FIC RAE-N1U-12	RAE	A1	Cerrado	BOB	70.910.569	2
Renta Activa PYME FIC de Capital Privado RAP-N1U-11	RAP	A1	Cerrado	BOB	38.861.746	2
Crecimiento Fondo de Inversión Cerrado CRF-N1U-15	CRF	AA3	Cerrado	BOB	87.074.434	4
Inclusión Empresarial FIC INC-N1B-16	INC	A2	Cerrado	BOB	3.061.224	3
Inclusión Empresarial FIC INC-N1A-16	INC	A3	Cerrado	BOB	16.747.775	3
CARTERA TOTAL					746.647.112	

2 | 5 FONDO DE AVAL BURSÁTIL (MECANISMO DE GARANTÍA)

Desde mediados del 2003 se hicieron gestiones para la promoción de un proyecto de Ley de SGR en Bolivia. Interinamente y de forma paralela, se estableció un Fondo de Aval Bursátil (en realidad un fideicomiso), para fomentar el acceso al financiamiento de las pymes en el mercado de valores.

Este fondo de aval fue conformado por la BBV y otras instituciones financieras líderes del ramo del sector pymes en Bolivia, como Nafibo SAM (ahora BDP SAM), Fundapro y Prodem. El esquema, como se dijo, es similar al de una SGR, excepto que los aportantes al fondo, en este caso Fundapro y Prodem, no gozan del beneficio impositivo.

El administrador del fideicomiso, emite los avales para las pymes, una vez que el comité de aprobación así lo instruye. La pyme preferentemente exportadora, emitiría pagarés avalados para ser negociados en la Mesa de Negociación de la BBV.

El fondo de aval bursátil nunca funcionó. A la fecha los esfuerzos de contar con SGR en Bolivia no han avanzado.

3. BRASIL

En Brasil se han incorporado como mecanismo de financiamiento a pymes instrumentos de primera, segunda y tercera generación. A continuación, se analizan cada uno de ellos.

3 | 1 SIMPLIFICACIÓN DE TRÁMITES

Igual que en Bolivia, no existe una norma única para el registro de empresas de menor porte, pero las pymes cuentan con la dispensa automática de registro como emisor y tampoco tienen la obligación de presentar un prospecto para las ofertas públicas (ICVM 480/09 e ICVM 400/03).

Adicionalmente, por la ICVM 400/03, las ofertas públicas de valores emitidos por pymes no pueden captar más de R\$ 2,4 millones anualmente (equivalente a \$us 750 mil dólares aprox.). Es importante mencionar que las dos dispensas mencionadas arriba son utilizadas por las empresas de *crowdfunding* para operaciones de financiamiento a pymes.

3 | 2 BOVESPA MAIS (MERCADO ALTERNATIVO)⁴³

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 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 inversionistas.

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 gratuito el primer año. Las empresas que cotizan en este mercado tienen como opcionales los requisitos de tener comités de auditoría y auditor interno.

3 | 3 FONDOS DE INVERSIÓN EN PARTICIPACIONES (VEHÍCULOS DE PROPÓSITO ESPECIAL)

El apoyo a las pymes mediante VPE se remonta al año 1994, cuando la *Comissão do Valores Mobiliários* (CVM) a través de la ICVM 209/94, establece a los fondos mutuos de inversión en empresas emergentes (FMIEE). Este tipo de fondos solo permitía invertir en empresas con características y objetivos limitados, por lo que la iniciativa no fue muy bien recibida por los inversionistas. Esto se corrige el año 2013, cuando se introdujo mediante la ICVM 391/03, los llamados “fondos de inversión en participaciones” (FIP), así como los fondos de inversión en participaciones de fondos de inversión en participaciones (FIC-FIP).

Los FIP cuentan con varios beneficios fiscales y se han convertido en el mecanismo más utilizado para la inversión en capital privado, superando a los FMIEE. Las características básicas de los FIP son que están reservados exclusivamente a inversores calificados y funcionan como fondos cerrados.

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 ICMV 578/16 que revocó las dos anteriores, introduciendo cambios 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.

⁴³ Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de capitales en Iberoamérica (IIMV) (2017): *La Financiación de las Micro: Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores*. Con la colaboración y la financiación de la CNMV de España y CAF. CYAN Proyectos Editoriales S.A. España.

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 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.

4. CHILE

Para efectos de nuestro estudio, en materia de pymes, en Chile solo se cuenta con mecanismos de simplificación de trámites⁴⁴ y un sistema de SGR que ha sido importante en el financiamiento a pymes a través de fondos de inversión privados⁴⁵ y plataformas de *crowdfunding*, como Cumplo y RedCapital que son muy avanzados, pero aún no se cuenta con un marco regulatorio.

4 | 1 INSTITUCIONES DE GARANTÍA RECÍPROCA (MECANISMO DE GARANTÍAS)

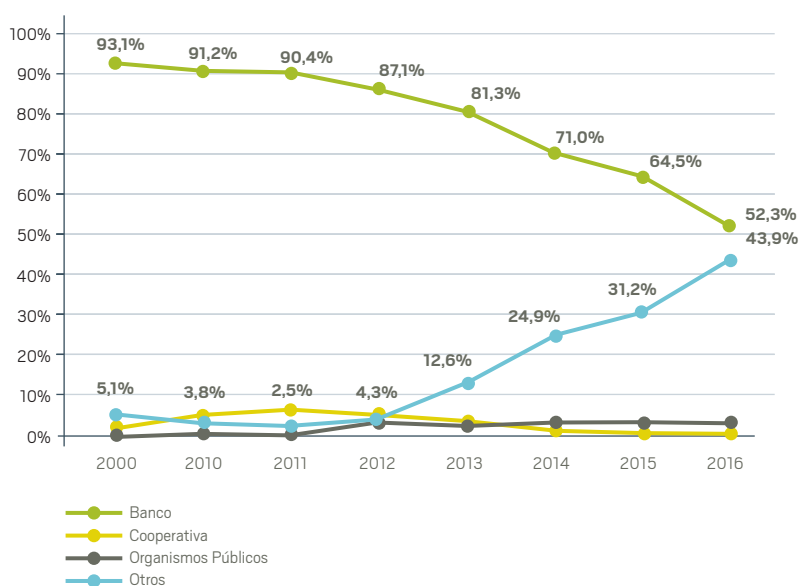
Las Instituciones de Garantías Recíproca (IGR), similares a las SGR, emergen el año 2007 mediante Ley N° 20.179 con el propósito de apoyar a las pymes, otorgándoles avales para los mecanismos de financiamiento crediticio que realicen. Las SGR emiten certificados de fianza, que le permite obtener créditos en mejores condiciones. Existen seis SGR agrupadas en la Asociación de Sociedades de Garantía Recíproca (ASiGar).

Desde que se crearon las IGR a la fecha, se han atendido a más de 40 mil pymes, avalando créditos sobre los \$us 2,000 millones. El monto avalado en 2016 fue de UF 12,8 millones, equivalentes a \$us 576 millones hoy. Los clientes acreedores recurrentes son fondos de inversión privados, aseguradoras, *crowdfunding*, *factoring* y *leasing* que han subido su participación sobre las colocaciones de las IGR desde 5% a 44%, quitando terreno a la banca que redujo su participación de 93% al 52% (Gráfico 7).

⁴⁴ Las normativas NCG N°336 y NCG N°345. 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 podría haber un máximo de 50 inversores minoristas. 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.

⁴⁵ En Chile existen 166 Administradoras de fondos de inversión privados registrados, pero no fiscalizados, por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). Se rigen exclusivamente por sus reglamentos internos y la Ley N° 20.712 sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales. Más específicamente por el Capítulo V de la Ley N° 20.712 sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales, y el Capítulo IV de su Reglamento y el DS N° 129. El 2016 estos fondos de inversión han financiado un monto total de \$us 131 millones a Pymes. Un monto que va en ascenso constante desde el año 2012.

Gráfico 7. Importancia relativa bancos y otros acreedores, 2009-2016 (Porcentaje sobre colocaciones emitidas cada año)
Otros = Fondos de Inversión privados, *crowdfunding*, *leasing* y *factoring*



Fuente: Quiroz y Asociados (julio 2017): *Impacto de las IGR en el Financiamiento Mipyme*. Chile.

4 | 2 BOLSA EMERGENTE Y CROWDFUNDING (FINTECH)

La Bolsa Emergente y el *crowdfunding* son las actividades más dinámicas para financiamiento a pymes en Chile.

A. Bolsa Emergente

Desde marzo de 2016 Bolsa Emergente ha colaborado con empresas a levantar capital, encontrar socios o venderlas. Cuenta con más de 200 empresas inscritas en su comunidad electrónica, cuyas solicitudes financieras se distribuyen inmediatamente a bancos nacionales y extranjeros, compañías de seguro, fondos de inversión, *family offices*, e inversionistas privados. La Bolsa Emergente cuenta desde sus inicios con el apoyo financiero del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), por ser una empresa que impulsa la innovación, el emprendimiento nacional y la colaboración con las pymes.

La Bolsa Emergente cuenta con asesores técnicos, que son entidades ajenas a ésta que prestan servicios a las empresas o proyectos que postulan para financiamiento, principalmente acreditando que estas cumplen con los estándares exigidos.

No es una bolsa de valores propiamente dicha porque en ella no se transan valores en mercado secundario, por ejemplo. Es más, una plataforma de *crowdfunding* donde se inscriben empresas e inversionistas. Por su intermedio se realizan actividades de fusiones y adquisiciones y de otorgación de créditos entre otras.

A finales del 2017 la Bolsa Emergente cuenta con 100 inversionistas registrados y ha financiado a 300 empresas por un monto cercano a los \$us 30 millones.⁴⁶

B. Crowdfunding para pymes

Cumpro es la plataforma de *crowdfunding* para pymes más importante de América Latina. El 2017 logró recaudar \$us 116 millones para cerca de 1.000 empresas y entregaron más de 4.000 créditos. Desde su fundación ha generado 10.500 operaciones de crédito.

Similar es el caso de RedCapital, plataforma que reúne a inversionistas para generar préstamos a pymes en crecimiento y que el 2017 logró sumar más de \$us 18 millones para financiar un total de 1.538 proyectos. Otra de las plataformas más exitosas del mercado local es Becual, que el año pasado anotó operaciones por cerca de \$us 10,6 millones, pudiendo financiar 319 operaciones.⁴⁷

A pesar de que en la práctica existen en Chile un número reducido de plataformas de *crowdfunding*, éstas no se encuentran del todo ajustadas a la normativa local. Esto último puede cambiar con la creación de la AFICO (Asociación Chilena de Financiamiento Colaborativo), en la cual el Ministerio de Economía ha tomado un rol clave como miembro consejero de la asociación, y sobre la que se prevé introducirá cambios legislativos radicales en la Ley de Mercado de Valores y Ley General de Bancos.⁴⁸

⁴⁶ Diario financiero (octubre 2017): *Bolsa Emergente inicia internacionalización para crecer en América Latina*. Chile.

⁴⁷ El Mercurio (enero del 2018): *Industria del crowdfunding movió más de \$us 150 millones el año pasado en Chile*.

⁴⁸ Casado, Milano & Zapata (agosto 2017): *Crowdfunding en Chile: Una nueva era para el capital de riesgo*. Chile.

5. COLOMBIA

El financiamiento a pymes en Colombia se ha dado históricamente a través de mercados alternativos de valores. Hoy en día, Colombia cuenta con dos mercados: el principal y el llamado “Segundo Mercado”.

5 | 1 EL SEGUNDO MERCADO (MERCADO ALTERNATIVO)

El Segundo Mercado nace el año 1995 (Res. 400) y se incorpora en el DS 2555/2010 quince años después. Posteriormente el 28 de mayo de 2014, el Ministerio de Hacienda mediante el DS 1019 modificó la reglamentación general de ese mercado. A continuación, se establecen las características del Segundo Mercado en sus dos versiones.

A. El Segundo Mercado (versión 1)

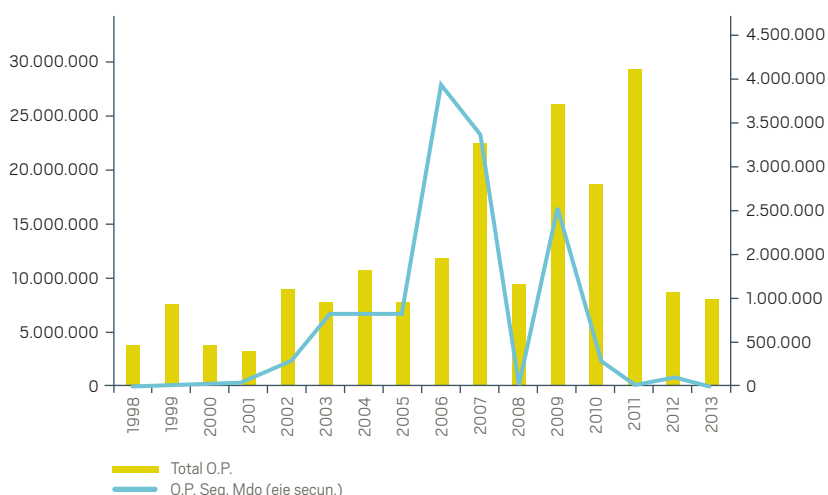
El año 1998, después de tres años de haber nacido como un mercado alternativo para todo tipo de empresas, se realizan los primeros registros de emisores. Las características más importantes del Segundo Mercado en su primera versión, eran los siguientes:⁴⁹

- No era exclusivo para pymes.
- Los valores eran inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y solo podían ser adquiridos por inversionistas profesionales.
- Para la emisión de bonos se fijaron los mismos requisitos exigidos en el mercado principal a excepción del monto mínimo de la oferta pública.
- Era para empresas emisoras con patrimonio mínimo \$us 3 millones a hoy.
- Existían requisitos de reporte de información periódica (EEFF trimestrales, información relevante y otros).
- Los procesos de titularización no tenían que incorporar mecanismos de cobertura.

Los primeros años de existencia del Segundo Mercado fueron de poca trascendencia. Sus mejores años fueron el 2007 y el 2009 al 2011 (Gráfico 8).. Desde entonces, su actividad fue muy baja y en sus 15 años de existencia se inscribieron mayormente empresas grandes y fideicomisos atraídos por la reducción de requisitos y simplicidad de registro comparado con el mercado principal. Aun así, solamente 3% de todas las emisiones de bonos corporativos se hicieron en el Segundo Mercado y no se inscribió ninguna pyme.

⁴⁹ ANIF. (2013). Revista Coyuntura pyme N° 43. Revista Coyuntura. Colombia y Revista Enfoque Mercado de Capitales (octubre 9,2014): *El Segundo Mercado de Valores y su regulación*. ANIF. ISSN 1909-0137 Edición 82. Colombia.

Gráfico 8. Emisiones en oferta pública para Segundo Mercado (v1) y total de oferta pública (1998 – 2013)



Fuente: Blanco Barón, Constanza RNVE-SV 1998-2004 y RNVE-SFC 2005-2013: *La reforma al segundo mercado: análisis del Decreto 1019 de 2014*. Ecuador.

Un análisis pormenorizado de las causas del fracaso del Segundo Mercado previo al año 2013, nos demuestra que se debió a que la reducción extrema de la información proporcionada por las empresas, ahuyentaba a los inversionistas. Es decir, la facilidad de inscripción gracias a la disminución de requisitos de información, fue en contra del mismo mercado.

B. El Segundo Mercado (versión 2)

Las reformas realizadas mediante el Decreto N° 1019 de mayo del 2014, establecen la información mínima que las empresas (sean pymes o no), deben proporcionar a los inversionistas, quienes deben ser únicamente profesionales. La inscripción en el registro de valores es automática con la simple entrega de los documentos requeridos y el costo del derecho de inscripción goza de una reducción del 50%.

Adicionalmente el costo de derecho de autorización de oferta pública se eliminó en un 100% respecto del mercado principal, así como también los requerimientos de patrimonio mínimo para emisores. La calificación de riesgo es voluntaria y las emisiones pueden incorporar garantías otorgadas por entidades nacionales o extranjeras.

El siguiente cuadro nos ilustra de manera puntual las reformas realizadas al Segundo Mercado en su segunda versión.

Cuadro 12. Reformas al Segundo Mercado Decreto N° 1019 del 28 de mayo del 2014.

ASPECTO	MERCADO PRINCIPAL	SEGUNDO MERCADO
Respuesta a solicitud de autorización	30 días hábiles	10 días hábiles
Valor de derechos de inscripción en el RNVE	0,08 x 1.000 del patrimonio del respectivo emisor	0,04 x 1.000 del patrimonio del respectivo emisor
Derechas de autorización de oferta pública	0,35 x 1.000 sobre el monto total de emisión	No se cobra por los derechos de oferta pública
Monto mínimo para emisión de bonos y papeles comerciales	2.000 salario mínimo mensual legal	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

Fuente: Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de capitales en Iberoamérica (IIMV) (2017): *La Financiación de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores*. CYAN Proyectos Editoriales S.A. España.

Aunque el reformado Segundo Mercado, ya no es exclusivo para pymes, es más apropiado para ellas. Sin embargo, desde el año 2014 a la fecha, los resultados han sido escuetos. Han habido apenas 9 emisiones, de las cuales 7 han sido de bonos corporativos y 2 de procesos de titularización. Ninguna ha sido de pymes. El 2017 existían 3 empresas listadas (Cuadro 13), e igualmente ninguna fue pyme.

Cuadro 13. Segundo mercado: Nuevas Empresas listadas el 2017

EMISOR	INDUSTRIA	TIPO DE EMPRESA
Titularizadora Col. Hitos	Vivienda	Grande
Banco Mundo Mujer	Banca	Grande
Banco Davivienda	Banca	Grande

Fuente: Elaboración propia con datos del Segundo Mercado.

De la investigación realizada se ha podido percibir que la existencia de información asimétrica y la falta de confianza por parte de los inversionistas, son las razones fundamentales que afectan la evolución del Segundo Mercado en su nueva versión. No existen mecanismos para probar la veracidad de la información y, principalmente, por que las empresas pueden omitir alguna información que no desean que llegue al público. Es decir, nuevamente la falta de información suficiente ahuyenta la “demanda” de valores de pymes.

Claramente, la reforma realizada el año 2014 ha fracasado en corregir la falta de información y además la falta de diferenciación entre el mercado principal y el Segundo Mercado. Pues persiste la duda si los emisores que van al Segundo Mercado lo hacen porque este segmento es realmente la única opción para ellos, o lo hacen porque únicamente buscan realizar ofertas públicas aprovechando la posibilidad de eludir requisitos de transparencia.

5 | 2 CROWDFUNDING

El Ministerio de Hacienda y Crédito Público 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 describe una alternativa de regulación para el desarrollo del *crowdfunding* en Colombia.

Las propuestas presentadas a la fecha, definen el crowdfunding como “una actividad que implica canalizar recursos de varios individuos, para financiar proyectos o negocios, con el propósito de obtener una rentabilidad.”⁵⁰ No ha habido mayores avances en este aspecto.

6. ECUADOR

Ecuador es un país que, con relación al financiamiento de pymes a través del mercado de valores, ha optado por la creación de mercados alternativos, los cuales se analizan a continuación.

6 | 1 MERCADOS ALTERNATIVOS

Al igual que en Colombia, Ecuador ha probado dos mercados alternativos con el fin de desarrollar el mercado de valores y ampliar el número de emisores. En 1999 se creó dentro del mercado bursátil, el Registro Especial de Valores No Inscritos (REVNI).⁵¹ Posteriormente el 2014, se crea el Registro especial bursátil (REB), en remplazo del REVNI.

⁵⁰ Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de capitales en Iberoamérica (IIMV) (2017): *La Financiación de las Micro: Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores*. Con la colaboración y la financiación de la CNMV de España y CAF. CYAN Proyectos Editoriales S.A. España.

⁵¹ Ley Orgánica, Fortalecimiento, Optimización, Sector Societario Bursátil, Registro Oficial Suplemento 249 del 20 mayo del 2014. Ecuador.

A. Registro Especial de Valores No Inscritos (REVNI)

El REVNI se consideraba como un mercado de aclimatación en el que se permitía la inscripción de valores de renta fija y variable de las empresas que querían “probar” el mercado. A enero del 2015, este mercado especializado contaba con 29 emisores inscritos.⁵²

Las características principales de este mercado eran las siguientes:

- a. Mecanismo establecido y autorregulado por las bolsas de valores. Por la LMV de 1999, las bolsas de valores tenían la facultad para implementar mecanismos de negociación para valores no inscritos en bolsa.
- b. No era exclusivo para pymes, pero era apropiado para ellas.
- c. Trámites simplificados.
- d. El prospecto de emisión era reemplazado por un memorando informativo.
- e. No existía la obligatoriedad de calificación de riesgo.
- f. Se eliminaron las tarifas de inscripción y mantenimiento en los registros públicos.
- g. Se exigía la entrega de información legal y contable que respalde la confiabilidad de las emisiones.
- h. Se exigía tres años de auditoría externa.
- i. Superintendencia de Compañía realizaba la inspección física de la empresa, así como de la información contable y financiera que se haya presentado.
- j. Se exigían prácticas de Buen Gobierno Corporativo.
- k. Mediante Registro Oficial número 808 emitido el 11 de octubre del 2012, se estipulaba que el monto máximo para la negociación del REVNI, no podría ser mayor a \$us 3 millones ni exceder el 80% del total de los activos libres de gravamen del emisor
- l. Se establecía un mecanismo de garantías, por lo que era necesario que la empresa emisora disponga de activos libres de gravamen que puedan respaldar la emisión.

Desde el año 2001 el REVNI captó un total de 48 empresas: 8 emitieron acciones y 40 pagarés. Posteriormente, 7 saltaron al mercado bursátil principal.⁵³

B. Registro Especial Bursátil (REB)

La Reforma de la Ley del Mercado de Valores del 20 de mayo del año 2014, crea el REB reemplazando al REVNI.⁵⁴ El REB es exclusivo para pymes y organizaciones de la llamada economía popular y solidaria. Sigue vigente a la fecha y tiene las siguientes características principales:

- a. Es para pymes con ventas de \$us 100 mil a \$us 1 millón.
- b. Es solo para inversionistas institucionales o calificados.
- c. Los intermediarios de valores deben determinar/evidenciar quien es “calificado”.
- d. Existe una exoneración de pago de tarifas de inscripción y mantenimiento en el Catastro Público de Valores y en las bolsas de valores del país.
- e. Los Directorios de las bolsas de valores fijarán 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.
- f. Existen menores requisitos para la inscripción y mantenimiento de inscripción para un emisor y valor.

⁵² Bolsa de Valores de Quito (enero 2015): Boletín REVNI. Ecuador.

⁵³ De Anderson, Mónica Villagómez: *Mipyme Bursátil*: Bolsa de Valores de Quito. Ecuador.

⁵⁴ Resolución Nº 210-2016-V de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera sobre *Normas aplicables al Registro Especial Bursátil-REB*. Ecuador.

- g. Se han promulgado exenciones tributarias para emisores e inversionistas.
- h. Las comisiones de negociación de valores son 50% menos que el resto.
- i. La calificación de riesgo es voluntaria.
- j. Se han establecido dos medidas de resguardo: *Obligatorio*.
 - Relación de activos libres de gravámenes y monto de la emisión de obligaciones en circulación equivalente al 125%. *Voluntario*.
 - A criterio del emisor.

Hasta la fecha no se ha registrado ninguna pyme. Las medidas de resguardo parecen ser un óbice complejo que hace que el REB no sea atractivo.

7. MÉXICO

Si bien no existe un segmento específico para pymes en la normativa, la Ley de Mercado de Valores del 2005 es más extrema al clasificar los emisores en tres tipos⁵⁵ y establecer requisitos diferenciados para cada una de ellas, teniendo como uno de sus objetivos primordiales propiciar el acceso de las Pymes a la Bolsa Mexicana de Valores (BMV):

7 | 1 SOCIEDADES ANÓNIMAS ESPECÍFICAS (RÉGIMEN SIMPLIFICADO)

Por ley se establecen los siguientes tipos de sociedades anónimas:

- a. *La Sociedad Anónima Bursátil (SAB)*: Es el equivalente a la sociedad bursátil que cotiza actualmente en el mercado de valores, ya es conocida por la comunidad empresarial e inversionista;
- b. *La Sociedad Anónima Promotora de Inversión Bursátil (SAPIB)*: Es la transición para las empresas que quieren tener acceso al mercado de valores, ya que pueden listarse en la bolsa, con todos los beneficios que esto implica, y cuentan con tres años para converger al régimen de la Sociedad Anónima Bursátil; y
- c. *La Sociedad Anónima Promotora de Inversión (SAPI)*: Esta tiene mayores estándares de gobierno corporativo a cambio de permitirle ciertas excepciones a la Ley General de Sociedades Mercantiles, con el fin de tener más posibilidades de atraer inversionistas.

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:

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

Por otra parte, la BMV, tiene un área encargada de promover el listado de nuevas empresas. La BMV también brinda asesoría a dichas empresas para que cuenten con los estándares de gobierno corporativo y generación de información. Adicionalmente, cuenta con el llamado "Programa de Facilidades para Nuevas Empresas" con un capital menor a \$us 27 millones aproximadamente, que pretendan listar valores por primera vez. Este programa ofrece los siguientes beneficios:⁵⁶

⁵⁵ Cruz, Guillermo y Aguiñaga, Daniel (enero 10, 2014): *Resumen Ejecutivo sobre la Nueva Ley del Mercado de Valores*. Deloitte. México.

⁵⁶ Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de capitales en Iberoamérica (IIMV) (2017): *La Financiación de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores*. Con la colaboración y la financiación de la CNMV de España y CAF. CYAN Proyectos Editoriales S.A. España.

- a. Cancelación de la cuota de inscripción.
- b. Descuento del 50% en la cuota de mantenimiento del primer año.
- c. Claves gratuitas del sistema de divulgación de información (EMISNET), así como de la plataforma de información de la BMV.
- d. Para el caso de emisiones de corto plazo, se exigen de los puntos a) y b). Para las emisoras de largo plazo, se les exige de la disposición a).

Desde el año 2014 se incorpora a NAFIN al esfuerzo de incorporar a pymes al mercado de valores, a través de mecanismos de apoyo a las SAPIB. Como banco de desarrollo, NAFIN implementó el programa del Mercado Institucional de Deuda Alternativa Societaria “MIDAS”, orientado a apoyar a aquellas pymes emisoras de renta fija en el mercado de valores.

El apoyo de NAFIN consta en asumir el riesgo crediticio al 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 BMV. El objetivo de MIDAS era lanzarse con 30 pymes. Pero la realidad es que hasta marzo de 2017 solo se habían inscrito 5 empresas y se esperaba subir a 12 hasta el 2018.⁵⁷

Por otra parte, la reciente creación de la Bolsa Institucional de Valores (BIVA), que lanzó sus operaciones a mediados del año 2018, ha sido recibida con mucho entusiasmo por las pymes, pues replica al mercado NASDAQ en tecnología y como espacio para la negociación de valores de empresas de menor capitalización.

7 | 2 FONDOS DE INVERSIÓN (VEHÍCULOS DE PROPÓSITO ESPECIAL)

El año 2009 se crearon los llamados “Certificados de Capital de Desarrollo” (CKD) emitidos a través de fideicomisos con la finalidad de invertir los recursos obtenidos para financiar proyectos y empresas. Los CKD deben estar inscritos en el registro nacional de valores y su rendimiento depende de la rentabilidad de los proyectos y sociedades en los que se invirtió. En la reforma a la ley de mercado de valores el año 2014, se introdujeron importantes ajustes a los CKD, especialmente en el ámbito de gobierno corporativo que brinde transparencia sobre la administración de los recursos del fideicomiso.

Entre los mecanismos de salida de la inversión en CKD, está el 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 SAPIB o SAB.⁵⁸

Desde su creación en el 2009 a septiembre 2017, se habían lanzado 81 CKD en la BMV por 50 administradoras. El monto de todas las emisiones sumaba un monto en pesos mexicanos equivalentes a unos \$us 7.8 mil millones.⁵⁹ Muchos de esos recursos han sido canalizados a pymes.

7 | 3 FINTECH

México está hoy en día a la vanguardia en servicios financieros, eso es lo que refleja la denominada “Ley Fintech”, aprobada en marzo del 2018 por el congreso mexicano y promulgada por el presidente Enrique Peña Nieto.

La ley establece un marco de referencia competitivo para acceder al *crowd-funding* y crea empresas de fondos de pago electrónico. Esto último, para incentivar el comercio electrónico y darle acceso al sistema a las personas no bancarizadas. Así mismo establece la posibilidad de que se regulen otros modelos electrónicos novedosos para la prestación de servicios financieros.

⁵⁷ El Economista (15 de marzo del 2017): *Sólo cinco firmas han accedido al Programa Midas.* México.

⁵⁸ “La Financiación de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores”, Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de capitales en Iberoamérica (IIMV), 2017. Con la colaboración y la financiación de la CNMV de España y CAF.

⁵⁹ El Economista (17 de septiembre del 2017): *¿Qué es un CKD (Certificados de Capital de Desarrollo)?* México.

Por el lado de las criptomonedas, la legislación definirá, a través del Banco de México, un estándar mínimo para que en los mercados centralizados mexicanos se ofrezcan solo activos virtuales autorizados por esa institución. Actualmente, existen en México alrededor de 258 empresas Fintech que abarcan créditos, gestión de activos, financiamientos colectivos, seguros, etc.⁶⁰

8. PERÚ

Al igual que Colombia y Ecuador, la simplificación y abaratamiento de costos para ingresar al mercado de valores, se suministra a través de la constitución de mecanismos centralizados de negociación especializados.

En Perú, mediante la Ley de Promoción del Mercado de Valores N° 30050 del 2013, se establecen mecanismos para simplificar los procedimientos de inscripción de ofertas públicas, con la consecuente reducción de tiempos y costos a través de mecanismos electrónicos como el e-prospectos, formatos electrónicos predeterminados que pueden ser usados por las empresas para preparar los prospectos informativos y los contratos de emisión.

Para promover el desarrollo del mercado de valores peruano y el ingreso al mercado de valores de nuevas empresas, la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV), está facultada para aprobar, mediante disposiciones de carácter general, un régimen especial de oferta pública, en el que podrán establecerse: “a) Menores requisitos y exigencias para la inscripción y la formulación de una oferta. b) Menores requerimientos de información durante la oferta y después de realizada esta; y c) Tratamiento sancionador.” El Regulador se encuentra también facultado para “exceptuar a estas ofertas del cumplimiento de cualquier obligación o condición prevista” en varias leyes y decretos reglamentarios, incluyendo la Ley General de Sociedades.”⁶¹

8 | 1 MERCADO ALTERNATIVO DE VALORES (MAV)

El Mercado Alternativo de Valores (MAV) fue creado el año 2012 por la SMV y su última reforma fue el año 2018,⁶¹ proporcionando un régimen de ofertas públicas de valores aún más flexible para empresas de menor porte domiciliadas en el Perú, en términos de 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 principales características del MAV son:

- a. A las empresas no se les requiere un periodo mínimo de operaciones. Inicialmente existía el requisito de tener por lo menos 3 años de existencia.
- b. Los emisores deben contar con ingresos anuales promedio, en los últimos 3 años, que no excedan de 350 millones de soles (aproximadamente \$us 107 millones de dólares).⁶³
- c. Los emisores no deben tener valores inscritos en el RPMV o admitidos a negociación en algún mecanismo centralizado de negociación administrado por las bolsas o mercados organizados extranjeros, salvo en el caso que la inscripción en el registro sea en el marco del reglamento del mercado de inversionistas institucionales. Esto para evitar que las empresas inscritas en el mercado principal migren al MAV.

⁶⁰ Datos provistos por Finnovista, una aceleradora de empresas Fintech. Finnovista: <http://www.finnovista.com>

⁶¹ Art.3 de la Ley de Promoción del Mercado de Valores N° 30050 del 2013. Perú.

⁶² Resolución de Superintendencia N° 025-2012-SMV/01 y Resolución SMV N° 023-2018-SMV/01. Perú.

⁶³ Tipo de cambio 1 \$us = 3,2830 PEN (Nuevo Sol peruano) a julio 2019.

- d. Si la empresa cuenta con menos de cinco (5) años de operaciones, se considerarán sus ingresos anuales promedio por venta de bienes o prestación de servicios durante el periodo disponible. Si la empresa cuenta con menos de un (1) año de haber iniciado operaciones, se considerarán los ingresos por los citados conceptos en el período disponible.
- e. No aplica a empresas obligadas a inscribir sus valores en el RPMV.
- f. Se requiere el cumplimiento del código de buen gobierno corporativo a partir del tercer año de haber colocado los valores.
- g. Las Bolsas que administren mecanismos centralizados de negociación en los que funcione el MAV deben establecer mecanismos de difusión que permitan identificar y diferenciar los valores del MAV, así como mecanismos de transparencia y de información de las operaciones que se realizan en dicho mercado
- h. Se exige una calificación de riesgo para el caso de instrumentos representativos de deuda de largo plazo. Es opcional cuando la oferta de valores es dirigida a inversionistas institucionales.
- i. Existe un régimen de sanciones especial.
- j. Se han emitido formatos estándares de documentos exigidos en el portal de la SMV.
- k. Se promueve la reducción de costos de emisión y de transacción con la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y CAVALI. Estos son un 50% menor a las del mercado principal.

Comparativamente, las principales ventajas del MAV versus el régimen general se aprecia en el siguiente cuadro:

Cuadro 14. Requisitos del Mercado Principal y el MAV

REQUISITOS	MERCADO PRINCIPAL	MAV
Memoria anual	2 últimos ejercicios	Último ejercicios
Buen Gobierno Corporativo	Inicio	Al tercer año siguiente a la fecha de colocación
Reporte de sustentabilidad corporativa	Sí	No
Calificación de Riesgo	2 informes	Solo para emisiones de largo plazo. Voluntario para inversionistas institucionales
EE.FF. Anuales	2 últimos ejercicios	Último ejercicios
EE.FF Intermedios	Trimestral	Trimestral o semestral a criterio del emisor
Normas EE.FF	NIIF	Adecuación NIIF
Plazo máximo de inscripción	30 días	15 días
Costos de emisión	Régimen general	50% de reducción

Fuente: Elaboración propia con información del Mercado Alternativo de Valores y la Bolsa de Valores de Lima, Perú

Claramente 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.⁶⁴

⁶⁴ Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de capitales en Iberoamérica (IIMV) (2017): *La Financiación de las Micro: Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores*. Con la colaboración y la financiación de la CNMV de España y CAF. CYAN Proyectos Editoriales S.A. España.

La creación de formatos estándares para el prospecto marco, prospecto marco complementario, contrato marco, contrato complementario y aviso de oferta; requeridos para realizar una oferta pública, han reducido el costo y tiempo para la elaboración de dicha documentación.

El régimen de sanciones especial a los emisores por el incumplimiento en la presentación de hechos de importancia, información financiera y memoria anual, reduce el monto de las multas hasta un máximo de \$us 2.400 dólares aproximadamente, con el fin de que las empresas tengan menor temor a las sanciones impuestas por el Regulador.⁶⁵

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.

A finales del 2016 se alcanzó inscribir un récord de once empresas pymes, con ingresos entre \$us 5 millones de dólares y \$us 48 millones de dólares que emitieron valores de renta fija mediante programas por un monto total de \$us 50 millones repartidas en 60 emisiones. Mientras que una pyme inscribió sus acciones.⁶⁶

⁶⁵ Ídem. Equivalente a 2 unidades impositivas.

⁶⁶ Ídem.

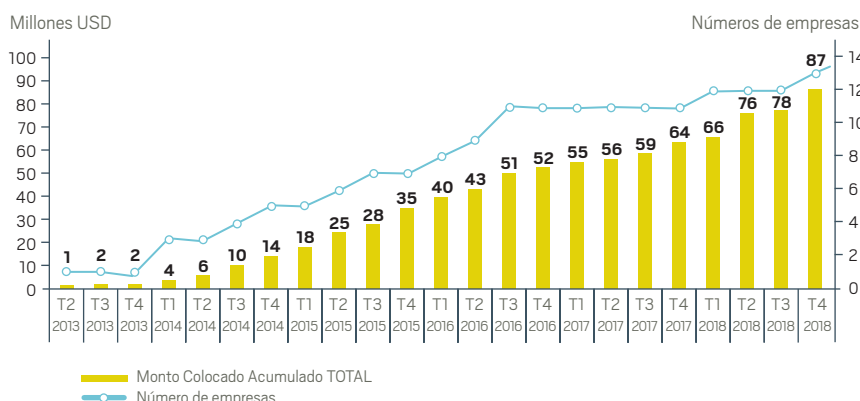
Cuadro 15. Características principales de las pymes y sus emisiones en MAV (2015) (Millones de \$us)

Fuente: Rocca, Lilian (2016): *Cumbre Internacional del Mercado de Valores 2016*. República Dominicana.

EMPRESA	ACTIVIDAD ECONÓMICA	INGRESOS	ACTIVOS	PROGRAMA DE EMISIÓN	PLAZOS	INSTRUMENTO
Agrícola Chavin de Huantar	Producción y comercialización de frutas y vegetales	11	29	3	150-330 días	Corto Plazo
A. Jaime Rojas	Equipamiento médico integral	9	20	6,6	180-360 días	Corto Plazo y Bonos Corp.
Triton Rental	Venta, alquiler y mantenimiento de maquinaria	23	25	2	180 días	Corto Plazo
Laboratorios Medrock	Industria Farmacéutica	11	32	3	180 días	Corto Plazo
Edpyme Inversiones La Cruz	Préstamos prendarios y micropréstamos	15	36	23,3	180 días-3 años	Corto Plazo y Bonos Corp.
Tekton Corp	Negocios Inmobiliarios	5	18	2,5	270 días	Corto Plazo
Electrovía	Instalaciones de red eléctrica	48	13	5	180 días	Corto Plazo
Ciudaris	Negocios Inmobiliarios	18	20	6,1	3 años	Bonos Corp.

Para el año 2018 se alcanzan a inscribir un total de 13 pymes (Gráfica 8) y se alcanza a un monto de \$us 87 millones emitidos. Desde su creación el 2012, el número de empresas listadas en el MAV ha sido ascendente consolidándose en una buena alternativa para entrar al mercado de valores en el Perú.

Gráfico 9. Empresas listadas y monto emitido acumulado en el MAV



Fuente: Elaboración propia en base a "Mercado Alternativo de Valores", Bolsa de Valores de Lima, 2019.

9. ESPAÑA

Como pudimos ver en el cuadro 6, en España se han implantado una serie de mecanismos paralelos de apoyo al financiamiento para pymes, lo cuales se actualizan regularmente.

La ley de Financiamiento 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 Titularización y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titularización; y 4) regulación de las plataformas de *crowdfunding*.

9 | 1 MERCADOS ALTERNATIVOS

Las modificaciones posteriores a la ley del mercado de valores española de julio de 1988, prevén la creación de mercados especializados según las circunstancias de los valores y emisores existentes.⁶⁷ Se destacan dos mercados alternativos en los que se negocian valores emitidos por las pymes con reglas específicas que brindan criterios más flexibles (simplificados) y son aprobados y supervisados por la Comisión Nacional de Mercado de Valores de España (CNMV). Estos son el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) 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.

A. Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

El MAB es un mercado de acciones organizado y gestionado por las Bolsas y Mercados Españoles (BME) y supervisado por la CNMV. Ofrece un sistema de contratación, liquidación, compensación y registro de operaciones que se efectúan sobre valores de renta variable de instituciones de inversión colectiva (o fondos de inversión), empresas de capital de riesgo, pymes en expansión y otros valores e instrumentos que por sus especiales características se acogen a un régimen diferenciado.

El MAB incluye mecanismos que procuran generar mayor confianza en el inversionista. El "Asesor Registrado", 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.

⁶⁷ Ley del Mercado de Valores del 28 de julio de 1988 y sus modificaciones posteriores. España.

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).⁶⁸

B. Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)

MARF es un mercado de renta fija nacido el año 2013, destinado exclusivamente a inversionistas calificados que inviertan en pymes emisoras de valores de renta fija (pagarés, bonos y obligaciones). Igual que el MAB facilita el acceso a los mercados de capitales simplificando sus trámites y otorgando el apoyo de un especialista denominado “Asesor Registrado”, que orienta 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.

En cuanto a los requisitos establecidos en el MARF, los emisores deben contar con un informe de evaluación crediticia y de riesgo de la emisión emitido por una entidad registrada y certificada por la Autoridad Europea del Mercado de Valores (ESMA). Asimismo, los emisores deben preparar sus cuentas anuales conforme a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), estándares contables nacionales del Espacio Económico Europeo o US GAAP, debidamente auditadas entre otros.

El MARF no fija condiciones respecto al tipo de empresas que pueden emitir en este mercado y el tamaño mínimo de las emisiones. Sin embargo, se ha notado que los costos del proceso (cerca del 2% a 3% del monto emitido), así como la necesidad de que las compañías cuenten con un elevado grado de solvencia y se encuentren saneadas, limitan el universo de posibles emisores a compañías de tamaño mediano.

En 2015, se emitieron en el MARF bonos y obligaciones por un total de €382,5 millones en 8 emisiones y en pagarés €433,7 millones.⁶⁹ A la fecha hay un total de 42 emisores.⁷⁰

9 | 2 SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA (MECANISMO DE GARANTÍAS)

Las Sociedades de Garantías Recíprocas se establecieron en España mediante la ley 1/1994, 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 18 SGR. 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. Según CESGAR, a la fecha existen 126.574 pymes asociadas al sistema de SGR y €30.759 millones en avales formalizados.⁷¹

⁶⁸ Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de capitales en Iberoamérica (IIMV) (2017): *La Financiación de las Micro: Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores*. Con la colaboración y la financiación de la CNMV de España y CAF. CYAN Proyectos Editoriales S.A. España.

⁶⁹ Ídem.

⁷⁰ <http://www.bmerf.es>

⁷¹ Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca (CESGAR): España.

9 | 3 CROWDFUNDING (FINTECH)

De acuerdo con *Fintech Radar Spain*,⁷² en 2016 se ha identificado un total de 207 empresas startups 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. Dado este importante crecimiento, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha creado un espacio Fintech en su página web, 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.⁷³

9 | 4 PATRIMONIOS AUTÓNOMOS (VEHÍCULOS DE PROPÓSITO ESPECIAL)

En España existen los Fondos de Titulización de Activos para PYME (FTPYME) gestionado por el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad, cuenta con el aval del Estado para respaldar los bonos emitidos por estos Fondos con la condición de que las entidades financieras que les ceden sus activos reinviertan, al menos en un 80%, la liquidez obtenida en nuevos créditos para pymes.

Desde su constitución en el año 2000 este programa ha permitido la emisión de 50.640,4 millones de euros que han posibilitado la reinversión de más de 40.512,3 millones de euros en nuevos préstamos para pymes. El total del aval del Estado empleado en estas emisiones ha sido de 15.495,2 millones de euros.⁷⁴

Para que un fondo de titulización (titularización) pueda ser considerado un FTPYME:

- a. Se deben titularizar (ceder al fondo) préstamos concedidos a empresas no financieras domiciliadas en España de los que al menos el 50% deberán haber sido concedidos a pymes. Estos préstamos deben tener un plazo de amortización inicial no inferior a un año.
- b. Las entidades financieras que cedan estos préstamos, deben reinvertir al menos el 80% de la liquidez obtenida por esta cesión en nuevos préstamos para pymes en un plazo de 2 años. Al menos el 50% de la reinversión ha de realizarse en el primer año.
- c. Los bonos emitidos por los fondos FTPYME con calificación AA, Aa, equivalente o superior, pueden obtener un aval por parte del Estado a través del Tesoro Público de hasta un 80 % de su importe.
- d. Todos los valores emitidos por un fondo de titularización que sean avalados por el Estado deben negociarse en un mercado oficial español de valores.

En el periodo 2005–2010 se emitieron 31 Fondos de Titulización por un monto total de €27.860 millones, los cuales fueron 100% reinvertidos en cartera de créditos pymes.

⁷² <http://www.finnovista.com/fintech-radar-spain> y Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de capitales en Iberoamérica (IIMV) (2017): *La Financiación de las Micro: Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores*. Con la colaboración y la financiación de la CNMV de España y CAF. CYAN Proyectos Editoriales S.A. España.

⁷³ Ídem.

⁷⁴ Gobierno de España, Ministerio de Economía, Industria y Competitividad, 2018.

IV ESCASOS RESULTADOS DE LOS MECANISMOS DE “OFERTA DE PYMES”

En la anterior sección vimos como en varios países de América Latina y España se han implantado mecanismos de estímulo de la “oferta de pymes”, de primera y segunda generación (mercados alternativos y regímenes simplificados) para el financiamiento de las pymes. Principalmente reduciendo los costos y tasas de inscripción y listado de valores, flexibilizando la necesidad de calificación de riesgo, acelerando los plazos de aprobación, simplificando formularios, prospectos de emisión y la generación de información periódica. Todo esto partiendo de un supuesto: las pymes no entran al mercado de valores por temas de costos y burocracia.

A continuación, se presentan los resultados de las estrategias regulatorias de atraer a las pymes mediante herramientas de estímulo de la “oferta de pymes” en cada país:

- En Argentina existen 800.000 empresas que están registradas en la Secretaría pyme. A la fecha, más del 95% de los financiamientos a estas empresas se realiza a través del esquema de CPD avalados por SGR. Seguido por los fidecomisos financieros (3%) y las ON (2%).

Desde el 2002 solo 3 empresas pymes han inscrito sus acciones en el Panel pyme de la BCBA aprovechando las ventajas del régimen simplificado. En 5 años, 51 pymes emitieron ON bajo el programa de régimen simplificado “pyme CNV”.⁷⁵

Al igual que el resto de América Latina, en cuanto a financiamiento de pymes mediante mecanismos tradicionales de primera y segunda generación, de estimular la oferta de pymes, Argentina muestra un desarrollo anémico.

Pero con los mecanismos de tercera generación de creación de demanda de pymes (mecanismo de garantías), los resultados son mucho mejores. Por ejemplo, bajo el régimen simplificado llamado “ON pyme Garantizadas”, en apenas dos meses desde su lanzamiento en junio del 2017, iniciaron trámites de registro un total de 40 pymes. A la fecha hay 87 pymes emisoras bajo este programa.

Por su parte, el pagaré avalado, mayormente negociado en dólares americanos y con un plazo promedio de 16 meses, alcanzó una participación del 9% en el total anual (en contraposición al 1% del año 2016), siendo de mayor preferencia que las mismas ON avaladas.⁷⁶ Claramente el interés es más debido al “aval”, que a únicamente la simplificación del trámite.

⁷⁵ El Cronista (septiembre 25, 2017): *Ya hay 40 Pymes que esperan por la aprobación de sus nuevos bonos.* Argentina.

⁷⁶ iProfesional (enero 26: 2018): *El financiamiento Pyme en el mercado de capitales creció 28% en 2017.* <http://www.iprofesional.com>

- Como vimos, en Bolivia las pymes pueden acceder a la llamada Mesa de Negociación Bursátil emitiendo pagarés a un máximo de 270 días. La estructuración la realiza una Agencia de Bolsa o un Estructurador pyme. La calificación de riesgo es opcional y el prospecto se reemplaza con un folleto informativo.

El año 2012 la Bolsa Boliviana de Valores (BBV), con apoyo del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), capacitó a un grupo de 60 pymes como futuros emisores en el mercado de valores del país. A la fecha se han inscrito únicamente 4 pymes en la Mesa de Negociación y 2 están en incumplimiento de pagos (*default*).

Sin embargo, cuando los FIC invierten en pymes (como mecanismo de tercera generación), el monto destinado al ámbito de estas empresas es de aproximadamente \$us 400 millones en un total de 148 pymes.

En Bolivia los instrumentos de incrementar la oferta de pymes no funcionaron. Mientras que los FIC, que son VPE de tercera generación de financiamiento a pymes, han sido un éxito.

- El Bovespa Mais de Brasil, creado en 2006 y dirigido al segmento pyme, apenas tiene 15 emisores inscritos actualmente.⁷⁷ Se debe recordar que en Brasil existen 14.8 millones de pymes.
- En Chile, la Bolsa de Comercio de Santiago, en una iniciativa conjunta con la Superintendencia de Valores y Seguros, lanzaron el año 2003,⁷⁸ un nuevo segmento bursátil llamado “Mercado de Empresas Emergentes”, de apoyo a proyectos innovadores y a empresas nuevas de alto crecimiento, incluyendo pymes.

Se establecieron condiciones para garantizar niveles mínimos de liquidez, a través de la participación de *Market Makers* y de la definición de un porcentaje mínimo de títulos que deben estar en manos de accionistas no controladores.

Como apoyo, CORFO lanzó el denominado “Programa de apoyo a la apertura en bolsa para empresas emergentes”, para coadyuvar en las gestiones necesarias para que las empresas puedan listarse en este mercado. El Mercado Emergente, como mecanismos de “oferta de pymes” de primera generación, no llegó a colmar las expectativas y actualmente ya no existe.

El Fintech es el mecanismo de financiamiento más importante para las pymes hoy en día. Desde el año 2016, un total de 3.157 pymes se han financiado utilizando mecanismos de garantías, esencialmente de generación de “demanda de pymes”. El impacto de las garantías de las IGR es fundamental en el *crowdfunding* y en la bolsa emergente.

- En Colombia, ante el fracaso del Segundo Mercado para las pymes, se ha realizado una reforma regulatoria en mayo del 2014 (Decreto 1019), que establece que las pymes deben ser autorizadas como emisoras en solo diez días hábiles por la Superintendencia Financiera; deben contar con una reducción del 50% en los costos de registro y una exención a la obligatoriedad de un representante de tenedores de bonos. Ese año la Cámara de Industria y Comercio de Colombia reveló que cuenta con 88.347 pymes afiliadas. A la fecha únicamente 2 empresas se han inscrito en el mencionado Segundo Mercado.

⁷⁷ World Federation of Exchanges, 2017.

⁷⁸ Basados en la NCG 118 del año 2001., emanada de la Superintendencia de Valores y Seguros. Chile.

- Pudimos ver como en Ecuador, el REVNI nacido el año 2010 a iniciativa de la Bolsa de Quito bajo el programa denominado “Mypyme Bursátil”, se pedían menos requisitos para la inscripción de emisores. El prospecto de emisión es reemplazado por un memorando informativo, la inscripción no tenía costo alguno y se realiza directamente en cualquier bolsa de valores. La calificación de riesgo no era obligatoria. Ese año registro un total de 6 emisores.

Posteriormente, el año 2014, en el REVNI se negoció un monto de \$us 18 millones registrando 28 emisores entre el 2013 y el 2014. El año 2015, el monto negociado cayó a \$us 1,9 millones y a junio del 2016 a \$us 430.202.

La Reforma de la Ley del Mercado de Valores del 20 de mayo del año 2014, creó al REB reemplazando al REVNI.⁷⁹ Desde entonces y después de 4 años transcurridos a la fecha, ninguna pyme ha emitido valores.

El REVNI y el REB como mecanismos de generación de “oferta de pymes” de primera generación con requisitos en el marco de un régimen simplificado, han fracasado.

- En España, el Segundo Mercado de la Bolsa de Madrid, al completar su primer año de funcionamiento en el año 1987, únicamente una empresa (Mercápital), cotizaba. En el año 2000 tan solo lo hacían tres empresas más.⁸⁰ Este mercado alternativo, creado en 1986 y que pretendía poner sobre la mesa nuevas opciones de financiación para las pymes, nunca terminó de funcionar y en los últimos tiempos ha sido absorbido por el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), que ofrece una regulación y metodología diferentes que han resultado más atractivas para las empresas de tamaño mediano.

A la fecha el MAB nacida el año 2009, cuenta con 36 compañías listadas de distinta dimensión y sectores de actividad. Esto de las 5.353 empresas que han sido identificadas aptas para cotizar en este mercado.⁸¹ No obstante, pese a que el MAB además de la simplificación de normas y procedimientos de listado e inscripción, ofrece una reducción de costos de más del 50% y existen los “Asesores Registrados” que ofrecen asesoramiento especializado a las empresas del MAB, su desarrollo es relativamente exitoso.⁸²

Vale recalcar que la mala experiencia con algunas pymes que cotizaban en el MAB ha puesto de relieve algunas deficiencias en el campo de la seguridad jurídica, particularmente en lo atinente a la supervisión y control de los mercados.⁸³

MARF es un mercado de renta fija nacido el año 2013, destinado exclusivamente a inversionistas calificados que inviertan en pymes emisoras de valores de renta fija (pagarés, bonos y obligaciones). Hoy en día cotizan 42 pymes.

Por otro lado, en cuanto a VPE (mecanismo de “demanda de pymes”), en el periodo 2005–2010 se emitieron 31 fondos de titulización avalados por el Estado español por un monto total de € 27.860 millones, los cuales fueron 100% reinvertidos en cartera de créditos pymes.

⁷⁹ Resolución N° 210–2016–V de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera sobre Normas aplicables al Registro Especial Bursátil-REB. Ecuador.

⁸⁰ Cinco Días (marzo del 2016). Madrid. España.

⁸¹ Giralt Serra, Antonio y Nieto Marquez, Jesús Gonzales (septiembre del 2014): *Financiación de la PYME en el Mercado financiero español. La experiencia y Proyección del MAB*: con base a estudio realizado por la Universidad de Alcalá de Henares. España.

⁸² Giralt Serra, Antonio y Nieto Marquez, Jesús Gonzales (2015): *El Mercado Alternativo Bursátil (MAB): Evolución y Perspectivas*. MAB: Papeles de Economía Española. N° 146: ISSN: 0210-9107. «Mercados de Crédito». España.

⁸³ Cazorla Prieto, Luis María (enero de 2016): *Los Mercados Alternativos Bursátiles como Instrumentos de Financiación Empresarial en España*: Universidad Complutense: Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil. España.

- Ya en una evaluación realizada el año 2007 en México, indicaba que los resultados de financiar pymes bajo las reformas realizadas del 2005 eran nulos. El cambio de la ley que introdujo tres tipos de sociedades bajo un esquema de simplificación de requisitos, no había tenido efecto. Persistía la falta de información y de transparencia, la dificultad para afrontar los costos de acceso al mercado de valores y complicaciones de las pymes para darse a conocer entre los inversionistas, entre otras.

El 2014 se introdujeron mayores ajustes con la participación activa de NAFIN como otorgador de garantías para pymes. Pero los resultados no fueron alentadores, habiéndose incorporado a la BVM menos de una decena de pymes hasta el año 2018,

Aunque es muy temprano para evaluar, la nueva bolsa de valores BIV, tampoco ha incorporado pymes a su listado de empresa, a pesar que ha simplificado los requisitos de inscripción a sus emisores en comparación con la BMV.

- Por su parte en Perú, el MAV ofrece a las empresas una reducción en 50% de las tarifas cobradas por las bolsas de valores, la SMV y el depósito centralizado de valores. En general se evidencia la existencia de menores requisitos para la emisión y listado de valores, menores requerimientos y obligaciones de información y un ahorro importante también en los costos de estructuración y asesoría legal, dado que las empresas utilizarán formatos estándares disponibles en el portal de la SMV (prospectos y contratos).⁸⁴

Aunque se podría decir que, dada las dimensiones de los mercados de América Latina, a experiencia peruana en el ámbito de llevar pymes al mercado de valores, es interesante, se debe considerar que en el año 2015 el Instituto de Economía y Desarrollo Empresarial (IEDEP) de la Cámara de Comercio de Lima (CCL) estimó que existe un potencial de 800 empresas, entre medianas y pequeñas, que cumplen con los requisitos para ingresar al MAV. Pero, aunque este mercado alternativo fue establecido el año 2012, a la fecha tiene inscritas únicamente 13 empresas pymes.

En el cuadro 16 a continuación, se ordenan todos los mecanismos de financiamiento de pymes en sus cuatro generaciones, con algunas estadísticas de impacto. Este Gráfico nos muestra claramente que los mecanismos de “Oferta de pymes”, es decir de regímenes simplificados y mercados alternativos en América Latina, no son muy exitosos.

Más bien el éxito se limita a los mecanismos de tercera (vehículos de propósito especial y mecanismos de garantías) y cuarta generación (Fintech). Claramente, el éxito se concentra en mecanismos de “demanda de pymes”, jugando un importante rol los VPE de titularización y los FIC.

Argentina es fundamental para entender fehacientemente que los regímenes simplificados (de primera generación), solo funcionan si son acompañados de mecanismos de garantías (de tercera generación). Por eso es que el éxito argentino se concentra en CPD, pagarés y ON pymes avaladas por SGR.

⁸⁴ Mercado Alternativo de Valores, Bolsa de Valores de Lima, Perú.

Cuadro 16. Comparación de mecanismos de financiamiento para pymes
(Año 2017)

Fuente: Elaboración propia con datos de las diversas fuentes citadas en este documento.

PAÍS	MECANISMO UTILIZADO	AÑO DE INICIO	NÚMERO DE OPERACIONES REALIZADAS CON PYMES (AÑO 2017)	NÚMERO DE PYMES LISTADAS O BENEFICIADAS (AÑO 2017) (EST)	MONTO FINANCIADO APROX. (AÑO 2017) (MILL. \$US)	FONDOS DE INVERSIÓN		NÚMERO DE MIPYMES EXISTENTES (EST)
						NÚMERO DE FONDOS DE INVERSIÓN	PATRIMONIO (MILL. \$US)	
Argentina	CPD avalados	2003	104.339	11.000	935			800.000
	Pagare Pyme CNV avalados	2013	2.185					
	ON Pyme CNV	2013 y 2017	16	51				
	ON Pyme Garantizadas	2017		87				
	Fondo Inv. Pymes (VPE)	2008				26	830	
	Fid. Financiero avalado (VPE)	2013		7.000				
Bolivia	Mesa de Negociación	1998	1	4	2,34			281.000
	Bonos Productivos	2016	1	1	7,58			
	FIC relacionado Pymes (VPE)	2015		148	400	15	747	
Brasil	Bovespa Mais	2006		15				14.800.000
	Fondos Inv. FIP (VPE)	2013				8		
Chile	Fondo de Inv. avalado (IGR)	2007				6	131	736.000
	Bolsa Emergente (Fintech)	2016		300	30			
	Crowdfunding (Fintech)	2016		2.857	145			
Colombia	Segundo Mercado v1 y v2	1995-2014	0	0				2.500.000
Ecuador	REVNI	2001	0	0				800.000
	REB	2014	0	0				
España	Segundo Mercado Blsa. Madrid	1986		3				3.150.000
	MAB	2008		36				
	MARF	2013		0				
	Fondos de Titulización Pyme	2005-2010				31		
Inglaterra	AIM	1995		1.103				na
Perú	Fondos de Inv.	2002				26	243	1.580.000
	MAV	2012		11				

Argentina: Datos de fondos de inversión a dic. 2016.

Bolivia: Del monto total administrado por los FI, un porcentaje debe ser invertido en valores de alta calidad crediticia.

Chile: *Crowdfunding* incluye datos de *Cumplo*, *Red Capital* y *Becual*. Datos de FI son del 2016.

Ecuador: En sus mejores épocas el REVNI llegó a tener 48 empresas beneficiadas.

España: Los Fondos de Titulización no son Fondos de Inversión. Se los toma en cuenta por ser VPEs con impacto en PYMES

Por lo comentado anteriormente, surge la siguiente interrogante: ¿Si los costos, plazos y exigencias regulatorias respecto a la inscripción y generación de información para el mantenimiento de valores de oferta pública, se han reducido drásticamente para las pymes como emisoras, por qué los regímenes simplificados y los mercados alternativos han sido tan letárgicos?

Más aún, con la inscripción gratuita (como en el caso de Ecuador), o con los costos subsidiados (como sucedió con el apoyo de BID-FOMIN en el caso Bolivia), o con el plazo de aprobación de una emisión reducida a solo diez días hábiles o aun siendo automático (caso Colombia), no hay evidencia de que las pymes estén más entusiastas y ansiosas por inscribirse como emisoras y que los intermediarios de valores estén activamente buscándolas para colocar sus valores.

Los esfuerzos de incorporar pymes al mercado de valores mediante regímenes simplificados y mercados alternativos, ha dejado importantes lecciones producto de su éxito limitado. Sin duda los aspectos de reducir costos, otorgar mayor rapidez en la aprobación y menos burocracia tienen un impacto en las decisiones de los ejecutivos de las pymes. Pero la evidencia muestra que no se trata de trabajar sobre la “oferta de pymes” para atraerlas al mercado. El problema es principalmente de “demanda de pymes”. Las pymes sobran, pero faltan interesados en llevarlas al mercado de valores y en invertir en ellas.

Es muy cierto que en algunos países las colocaciones de valores de renta fija emitidos por pymes bajo regímenes simplificados, han tenido una demanda superior a la adjudicada, como en el Perú por ejemplo. Sin embargo, eso no necesariamente se ha reflejado en una tasa de interés adjudicada inferior a la nominal, como sería razonable; o en que muchas más pymes se financien en el mercado de valores.

Conclusión sobre los Regímenes Simplificados y los Mercados Alternativos

La evidencia muestra que la simplificación de trámites, las inscripciones gratuitas, las autorizaciones automáticas, el apoyo de asesores especializados, las exenciones tributarias, aún la eliminación completa de la regulación y otros, para atraer a las pymes al mercado de valores, son medidas de poco resultado. Esto demuestra que el problema de por qué las pymes no acceden al mercado de valores no es un tema de “oferta de pymes” únicamente. Es en realidad un tema de “demanda de pymes”.

El tema deriva en que existan permanentemente inversionistas interesados en invertir en empresas de menor porte y en intermediarios en llevarlas al mercado de valores. Que una pyme quiera cotizar en bolsa, no es garantía que un intermediario la quiera llevar al mercado. Que una pyme se ponga a la venta en una vitrina hacia el mercado de valores, no es garantía de que alguien realmente la quiera comprar. Esa es la realidad.

La regulación, en el marco de su alcance legal, podrá establecer muchas facilidades para las pymes, pero nunca podrá obligar a los intermediarios de valores a que las busquen activamente o a los inversionistas a que inviertan a ellas. Los inversionistas buscan siempre que su inversión tenga sentido en sus portafolios en cuanto a impacto, seguridad y rentabilidad. “Se podrá llevar a un caballo al río, pero no se le puede obligar a tomar agua”, especialmente si el agua no es del tipo que los inversionistas y los intermediarios normalmente toman.

V ANÁLISIS DEL RÉGIMEN DE EMISIONES SIMPLIFICADAS DEL URUGUAY

Uruguay es uno de los últimos países en América Latina en emitir normativa específica de apoyo a las pymes y optando por el mecanismo de régimen simplificado (mecanismos de segunda generación). Es decir, por un régimen de “oferta de pymes”, enfocado en la reducción de requisitos, trámites y otros buscando generar ahorros de tiempo y recursos durante el proceso de emisión y el tiempo de vigencia de los valores emitidos.

En un estudio anterior realizado por CAF, se había comentado la necesidad de que la SSF pueda establecer procedimientos y obligaciones que se ajusten a la realidad de los emisores, en virtud del artículo 4 (Inscripción en el Registro de Valores).- de la LMV de Uruguay, que indica que la SSF “*podrá prever requisitos diferenciales en atención al tipo de valor, de oferta, de inversor al cual va dirigida y de emisor de que se trate, asegurando por parte del emisor la debida información respecto de la característica de la emisión y del régimen al cual se encuentra sujeta*”.⁸⁵

En esa línea, con fecha 21 de noviembre de 2016 el Poder Ejecutivo expidió el Decreto N° 365/016, por intermedio del cual se dispuso la “*creación de un régimen de emisiones simplificadas de valores de oferta pública para pequeñas y medianas empresas*”, instruyendo al BCU su reglamentación.⁸⁶

Considerando que la presencia de empresas pymes como emisoras en el mercado de valores uruguayo ha sido nula, y que aparentemente muchas de estas empresas podrían estar financiándose a través de oferta privadas de valores, sin autorización del regulador, esta normativa era necesaria.

En síntesis, la emisión bajo el régimen de emisiones simplificadas se realizará conforme a las normas generales que rigen la emisión de valores de oferta pública con excepción de la exigencia del Comité de Auditoría y Vigilancia prevista en el art. 184.3 de la RNMV y el Informe de Revisión Limitada que acompaña los estados contables semestrales (literal b. del art. 260 de la RNMV).

Adicionalmente, por Comunicación N° 2017/199 de 30 de octubre de 2017 y con el objetivo de facilitar la presentación y análisis de documentación en los tramites de inscripción de valores de oferta pública, se divulgaron los modelos estándar de contrato de entidad representante, contrato de entidad registrante, contrato de agente de pago, documento de emisión y proyecto de documento de emisión.

En términos generales, el régimen de emisiones simplificadas contempla lo siguiente:

⁸⁵ Dunn De Avila, Jaime (2015): *Diagnóstico General del Mercado de Valores Formal de Uruguay*. CAF Banco de Desarrollo para América Latina. Bolivia.

⁸⁶ Posteriormente el BCU emite la Circular 2283 de julio del 2017 y la Circular 2290 del 30 octubre del mismo año. Ambas modifican la Recopilación de Normas del Mercado de Valores (RNMV). Uruguay.

Cuadro 17. Régimen de emisiones simplificadas de valores de oferta pública⁸⁷ Fuente: Banco Central del Uruguay (BCU). Uruguay.

RÉGIMEN COMÚN	RÉGIMEN SIMPLIFICADO
Emisores: No aplican restricciones sobre facturación.	Emisores: Con ventas anuales (excluido el impuesto al valor agregado) entre 2.000.000 UI (dos millones de unidades indexadas) y 75.000.000 UI (setenta y cinco millones de unidades indexadas) o su equivalente, en cada uno de los 2 (dos) últimos ejercicios económicos.
Directorio cuyo tamaño no podrá ser inferior a tres miembros, de los cuales más del 50% no deben cumplir funciones ejecutivas.	Se exonera de este requisito, siempre que el capital de la empresa no supere los UI 25 millones.
Contar con un comité de auditoría y vigilancia	Se exonera de este requisito (No aplican los artículos 25 a 27 del decreto N° 322/011).
Estados Contables semestrales, acompañados de Informe de Revisión Limitada	Se exonera de este requisito, se mantiene la presentación de estados contables trimestrales con informe de compilación.
Informe de calificación de riesgo	Las empresas calificadoras podrán registrar ante el BCU manuales destinados a empresas de menor tamaño que pretendan emitir bajo el régimen simplificado.
Inversores: No aplican restricciones	Inversores: El Gobierno Central, los gobiernos departamentales, los entes autónomos y servicios descentralizados, las cajas paraestatales y restantes personas de derecho público no estatal. Instituciones de intermediación financiera, Administradoras de fondos de ahorro previsional para sí y para los fondos que administran. Empresas de seguros y reaseguros. Intermediarios de valores. Administradoras de fondos de inversión y fiduciarios financieros para sí y para los fondos que administran. <i>Personas físicas o jurídicas, con activos financieros superiores a 4.000.000 UI (cuatro millones de unidades indexadas).</i>

Se hace notar que conforme a las normas generales que rigen la emisión de valores de oferta pública, las pymes deben cumplir aspectos como contar con un representante de tenedores de valores y con las normas de gobierno corporativo.

1. ASPECTOS PUNTUALES DEL RÉGIMEN DE EMISIONES SIMPLIFICADAS

A continuación, se realiza el análisis del régimen de emisiones simplificadas inserto en el RNMV, enfatizando los puntos que en nuestra opinión deben revisarse.

El nuevo art. 16.4 de la RNMV establece lo siguiente:

ARTÍCULO 16.4 (REPOSABILIDADES – BOLSAS DE VALORES E INTERMEDIARIOS DE VALORES).

Los intermediarios de valores que actúen por cuenta de clientes, serán responsables de verificar que los inversores cumplan con los requisitos establecidos en el inciso final del artículo 16.3.

⁸⁷ Sección I Bis- Inscripción de valores Emitidos en Régimen de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores (RNMV), BCU, Uruguay. 1 UI= 3,80 Pesos y 1 \$us= 28,41 Pesos.

A los efectos de **verificar** los extremos indicados en el numeral vii. del referido inciso, los intermediarios de valores deberán recabar de sus clientes personas físicas o jurídicas, **en forma previa a cada inversión** en valores de oferta pública en régimen simplificado, la presentación de **una declaración jurada**, de acuerdo con instrucciones que se impartirán, en la cual manifiesten que cumplen con las condiciones establecidas en el artículo 16.3, que están en conocimiento de que están adquiriendo valores emitidos en el régimen simplificado y que, por lo tanto, no resultan aplicables todas las exigencias correspondientes al régimen general de emisiones de valores de oferta pública. No obstante, **los intermediarios deberán adoptar las medidas pertinentes que les permitan corroborar la veracidad** de la declaración presentada por sus clientes, y en caso de que lo consideren necesario deberán **exigir información adicional que permita verificar el cumplimiento** de los requisitos por parte de los mismos.

Las bolsas de valores serán **responsables de verificar, por algún medio que entiendan pertinente**, que los intermediarios de valores que actúan en su ámbito por cuenta de clientes hayan dado cumplimiento a las obligaciones anteriormente referidas.

Por su parte el inciso vii del art. 16.3 se refiere a quienes podrán adquirir los valores emitidos bajo régimen simplificado:

vii. *Personas físicas o jurídicas, con **activos financieros superiores a 4.000.000 UI** (cuatro millones de unidades indexadas).*

A continuación, se han marcado en negrilla las partes que ameritan análisis y comentarios.

1 | 1 “LOS INTERMEDIARIOS DE VALORES... SERÁN RESPONSABLES DE VERIFICAR...”

Por lo establecido, al momento de operar por cuenta y orden de sus clientes en la compra de valores emitidos bajo el régimen simplificado, los intermediarios de valores deben verificar la calidad del inversionista en el marco de contar con activos financieros superiores a 4.000.000 UI (aproximadamente \$us 545.000).

Es importante notar que se habla de “verificar” y de “corroborar la veracidad” de la declaración jurada. Es decir, los intermediarios de valores, deben actuar como un auditor que debe confirmar la fiabilidad de la información recibida y verificar el cumplimiento de los requisitos de la norma.

No queda claro para que entonces el requisito de la declaración jurada, si su suscripción igualmente no genera ninguna confianza.

Si al final la declaración jurada no es un instrumento confiable y su verificación puede tener consecuencias legales, sería mejor eliminar la declaración jurada y simplemente verificar la información del cliente inversionista.

Adicionalmente, al ser una declaración jurada una presunción de veracidad y su falsedad es un delito penal en Uruguay con cárcel de 3 a 24 meses, no queda claro que obligaciones recaen sobre el intermediario de valores si descubre y verifica tal falsedad.⁸⁸ Podríamos presumir que para los intermediarios de valores, el asumir tanta responsabilidad y recursos en tener que verificar, genera un incentivo negativo a que prefieran trabajar con pocos inversionistas que inviertan montos muy altos.

⁸⁸ Código Penal del Uruguay. Artículo 239. (Falsificación ideológica por un particular) El que, con motivo del otorgamiento o formalización de un documento público, ante un funcionario público, prestare una declaración falsa sobre su identidad o estado, o cualquiera otra circunstancia de hecho, será castigado con tres a veinticuatro meses de prisión.

Por otro lado, el rol supremo del regulador es proteger a los inversionistas. Eso se entiende como que hay protegerlo de terceros que pueden aprovechar de su condición de inversionista. Al exigirse la verificación de la declaración jurada de los inversionistas, indirectamente el regulador se pone en la curiosa posición de pretender proteger a los inversionistas de sí mismos.

1 | 2 “LAS BOLSAS DE VALORES SERÁN RESPONSABLES DE VERIFICAR, POR ALGÚN MEDIO QUE ENTIENDAN PERTINENTE...”

Las bolsas de valores serán responsables de verificar, “*por algún medio que entiendan pertinente*”, que los intermediarios que operan en su ámbito por cuenta y orden de clientes hayan dado cumplimiento a la obligación de verificar que los mismos sean inversionistas calificados. Si bien parece que para las bolsas el cumplir con este mandato de la norma es flexible ya que para ellas esto puede hacerse “*por algún medio que entiendan pertinente*”, se debe notar que la declaración jurada como instrumento de veracidad no sería aceptable, ya que no lo es para los mismos intermediarios de valores.

Pero las bolsas de valores son simplemente mecanismos centralizados de negociación para los intermediarios de valores. Por eso, ni siquiera tienen acceso a saber quiénes son los clientes inversionistas de los intermediarios. Dicho eso, se debe notar que la norma del régimen simplificado, exige a las bolsas tener acceso a información confidencial de los clientes de los intermediarios, creándoles una responsabilidad adicional, además de una carga operativa que no corresponde. Esta preocupación ha sido compartida por ejecutivos de la BVM.

Por otro lado, en el entendido que la Ley del Mercado de Valores ha eliminado la autorregulación, al incluir este requisito para las Bolsas, la SSF les está proporcionando una función típica de un autorregulador.

En la jurisprudencia comparativa se puede observar que el tema de la determinación del inversionista calificado se ha manejado de dos formas: a) Los intermediarios de valores reciben declaraciones juradas de sus inversionistas quienes previamente llenan formularios estandarizados destinados a revelar su información financiera y el conocimiento que tienen de los mercados sofisticados, y b) El Regulador lleva un registro de inversionistas calificados. Ninguna de ellas involucra una “verificación”.

1 | 3 “RECARAR... EN FORMA PREVIA A CADA INVERSIÓN... UNA DECLARACIÓN JURADA”

Uno de los principios fundamentales de la oferta pública de valores es que se realiza una vez se tienen la autorización del Regulador y de forma masiva por todos los medios permitidos a un grupo indefinido de personas. La misma RNMV en su artículo 1 indica que uno de los requisitos de la oferta pública es que “*Sea dirigida a personas del público en general o de ciertos sectores o grupos específicos del mismo, que al momento de realizar el ofrecimiento sean indeterminadas.*”

Pero de acuerdo al régimen simplificado, los intermediarios de valores deberán recabar de sus inversionistas “*en forma previa*” a cada inversión en valores bajo régimen simplificado, la presentación de una declaración jurada, además de tener que realizar las verificaciones del contenido de la misma. Por su lado, en cumplimiento de la norma, seguramente las bolsas de valores que-rrán también verificar el cumplimiento de la norma también en forma previa a cada inversión.

Todo lo mencionado significa un factor de tiempo que tendría cuatro efectos nocivos:

- a. Contrario a lo que indica el inciso a) del artículo 1 del RNMV, ya se sabría de antemano quienes son los inversionistas antes de que los mismos valores se emitan. Es decir, las personas del público inversionista no serían “indeterminadas”.
- b. Se induciría a los intermediarios de valores a ofrecer valores antes de que estén autorizados y se emitan; o una vez que se emitan, perjudicando la colocación primaria por el tiempo requerido de las verificaciones.
- c. Aun verificando todo, no hay seguridad que el inversionista se adjudique valores en la oferta pública, lo que nos lleva a preguntarnos si tanto trabajo previo de verificación es justificable.
- d. Se limita excesivamente el mercado secundario. Si un inversionista debe ser verificado antes de comprar, esto se tendría que realizar no solamente en la oferta primaria, sino también en la secundaria. Los mercados secundarios se caracterizan por una compra y venta continua de valores de manera irrestricta y fluida, lo que no se podría dar por el periodo de tiempo necesario para emitir las declaraciones juradas y realizar las verificaciones de cada inversionista. Curiosamente, las bolsas de valores sabrían de antemano quienes comprarían valores en los mercados secundarios.

Estos efectos nocivos fácilmente se eliminarían si simplemente los intermediarios podrían registrar a sus inversionistas como calificados una sola vez durante un periodo renovable de un año, por ejemplo, sin condicionarse que la verificación se realice en forma previa para cada inversión.

1 | 4 “PERSONAS FÍSICAS O JURÍDICAS, CON ACTIVOS FINANCIEROS SUPERIORES A 4.000.000 UI”

La norma no especifica qué debe entenderse por “activos financieros”. Presumimos que para eso habrá que recurrir a la definición del art. 4 del Decreto N°77/017, del 27 que reglamenta la Ley N°19.484 de Transparencia Fiscal.

En ese caso se entendería por activos financieros los valores a que refiere el artículo 13 de la Ley N° 18.627 del mercado de valores, los derivados y contratos de seguros. Dado el monto de 4.000.000 UI y que debe ser en activos financieros, se presume que la norma está destinada a inversionistas institucionales del sistema financiero. Aspecto que reduce significativamente la cantidad de inversionistas disponibles.

1 | 5 UNIVERSO DE INVERSIONISTAS LIMITADO E INFORMACIÓN GENERADA REDUCIDA

El régimen de emisiones simplificadas establece que los únicos que pueden invertir en los valores bajo el mismo, son inversionistas institucionales o calificados, que se consideran “sofisticados” por ser altamente especializados en materia de inversión. Es decir, tienen una capacidad de decisión, conocimiento del mercado y de análisis muy superior a los inversionistas comunes. Obviamente, este es un grupo de inversionistas más pequeño, que compra en grandes cantidades. Esto impacta negativamente en la liquidez de los valores.

Por otro lado, el régimen de emisiones simplificadas, como sucede en otros países que la adoptan, genera una especie de contradicción ante los inversionistas institucionales. Esto en el sentido de que por ser normas simplifi-

cadadas, se reducen los requisitos y la generación de información sobre temas fundamentales de análisis por parte de los inversionistas, quienes justamente se consideran sofisticados porque su trabajo analítico es más profundo y exigente de mayor información, no menos.

La generación de menos información obviamente incentiva a las pymes a optar por el mercado de valores, pero al mismo tiempo, generalmente desincentiva la participación de inversionistas sofisticados. Por eso decimos que los regímenes simplificados son buenas herramientas de generación de “oferta de pymes”, pero no así de “demanda de pymes” por parte de los inversionistas.

Nunca los inversionistas invertirán en pymes solo porque para ellas se volvió más fácil ser emisoras. Los inversionistas realizarán sus evaluaciones de pymes prácticamente tal cual lo hacen con cualquier otro emisor. Por lo tanto, los inversionistas que tienen ser más activos en estos regímenes simplificados, son los que tengan la capacidad y recursos para hacer una debida diligencia de las pymes por sus propios medios.

Justamente la falta de participación de muchos inversionistas institucionales en estos mercados de régimen simplificado, es debido a que el regulador ha dejado a los inversionistas profesionales sin las herramientas suficientes para realizar sus evaluaciones (caso de Colombia, por ejemplo).

Hoy en día en Uruguay, aunque la normativa no lo establece de manera explícita, es bien sabido que los inversionistas institucionales, por ejemplo, exigen a los emisores información y coberturas más allá de lo que la misma SSF pueda legalmente sugerir. Con seguridad lo mismo pasará con las pymes.

1 | 6 EXCESO EN EL LÍMITE DE FACTURACIÓN SIN NINGÚN TIPO DE OBLIGACIÓN ADICIONAL

El art. 16.3 del RNMV establece que *“Las empresas que luego de emitir en régimen simplificado excedan el límite de facturación, no tendrán ningún tipo de obligación adicional en lo que respecta a dicha emisión.”*

Somos de la opinión de que se debe contemplar al régimen de emisiones simplificadas como una “incubadora” o “ambientadora” de empresas, que más bien tiene el requisito de que una vez que las pymes excedan el límite de facturación o de patrimonio, puedan seguir emitiendo como empresas “graduadas” que cumplen con requisitos del resto de los emisores.

Una vez que una pyme excede el límite de facturación y crece patrimonialmente los límites del régimen simplificado, ya deja de ser pyme calificable para el mismo y debe pasar a cumplir las reglas del régimen general. Caso contrario, años más adelante se tendrían grandes empresas con requisitos de inscripción y generación de información periódica diferente. Algo que iría en desmedro del resto del mercado de valores y sus emisores.

1 | 7 REQUISITO DE DESIGNACIÓN DE UN REPRESENTANTE DE LOS TENEDORES DE VALORES

En cumplimiento a las normas de emisores de valores de oferta pública de renta fija (Art. 13.1 RNMV), los emisores, incluidos los fiduciarios financieros, deberán contratar con una entidad especializada la representación de los tenedores de dichos valores durante la vigencia de la emisión y hasta su total cancelación.

El representante debe velar por los derechos de sus representados, realizando todos los actos necesarios para la defensa de sus intereses. Considerando que las emisiones de pymes están destinadas a inversionistas calificados, los cuales mayormente serían institucionales del mercado financiero, no parece óptimo que las pymes deban de contratar este servicio, pues podrían representarse a sí mismos en las Asambleas, tal como lo hacen los accionistas de cualquier empresa. Más aun considerando que dado el monto bajo de las emisiones de pymes, no habrá más que tres o menos inversionistas.

Adicionalmente, la eliminación del representante de los tenedores de valores, podría ser importante en la eliminación de costos de emisión y mantenimiento para las pymes emisoras.

1 | 8 REQUISITO DE ADOPTAR PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

El artículo 184.1 del RNMV indica que los emisores de valores de oferta pública deberán implementar prácticas de gobierno corporativo, de forma de asegurar procesos adecuados de supervisión y control de la gestión de su dirección y el trato justo e igualitario de los socios o accionistas, acreedores y demás inversores.

Las prácticas de gobierno corporativo deberán asegurar la competencia ética y profesional de los directores, administradores y personal superior. Considerando que, según las estadísticas oficiales, en promedio el 36% de los dueños empresarios de mipymes tienen una educación terciaria o universitaria y cerca del 3% un posgrado, se puede deducir que muy pocas cumplirían los requisitos de la norma para conformar un equipo profesional para cumplir con las prácticas de gobierno corporativo exigidas.⁸⁹

1 | 9 MANUALES DE CALIFICACIÓN DE RIESGO PARA PYMES BAJO EL RÉGIMEN SIMPLIFICADO

La norma busca las calificadoras de riesgo generen de manera opcional, una metodología de calificación de riesgo de alcance limitado para pymes. Esto se entendería algo lógico y relativamente fácil de cumplir. Sin embargo, dada las características de lo que implica asignar una calificación de riesgo, este tipo de norma posiblemente no logre nunca su objetivo real.

La calificación de riesgo implica un análisis prospectivo que, bajo una cantidad de información predefinida en una metodología, examina la capacidad de una entidad para cumplir con todas sus obligaciones. Aunque altamente subjetiva, la calificación de riesgo constituye una opinión especial de forma rigurosa, pero subjetiva. La opinión está basada en un análisis profesional de información tanto cualitativa como cuantitativa, reflejada en una metodología basada en modelos y parámetros predefinidos de un alcance y profundidad que no cambiará por el hecho de que el emisor sea una pyme.

Por ejemplo, para el diagnóstico de riesgo, la calificadora utiliza diversas herramientas de análisis económico, historia financiera mínima entregada en formatos prediseñados, transparencia mínima, cumplimientos con normas tributarias, seguridad social y principios contables predefinidos. También se incluyen explicaciones y evidencia sobre códigos de éticas, impactos ambientales, gobernanza corporativa y otros que conforman una especie de columna vertebral de diagnóstico para todos los emisores, sin importar tamaños, tipos de empresas o industrias.

⁸⁹ Encuesta Nacional de Mipymes, Ministerio de Industria, Energía y Minería, Montevideo, octubre 2017.

Por lo indicado, si la intención de la SSF es que se solicite a las pymes el uso de menos cantidad de herramientas de evaluación o que la información financiera sea más simplificada, la respuesta más probable de las calificadoras será que eso no es posible. Así como un médico hace análisis y estudios previos de sangre a un paciente sin importar edad, raza o género, nunca reducirá los pasos del análisis; menos prescindirá de alguno para ahorrar dinero al paciente.

La calificadora de riesgos en esencia califica el desempeño esperado de los flujos, y la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y rentabilidad. El riesgo del inversionista será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado (*timely payment*) y en las condiciones previamente pactada. Una calificadora nunca ajustará su metodología si eso significa comprometer lo que se acaba de describir.

A la fecha, de las siete calificadoras registradas con la SSF⁹⁰, solo CARE Calificadora de riesgo, ha registrado su “manual de procedimiento simplificado de calificación de riesgo”. CARE de manera explícita indica que (las negrillas son nuestras):

*“El foco en el activo subyacente y el flujo de fondos: Este capítulo de los manuales originales **no puede estar sujeto a simplificación alguna.***

*La reserva de decisión de la calificadora: Aun cumpliéndose las condiciones establecidas por el regulador para este tipo de emisiones, CARE **se reserva el derecho de no incluir sus calificaciones en este procedimiento, en casos en los que la calidad de la información a su juicio así lo determine...**”⁹¹*

Como resultado, el cambio a la metodología más profunda presentada por CARE en favor de las pymes, se limita a la nomenclatura de calificación. Propone una escala con menos categorías (la única simplificación real) así como una nomenclatura diferente que deje claro su diferencia con la calificación convencional, tal como se plantea en el cuadro a continuación:

⁹⁰ CARE SRL, evaluadora latina S.A., Fitch inc, Fix SCR, Moodys Investots Services, Primera calificadora uruguaya, S&P International. Página web del BCU.

⁹¹ CARE (agosto del 2017): *Manual de procedimiento simplificado de calificación de riesgo.* Uruguay.

Cuadro 18. Calificación y explicaciones

PUNTAJE (1)	NOTA (2) (3)	EXPLICACIÓN	CONCEPTO
95 a 100	I	Grado Inversor mayor	Riesgo mínimo
80 a 95	II	Grado inversor	Riesgo bajo
65 a 80	III	Grado especulativo	Riesgo medio
60 a 65	IV	Grado especulativo mayor	Riesgo alto
	D	Default	
	E	Sin información	

Fuente: CARE

(1) Puede apreciarse que el mayor rango de puntajes cae en solo dos notas
(2) Será acompañada del sufijo ps (procedimiento simplificado) y del uy habitual
(3) Podrá acompañarse de los signos + o - indicando perspectiva de evolución hacia escalón siguiente

CARE hace notar que las notas de su manual equivalen con puntajes que en los manuales originales representan una cantidad mayor de categorías. En este caso se ha simplificado toda la escala, que con mayor frecuencia caerá en dos notas: grado inversor y grado especulativo. Dicho esto, parecería que la simplificación propuesta por la calificadora, ha creado dos extremos claros de calificación, limitando más bien las escalas intermedias a 6 comparado con las 11 de una escala estándar.⁹²

⁹² Escala de calificación de riesgo estándar: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D, E. Se adicionan los signos +/- o los números 1,2,3 para mostrar rangos intermedios.

Claramente la “simplificación” pretendida por la norma se ha dado, pero no necesariamente en lo que probablemente el regulador y las pymes hubiesen esperado. Por ejemplo, entre otros, se esperaba que también la calificadora proponga una rebaja sustancial de sus honorarios, aspecto que no se puede dar pues de ninguna manera se ha reducido el trabajo y la responsabilidad de la calificadora.

2. CÁLCULO DE TASAS DE FINANCIAMIENTO EFECTIVAS CON Y SIN EL RÉGIMEN DE EMISIONES SIMPLIFICADAS DE URUGUAY

Un error común en el análisis de costos bajo los regímenes simplificados y los mercados alternativos es que no toman en cuenta el costo más importante de todos: la tasa anual de rendimiento demandada por los inversionistas, pues tienden a concentrarse más en los costos iniciales de trámites, licencias de emisión y calificación de riesgo principalmente.

La tasa de rendimiento para los inversionistas, no es regulada y en sí misma, refleja los riesgos de la inversión. Por lo tanto, los ahorros de los costos iniciales pueden desaparecer rápidamente si la tasa efectiva de colocación de la emisión de la pyme se sube por efectos de que los inversionistas perciben que el régimen simplificado les pretende hacer asumir más riesgos. A eso se llama “desplazamiento de tasa”.

Para poder realmente saber el costo efectivo de emitir, se determina la tasa interna de retorno (TIR) de cada emisión respecto a su plazo. Es decir, se toma en cuenta el valor del dinero calculando como costo la tasa de flujo de efectivo descontado de retorno para el emisor.

A continuación, con los datos de costos calculados por la SSF, costos estimados obtenidos de República AFISA y las sugerencias recibidas, calculamos el costo efectivo de emitir valores para una pyme en Uruguay por un monto de \$us 2 millones y una tasa nominal del 6,0% a 5 años, “sin” y “con” el régimen de emisiones simplificadas:

Cuadro 19. Costos estimados de emisión pyme sin régimen de emisiones simplificadas

Monto Emitido (\$us)	2.000.000
Plazos (años)	5
Tasa nominal	6,0%
Forma de pago de cupón	Semianual

Fuente: Elaboración propia con base a costos estimados proporcionados por SSF y República AFISA.

COSTOS ASOCIADOS	% SOBRE MONTO	POR ÚNICA VEZ C/EMISIÓN	MONTO ANUAL
Escribano	0,05%	1.000	
Calificación de Riesgo	0,50%	15.000	10.000
Asesoría Legal	0,25%	5.000	
Colocación	0,50%	10.000	
Estructurador / underwriter	2,50%	50.000	
Bolsa como Entidad Rep, Reg y Cotiz			15.000
Auditorías			20.000
TOTAL (\$us)		81.0000	45.000
TIR	-11,29%		

El costo efectivo anual (TIR) es del -11,29% considerando gastos totales de \$us 81.000 por única vez y \$us 215.000 repartido en cinco años, por un total \$us 296.000. Claramente la tasa efectiva de financiamiento de la pyme es muy alta y poco competitiva con las alternativas de financiamiento del sistema regulado de intermediación financiera, justificando ampliamente, la necesidad de pensar en alternativas más viables.

A continuación, se realiza el cálculo bajo el supuesto de estar bajo el régimen de emisiones simplificadas. Se asume una reducción de costos en los elementos enmarcados en círculos, según sugerencias del mercado:⁹³

⁹³ Se hace notar que ninguna de las rebajas de precios planteadas ha sido formalmente propuestas por los interesados. Las bolsas de valores no han sido formalmente consultadas por el Regulador o el mercado.

Cuadro 20. Costos estimados de emisión pyme bajo el régimen de emisiones simplificadas

Monto Emitido (\$us)	2.000.000
Plazos (años)	5
Tasa nominal	6,0%
Forma de pago de cupón	Semianual

Fuente: Elaboración propia con base a costos estimados proporcionados por SSF y República AFISA.

COSTOS ASOCIADOS	% SOBRE MONTO	POR ÚNICA VEZ C/EMISIÓN	MONTO ANUAL
Escribano	0,05%	1.000	
Calificación de Riesgo	0,50%	10.000	5.000
Asesoría Legal	0,25%	5.000	
Colocación	0,50%	10.000	
Estructurador / underwriter	1,00%	20.000	
Bolsa como Entidad Rep, Reg y Cotiz			10.000
Auditorías			15.000
TOTAL (\$us)		46.0000	30.000

Los costos iniciales y los anuales del cuadro 20 se distribuyen en el tiempo de la siguiente manera:

Cuadro 21. Costos estimados al proceso de Emisión

CONCEPTO	COSTOS INICIALES	COSTOS ANUALES INDICATIVOS				
		1	2	3	4	5
Escribano	1.000					
Calificación de Riesgo	10.000	0	5.000	5.000	5.000	5.000
Asesoría Legal	5.000					
Colocación	10.000					
Estructurador / underwriter	20.000					
Bolsa como Entidad Rep, Reg y Cotiz	0	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
Auditorías	0	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
COSTO ANUALES	46.000	25.000	30.000	30.000	30.000	30.000
TOTAL COSTOS	191.000					

Fuente: Elaboración propia con base a costos estimados proporcionados por SSF y República AFISA.

Los costos establecidos en el cuadro anterior sumados a las erogaciones para el pago de capital (K) e intereses (i) de la emisión, se muestran a continuación:

Cuadro 22. Flujo de fondos descontados y TIR anual

Fuente: Elaboración propia con base a costos estimados proporcionados por SSF y República AFISA.

Colocación Primaria 2.000.000	AÑO 1		AÑO 2		AÑO 3		AÑO 4		AÑO 5	
	Cupón 1	Cupón 2	Cupón 3	Cupón 4	Cupón 5	Cupón 6	Cupón 7	Cupón 8	Cupón 9	Cupón 10
Gastos	0	25.000	0	30.000	0	30.000	0	30.000	0	30.000
K+i	260.000	254.000	248.000	242.000	236.000	230.000	224.000	218.000	212.000	206.000
1.954.000	-260.000	-279.000	-248.000	-272.000	-236.000	-260.000	-224.000	-248.000	-212.000	-236.000
TIR	-9,39%									

Se puede apreciar que el costo efectivo anual (TIR) de una pyme bajo las condiciones y supuestos del régimen de emisiones simplificadas, es del 9,39% anual comparado con el 11,29% sin él. Significando un ahorro de 190 pbs, equivalente a \$us 105.000, como se muestra en el siguiente cuadro:

Cuadro 23. Montos netos comparativos (\$us)

	TASA NOM	TIR (-)	COSTOS TOTALES	K	i
Sin Regimen Simplificado	6,00%	11,29%	296.000	2.000.000	330.000
Con Regimen Simplificado	6,00%	9,39%	191.000	2.000.000	330.000
DIFERENCIA		1,90%	105.000		

Fuente: Elaboración propia

Ahora, la tasa del 9,39% se debe comparar con las tasas efectivas de préstamos a pymes vigentes en el sistema de intermediación financiera regulado, que se muestran a continuación:

Cuadro 24. Tasas efectivas vigentes a partir del 1º de febrero 2018 (Ley N° 18.212)

TASAS MEDIAS					TOPES MÁXIMOS				
TASAS MEDIAS DE EMPRESAS DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA. PRÉSTAMOS EN EFECTIVO			GRANDES Y MEDIANAS PEQUEÑAS		TOPE MORA 120% POR ENCIMA DE LA TASA MEDIA DE INTERÉS			GRANDES Y MEDIANAS PEQUEÑAS	
Moneda extranjera	Dolares USA	hasta 366 días	4,25%	5,94%	Moneda extranjera	Dolares USA	hasta 366 días	9,35%	13,07%
		367 días o más	5,09%	6,78%			367 días o más	11,20%	14,92%

Fuente: BCU, Leyes N° 18.212 de 19 de diciembre de 2007 y N° 19.210 de 29 de abril de 2014 Art. 340 de la RNRCSF.

En resumen, la TIR del 9,39% a 5 años, está 261 pbs sobre las tasas medias efectivas para pequeñas empresas (6,78%) y es 553 pbs menor que las tasas tope máximas (14,92%).

2 | 1 RIESGO DE DESPLAZAMIENTO DE TASA

El “riesgo de desplazamiento de tasa” observable es que los inversionistas no acepten la tasa nominal del 6,0% anual propuesta y la castiguen subiéndola para compensar por la falta de información, liquidez, otros factores de riesgo y costo de oportunidad que perciben en el proceso de decisión de inversión en empresas de menor porte. En el siguiente cuadro se establecen varios escenarios de cálculo desplazando la tasa de colocación por encima del 6,0% anual.

Cuadro 25. Montos netos comparativos con desplazamiento de tasa
(En \$us)

	TASA NOM	TIR (-)	COSTOS TOTALES	K	i	COSTO ADICIONAL
Con Régimen Simplificado	6,00%	9,39%	191.000	2.000.000	330.000	-
Desplazamiento de Tasa	6,50%	9,89%	191.000	2.000.000	357.500	27.500
	7,00%	10,39%	191.000	2.000.000	385.000	55.000
	7,50%	10,89%	191.000	2.000.000	412.500	82.500
	7,95%	11,33%	191.000	2.000.000	437.250	107.250

Fuente: Elaboración propia

Se observa que el desplazamiento de la tasa nominal del 6,00% al 7,95%, lógicamente incrementa la TIR y el monto de interés a pagar en los 5 años sube de \$us 330.000 a \$us 437.250. Es decir, en \$us 107.250, perdiendo la pyme más de los \$us 105.000 ahorrados originalmente por el régimen simplificado. En otras palabras, el ahorro logrado por la norma no ha beneficiado a la pyme, más bien se ha trasladado como rendimiento adicional a los inversionistas.

Costos de emitir valores y el mito que los regímenes simplificados y los mercados alternativos los resuelven

Las justificaciones para la implantación de regímenes simplificados siempre se realizan calculando los costos fijos y variables de estructurar, colocar y mantener los valores en el registro de emisores del regulador y las bolsas de valores. Pues como dijimos anteriormente, se basan en la noción de que el tema del “costo” es la barrera más importante por la que las pymes no acceden al mercado de valores.

Sin embargo, matemáticamente esos beneficios se diluyen rápidamente, haciendo que todo el esfuerzo de reducción de costos desaparezca.

2 | 2 RIESGO DE ORFANDAD DE PYMES

La rentabilidad en honorarios y comisiones que se pueden generar por las operaciones del mercado de valores, son el mayor aliciente para que los intermediarios las realicen. Este “riesgo de orfandad” de pymes, se produce por el hecho de que los negocios cotidianos de estos intermediarios puedan ser más rentables, comparado con el de llevar las pymes al mercado de valores. Especialmente si el hacerlo les implica mayores costos y responsabilidades.

Si la única forma para que una pyme entre al mercado de valores es forzosa-mente de la mano de un intermediario de valores, la probabilidad de que que- de huérfana es muy alto. Esto justifica la presencia de “asesores bursátiles” para pymes y una activa gestión por parte de las mismas bolsas de valores.

En Uruguay, la normativa tributaria vigente y del mercado de valores, son ten- dientes a incentivar los valores internacionales, los asesores de inversión, las ofertas privadas que permite a los intermediarios y otros a actuar más fácil- mente y con mayor rentabilidad, en mercados internacionales, en ofertas privadas y en mercados OTC que, según datos de la BVM, se estiman en \$us 9 billones anuales.⁹⁴

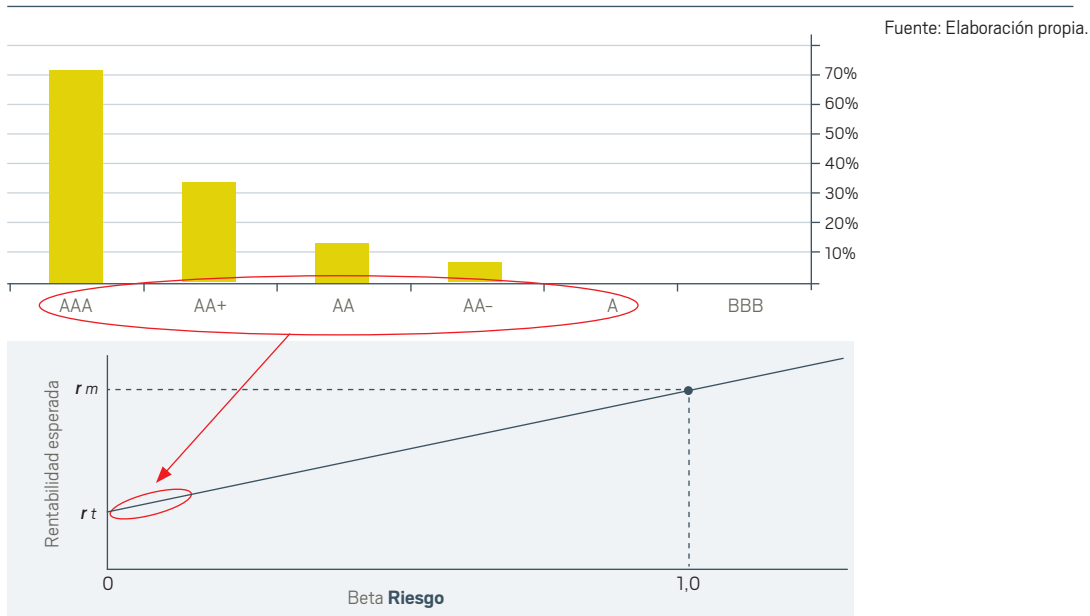
Es decir, la gama de negocios extrabursátiles, hacen poco probable que haya un interés alto por los intermediarios de tener que trabajar con pequeñas emi- siones de pymes locales. Al menos que, nuevamente, se produzca un des- plazamiento de tasa en contra de la pyme.

2 | 3 AVERSIÓN AL RIESGO

Otro factor que afecta y profundiza el desplazamiento de tasas y la orfandad de pymes, es que los inversionistas institucionales tienden a ser muy aver- sos al riesgo. Un análisis de los portafolios de los principales fondos de pen- siones en América Latina, nos muestra que más del 90% de sus inversiones se realizan en valores calificados entre las categorías A y AAA de la escala de calificación de riesgo, lo cual impacta la rentabilidad de los portafolios.

⁹⁴ Dunn De Avila, Jaime (2015): *Diagnóstico General del Mercado de Valores Formal de Uruguay*. CAF Banco de Desarrollo para América Latina. Bolivia.

Gráfico 10. Fondo de Pensiones: Riesgo y Relación de Riesgo (beta) y Rentabilidad



Las altas calificaciones de riesgo demandadas tienen dos efectos: a) por un lado deja de lado a empresas que no llegan a esas calificaciones, por ejemplo, las pymes, que generalmente, por su naturaleza, se perciben de alto riesgo; y b) las inversiones de bajo riesgo vienen acompañadas de rendimientos también más bajos.

El hecho de que el régimen de emisiones simplificadas se destina exclusivamente a inversionistas sofisticados (incluyendo principalmente a las AFAP), pretende que estas asuman riesgos más allá de la cotidianeidad, con el desafío de rendimientos bajos para beneficiar a la pyme. Esa es una pretensión muy alta y lo probable es que las AFAP exijan rendimientos más altos que les justifiquen los riesgos y costos de análisis.

3. RECOMENDACIONES PARA QUE LAS PYMES ACCEDAN A FINANCIARSE EN EL MERCADO DE VALORES DE URUGUAY

En nuestra opinión, el éxito de los mercados orientados a fomentar a las pymes como emisoras, no es un tema de “oferta de pymes” que se soluciona con mecanismos que les reduzcan costos, plazos y trámites. Es principalmente un problema de “demanda de pymes” de los valores emitidos por ellas. La oferta de un producto sin una demanda existente no crea mercado.

Cualquier mecanismo debe contemplar fundamentalmente el estimular el interés de los inversionistas y del propio mercado. No es un tema de solo “facilitar” trámites o “abaratarse” costos de entrada para las pymes. También se trata de no incrementar los riesgos, no limitar la liquidez de los valores, no atribuir cargas y responsabilidades a los intermediarios, las bolsas de valores y los inversionistas, y también no perjudicar la capacidad de evaluación que requiere el propio mercado.

Por ende, la regulación debería orientarse a proporcionar a los inversionistas y los reguladores, la información fundamental para la toma de sus decisiones, a partir de ese punto será el propio mercado el que determine mayores exigencias y si la oferta de valores es atractiva o no. Pero hay que recordar que los inversionistas compran valores porque estos tienen sentido para ellos. No lo hacen por obligación, menos porque los requisitos de un emisor se han flexibilizado.

3 | 1 SUGERENCIAS PARA OPTIMIZAR EL RÉGIMEN DE EMISIONES SIMPLIFICADAS

Claramente el régimen de emisiones simplificadas implantada en Uruguay es un mecanismo de “oferta de pymes”, y aunque es relativamente temprano para pronunciarse sobre su efectividad, todavía no se ha presentado ninguna pyme interesada en sus beneficios. Para poder fortalecer su propuesta, es fundamental se revisen y ajusten los temas planteados en la sección V (Análisis del régimen de emisiones simplificadas del Uruguay), de este documento.

Como todo régimen simplificado, el de Uruguay busca traer a las pymes al mercado una por una para que coticen de manera individual (de ahí la alusión a que es un mecanismo de “pesca” de pymes una a la vez Gráfico 11). Este tradicional esquema tiene muchas variables en contra: el monto emitido siempre es pequeño (lo que impacta en los costos), el desafío de lograr una alta calificación de riesgo es mayor, la iliquidez de los valores emitidos es un hecho, el riesgo de desplazamiento de tasa es altamente posible.

Todo eso hace que el riesgo de orfandad de las pymes sea muy marcado. Para justamente evitarlo, sugerimos la creación del registro de “asesor bursátiles pyme” que podría ser establecido por las mismas bolsas de valores. Estos asesores podrían ser personas físicas o jurídicas que promuevan y coadyuven el proceso de estructuración, emisión y vigencia de los valores emitidos por pymes. Se propone que ANDE pueda registrarse como asesor.

A continuación, se muestra gráficamente como el régimen de emisiones simplificadas funcionaría en caso de incorporar a los Asesores Bursátiles Pymes, quienes tendrían la importante función de buscar pymes calificables bajo el régimen simplificado, además de proveerles con asesoramiento para ingresar como emisores al mercado de valores, colaborando con todos los trámites de inscripción y emisión y guiándolos con el cumplimiento regulatorio, una vez que sus ON sean emitidas.

Gráfico 11. Mecanismo de emisión y colocación mediante el régimen simplificado de emisiones



Fuente: Elaboración propia

Adicionalmente y complementando a los asesores bursátiles pyme, se sugiere incorporar dentro de los mecanismos de financiamiento a pymes, especialmente en el régimen de emisores simplificados, los siguientes aspectos, que no necesariamente son regulatorios, sino axiomáticos desde el punto de vista de generar una "demanda de pymes":

- a. La personería jurídica de la pyme debe ser equivalente a una "sociedad anónima" o "sociedad de responsabilidad limitada", constituidas por aportes de capital de sus socios.
- b. Cuando se habla de la posibilidad de financiar a pymes, en realidad la intención es referirse a empresas "M", es decir "medianas" más que "pequeñas".
- c. La pyme debe ser una entidad que cumpla con todas las formalidades de ley. Debe estar al día con sus obligaciones crediticias, aportes al seguro social y la autoridad tributaria. El regulador debe evitar crear un mercado accesible a quienes son rechazados por el resto del sistema financiero por ser insolventes o informales.
- d. En caso de haberse financiado por otros medios, la pyme debe contar con un historial crediticio impecable.
- e. No es posible la evaluación de una pyme sin historia relevante. Deben tener una existencia de mínimamente tres años de vida.
- f. Si el mercado está enfocado a inversionistas especializados, no es necesario la existencia de un representante de tenedores de valores, ya que los inversionistas profesionales tienen capacidad suficiente de representarse a sí mismos.
- g. Es necesario que las pymes puedan contar con un asesor o estructurador especializado (asesor bursátil pyme) registrado que otorgue a las pymes apoyo de estructurador, capacitador y guía, antes y después de emitir, bajo cualquier mecanismo autorizado.
- h. Se debe retirar de la norma vigente la responsabilidad de que los intermediarios de valores deban verificar de manera previa las declaraciones juradas de sus inversionistas. Debe bastar una declaración jurada renovable anualmente para usarse en cualquier emisión indistintamente.

- i. Se debe retirar de la norma vigente que las bolsas de valores deban verificar el trabajo de verificación de los intermediarios a sus clientes.
- j. Mientras el mercado evoluciona, el regulador debería contemplar llevar en el registro del mercado de valores, un registro de inversionistas especializados.
- k. Las exigencias de que emisores bajo régimen simplificado tengan que aplicar prácticas de buen gobierno corporativo y deban tener un representante de los tenedores de valores, deben eliminarse. En todo caso, que sea el mercado el que lo exija.
- l. El regulador debe establecer requisitos mínimos que la pyme como emisora debe cumplir de acuerdo a su realidad. Dejando que sea el mercado, de acuerdo a su experiencia y necesidades, el que ponga el resto de las exigencias, ajustándose a cada caso.
- m. El régimen de emisiones simplificadas, debe ser considerado como un paso previo de “ambientación” de emisores, que posteriormente se “gradúen” y salten al nivel de regulación y generación de información plena como el resto de los emisores.
- n. La calificación de riesgo estándar no debe ser nunca suprimida. Pero debe permanecer como una opción voluntaria por parte del emisor o exigible por los inversionistas si ellos así lo requieren.

3 | 2 PROPUESTA DE CREACIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN CERRADOS (FIC) PARA FINANCIAR A LAS PYMES MEDIANTE COMPRA DE ON, VALES, LETRAS DE CAMBIO, PAGARÉS O SIMILARES DE OFERTA PRIVADA

Hemos podido evidenciar con varios ejemplos, que los mecanismos de “oferta de pymes”, como los regímenes simplificados, reducen los requisitos de información financiera, flexibilizan la calificación de riesgo y acortan los tiempos de emisión con el objetivo de ahorrar costos y tiempos. Pero generalmente comprometen la debida protección a los inversionistas. Sacrifican los niveles de transparencia y generan una asimetría de información que se resulta en mayores tasas de financiamiento para las pymes, en comparación con los mercados principales, haciendo de que los mecanismos de “simplificación” de trámites y reducción de costos, no sean mecanismos de financiamiento de pymes tan exitosos como los son los VPE y los mecanismos de garantía.

Por esa razón, nuestra propuesta para Uruguay es la creación de FIC para financiar a las pymes. Es decir, sugerimos adoptar mecanismos de tercera generación que confronten la realidad de las pymes uruguayas desde el punto de vista de la “demanda de pymes” en el mercado de valores. Más adelante y dentro del ámbito del mecanismo de tercera generación, se propone a mediano y largo plazo, establecer también mecanismos de garantías que complementen la evolución financiera de las pymes.

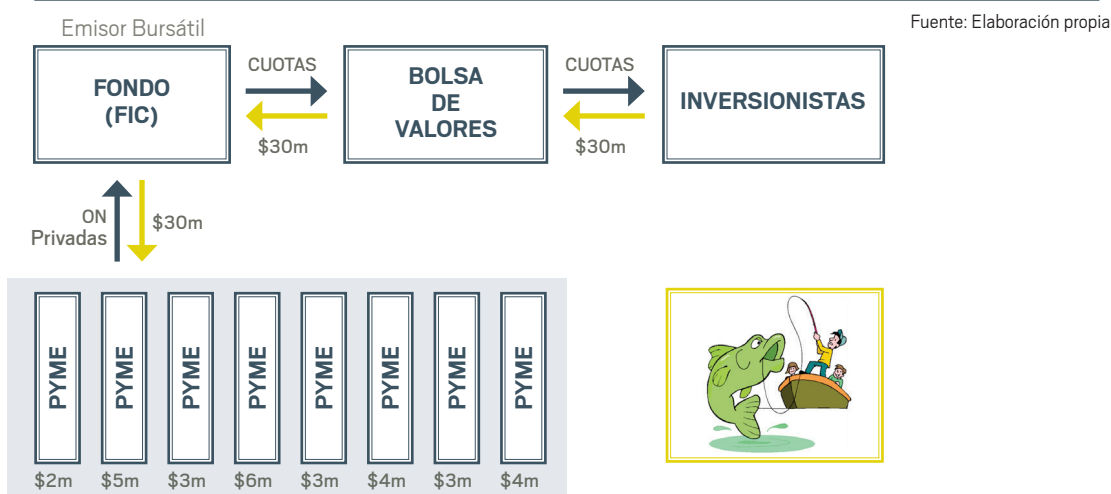
En Uruguay los fondos de inversión están normados por la Ley de Fondos de Inversión N° 16.774 del 27 de septiembre de 1996. Aunque no diferencia de manera explícita lo que es un fondo de inversión abierto y uno cerrado, menciona en el Art. 20. “(Rescate) Los cuotapartistas tendrán derecho a exigir el rescate cuando el plazo del Fondo fuere superior a quince años y no cotizare en Bolsa...” quedando claro en ley que un fondo puede o no cotizar en una bolsa de valores.

Esto se amplía en el RNMV, que establece que el fondo de inversión cerrado (FIC) es el que cotiza en Bolsa, tal como se establece en el Capítulo II de la RNMV. En particular en el art. 84:

“Son fondos de inversión cerrados, los que se constituyen con una cantidad máxima de cuotas, y las mismas, una vez colocadas, no pueden ser rescatadas hasta la fecha de disolución del mismo o el cumplimiento del objetivo específico que se estableciera en el reglamento del fondo. En su denominación deberán incluir, a efectos de una adecuada información a los inversores, el aditamento “cerrado” y el objetivo especial para el cual fue creado.”

Sugerimos que el FIC, sirva justamente como “vehículo” (VPE) para que a través del mismo se pueda llevar pymes al mercado de valores mediante la cotización del FIC en las bolsas de valores del país. De manera esquemática lo que se propone es lo siguiente:

Gráfico 12. Mecanismo propuesto de financiamiento para pymes mediante FIC



Varias Pymes son emisoras de ON extra-bursátiles por un monto total de \$30m

Se propone la constitución de uno o varios FIC que emitan cuotas mediante una bolsa de valores, por ejemplo, por \$us 30 millones cada uno. El dinero levantado, sería inmediatamente destinado a comprar ON, vales, letras de cambio, pagarés o equivalentes de oferta privada, a las pymes previamente identificadas. Las pymes harían emisiones de valores extrabursátiles y no de oferta pública, haciendo que su participación se sujete a las normas del FIC, no de la SSF.

Partimos del principio de que la emisión de ON de oferta privada es algo ya existente en Uruguay y de común manejo de varios intermediarios de valores. Además, que un régimen de emisiones simplificadas, al “simplificar” requisitos y procedimientos, se asemeja mucho a una oferta privada de valores.

El esquema de emisión de ON o similares de oferta privada pymes y su adquisición por parte de los FIC, permitiría que, a través de un VPE, como un solo emisor, se puedan llevar al mercado de valores a múltiples pymes (como pescar con una red) y no una por una, como propone el régimen de emisiones simplificadas actualmente.

De manera puntual las ventajas de nuestra propuesta serían:

Ventajas para las pymes:

- a. *Monto emitido pequeño*: Las ON o vales, por ejemplo, de oferta privada podrían ser de cortes pequeños, ajustándose mejor a la realidad de las pymes. Es decir, mientras las ON son más factibles para medianas empresas, la compra de vales de oferta privada viabiliza la compra de estos instrumentos también a micro y pequeñas empresas emisoras.
- b. *FIC con reglamento propio*: Las reglas y requisitos que las pymes deben cumplir para que sus ON sean adquiridas por el FIC, serían impuestas por el mismo fondo. Es decir, el regulador de la pyme, sería el administrador del fondo, no la SSF. Cada FIC se estructuraría con un reglamento de inversión en ON de pymes, con las características que el administrador vea conveniente. El reglamento podría orientarse a pymes de cierto tamaño, industria o nivel de riesgo, por ejemplo.
- c. *No hay costos de emisión y registros para las pymes*: Las empresas pymes deben emitir únicamente ON de oferta privada (extrabursátiles). Así ahorrarían todos los costos de inscripción, emisión y mantenimiento que normalmente se les cobraría por realizar una oferta pública de valores. El costo de emitir valores de oferta privada es mucho menor a los costos ya reducidos del régimen simplificado. Es más, hasta se podría exigir a cada pyme una calificación de riesgo individual, ya que aun así su costo de emitir sería bajo.
- d. *No hay riesgo de desplazamiento de tasa*: El administrador del FIC establecería de antemano las tasas de rendimiento para las compras de las ON. Esta tasa sería negociada con cada pyme, sin incurrir en riesgos típicos de desplazamiento de tasa.
- e. *No hay riesgo de orfandad*: Las pymes se benefician de tener un comprador seguro (el FIC) y no de negociar su emisión con varios inversionistas. Los inversionistas, encontrarán en el FIC, una alternativa importante de acceder a un nuevo tipo de emisores mancomunados en un solo vehículo. Ciertamente, es más atractivo comprar cuotapartes de un FIC conformado con ON de varias pymes, que tener que analizar e invertir con cada una de ellas de forma separada.
- f. *División de costos*: Los costos de constituir el fondo, inscribirlo, administrarlo y calificarlo, quedan atomizados entre varias pymes. El potencial de ahorro en costos es alto creando un VPE altamente eficiente.
- g. *El FIC es el emisor*: Es bien sabido que en Uruguay muchas empresas optan por el fideicomiso financiero para obtener financiamiento en el mercado de valores, evitando cumplir los requisitos de ser emisor oferta pública y las exigencias de contar con principios y reglamentos de buen gobierno corporativo. Como el FIC es el emisor, su administrador deberán cumplir todas las normas de gobernanza corporativa requeridas, además de aquellos productos de ser emisor de oferta pública.
- h. *Ventajas fiscales*: El Régimen General de Promoción y Protección de Inversiones, en el marco de la Ley N° 16.906 y su Decreto Reglamentario N° 02/012, brindan beneficios y exoneraciones fiscales a la inversión productiva en el Uruguay. Para acceder a estos beneficios, las pymes que emitan valores adquiridos por los FIC, podrían invertir en activos fijos y cumplir ciertos objetivos preestablecidos para lograr beneficios y exoneraciones fiscales al IRAE, al Impuesto al Patrimonio, a los tributos a la importación de bienes de activos fijos declarados no competitivos de la industria nacional y beneficiarse con la devolución anticipada de IVA.

- i. *Las pymes no cotizan en Bolsa, pero se financian en el mercado de valores: ¿Se quiere que las pymes coticen como emisoras en Bolsa, o se quiere que las pymes se financien en el mercado de valores? Lo que se quiere es que se financien en el mercado de valores, aunque sea a través de un VPE y aunque no sea directamente como emisoras. Las pymes solo quieren ser financiadas, no es que les interesa ser emisoras directas de valores de oferta pública.*

Ventajas para los inversionistas:

- a. *Montos emitidos más grandes:* Los inversionistas buscan valores con montos emitidos que justifiquen el trabajo de análisis y las horas dedicadas a la decisión de invertir. El costo de analizar una emisión es el mismo sin importar el tamaño. Obviamente varias pymes juntas, pueden lograr rápidamente la masa crítica necesaria para hacer la operación de inversión atractiva. En el ejemplo del Gráfico 35, bajo una emisión de \$us30 millones se beneficia a 15 pymes.
- b. *Diversificación:* Un FIC compuesto por varias pymes de varios sectores de la economía, puede proveer los requisitos de diversificación necesarios para los inversionistas, impactando de manera positiva la calificación de riesgo de las cuotapartes del FIC.
- c. *Compran cuotapartes con calificación de riesgo:* El FIC sería calificado como una sola cosa. Es decir, como un VPE cuyo subyacente reflejaría el riesgo agregado y diversificado de ON de varias pymes juntas.
- d. *Seguimiento y análisis a un solo emisor:* Los inversionistas y la calificadora de riesgo deben hacer seguimiento principalmente a un solo emisor: el FIC. Eso facilita el análisis y el seguimiento, ahorrando tiempo y costos a todas las partes.
- e. *Liquidez:* El monto emitido del FIC será siempre mayor al de una pyme por sí sola. La posibilidad de tener mayor liquidez y un mercado secundario de renta variable de cuotapartes del FIC es más alto.
- f. *Nueva alternativa de financiamiento:* Al adquirir cuotapartes del FIC, los inversionistas pueden diversificar sus carteras más allá de la renta fija. En Uruguay los fideicomisos financieros ya han emitido exitosamente valores de renta variable, las cuales han sido bienvenidas por los inversionistas institucionales.

Ventajas para las Bolsas de Valores:

- a. *Más emisores:* Los FIC, al igual que los fideicomisos financieros son vehículos que actúan como emisores. Las bolsas de valores se benefician de nuevos emisores con montos emitidos considerables. Se indicó anteriormente como hoy en día las bolsas de valores crecen en el mundo gracias a los VPE como emisores.
- b. *Promueve el mercado de renta variable:* Las bolsas de valores en América Latina son generalmente ambientes donde se transan de valores de renta fija. Lo mismo sucede en Uruguay. Los FIC emiten cuotapartes que son categorizados como renta variable. Es posible que en Uruguay nunca se llegue a tener una cantidad importante de emisores de acciones, pero con seguridad se podrían tener muchos FIC emisores de cuotapartes, que al final, son también renta variable.

Ventajas para el Regulador:

- a. *Oferta privada ordenada*: Aunque la oferta privada de valores no está en el ámbito de fiscalización del regulador, la compra de ON de oferta privada por parte de las FIC, puede crear un mercado ordenado y con reglas de juego transparentes para las pymes que participan en ella.

Una vez más lo decimos, una oferta pública con pocos requisitos (i.e. régimen simplificado), se aproxima mucho a una oferta privada. Por lo tanto, no es descabellado que se permita la oferta privada de valores para que sean adquiridas por los FIC. Al mismo tiempo, el regulador puede tener una visión clara de cómo este mercado se comporta.

- b. *Incrementa transparencia y reduce riesgo sistémico*: El mercado de oferta privada de valores en Uruguay no puede ser todavía cuantificado por su naturaleza y falta de información, pero se estima que es de una magnitud importante. La emisión de ON de oferta privada para las FIC coadyuvará en la generación de información y transparencia sobre este mercado. Eventualmente, a través de FIC se podría empezar a monitorear la oferta privada con fines preventivos que reduzcan el riesgo sistémico.

A. Costo efectivo de financiamiento usando un FIC

Con la información recabada de Republica AFISA y SURA Asset Management Uruguay, se establecen los siguientes costos aproximados para constituir y administrar un FIC de \$us 30 millones, que adquiera ON de oferta privada a un total de 15 pymes.

Cuadro 26. Costos estimados de un FIC (\$us)

Fuente: Elaboración propia

MONTO EMITIDO: 30.000.000		
COSTOS ASOCIADOS	POR ÚNICA VEZ C/EMISIÓN	MONTO ANUAL
Auditor Externo		15.000
Entidad Reg. y Cotiz		20.000
Calificación Riesgo Fondo	25.000	20.000
Otros Costos de gestión - Due Dilligence **		96.000
Honorarios Administradora	60.000	180.000
TOTAL	85.000	331.000

** Estimación de Costos de otorgamiento y gestión de la adquisición del Valor (Notariales, Revisión especialista, etc)

Se asume que antes de comprar valores privados a las pymes, se les solicitará una calificación de riesgo por un costo de \$us 10.000 inicial a cada una, costo que se repite anualmente, siendo el único costo directo para ellas, con una incidencia de 53 pbs.

Dicho eso, los costos financieros serían:

Cuadro 27. Costos (TIR) estimados para las pymes

Fuente: Elaboración propia

Tasa de interés Nominal o de Emisión	6,00%
Tasa promedio de colocación	6,00%
TIR costo efectivo pyme	6,53%

Se debe notar que la pyme emite a una tasa nominal del 6,0% anual. No habría desplazamiento de tasa por que la colocación es privada.

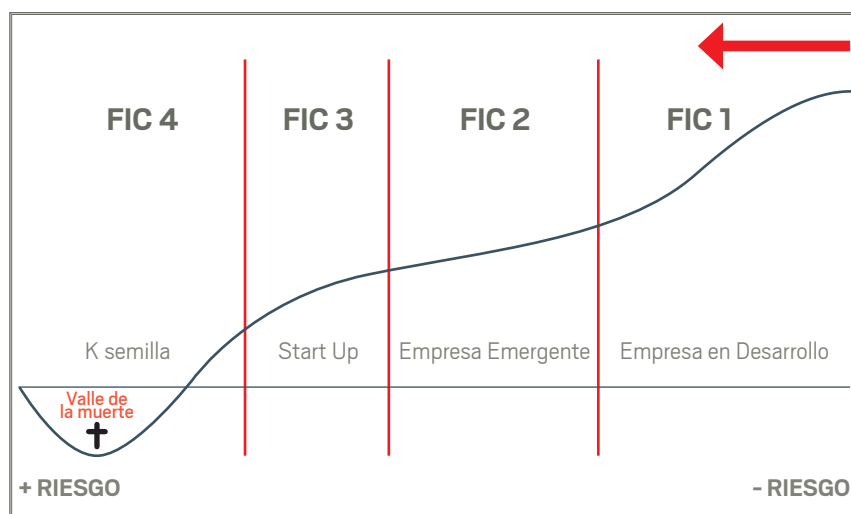
Como el FIC emite cuotas partes, estos son valores de renta variable, no son renta fija. Por lo tanto, la posibilidad de incumplimiento de pagos (*default*) como en los de renta fija, es menor. Adicionalmente, cada pyme sería calificada individualmente. Estos aspectos impactarían positivamente la calificación de riesgo del fondo.

B. FIC para cada etapa del ciclo de vida de las pymes

El ciclo de vida y las necesidades de financiamiento de las pymes bajo diferentes escenarios de riesgo, se muestra en el siguiente gráfico:

Gráfico 13. Ciclo de vida de las pymes

Fuente: Elaboración propia, basado en literatura general sobre financiamiento de pymes.



El riesgo de invertir en pymes es mayor del lado izquierdo del gráfico 13. Empresas que buscan capital semilla y *start-ups* son generalmente entidades que requieren de inversionistas calificados de alto riesgo. Se presume que las empresas emergentes y en desarrollo ya han alcanzado un nivel de madurez que se refleja en un riesgo menor.

Lo importante de utilizar a los FIC como vehículos de inversión en pymes, es que eventualmente se pueden generar diferentes tipos de fondos por cada riesgo existente. Por ejemplo, los FIC 4 y FIC 3 podrían crearse para inversionistas sofisticados que toman más riesgo, al mismo tiempo de coadyuvar a nuevos emprendimientos.

C. Aspectos a considerar para la creación de FIC para pymes

La posibilidad de fomentar los FIC para que inviertan en pymes dependerá de varios factores como aspectos regulatorios, fiscales y operativos. Pero obviamente, principalmente que los mismos puedan tener sentido para las pymes y los inversionistas. Los FIC actuarían como instrumentos de “demanda de valores de pymes”, por lo tanto, deben poder desarrollarse en un ambiente donde esa demanda pueda canalizarse al mercado de forma expedita y con costos razonables, que eventualmente irían en beneficio de las mismas pymes que conforman su portafolio.

De manera concreta los FIC deben estar habilitados para adquirir valores de oferta privada, deben ser fiscalmente transparentes y neutros, además de contar con mecanismos propios de cobertura de riesgos.

D. Posibilidad de que FIC inviertan en ON, vales, pagarés, letras de cambio o similares de ofertas privadas

Hoy se permite a los fondos de inversión en Uruguay invertir en ofertas privadas en el extranjero ¿Por qué no permitirlo en Uruguay? La Ley N° 17.774 establece lo siguiente respecto a los valores en los que pueden invertir los fondos de inversión en Uruguay:

Art. 21. – (Integración de las carteras) Los activos de los Fondos de Inversión podrán estar compuestos por:

a) Valores inscriptos en el Registro de Valores del Banco Central del Uruguay.

b) Valores públicos nacionales o extranjeros.

c) Depósitos a la vista o a plazo fijo en empresas de intermediación financiera.

d) Valores emitidos y cotizados en mercados oficiales de terceros países, y que hayan sido autorizados por el órgano competente de dicho país.

e) Otros activos y valores que autorice el Banco Central del Uruguay.

El inciso e) en negrilla arriba, es el mecanismo por el cual se puede facilitar la creación de FIC que inviertan en pymes. El BCU podría autorizar a las administradoras de fondos adquirir ON, vales, pagarés, letras de cambio o similares no inscritos en el Registro de Valores del BCU, emitidos por pymes con las características y requisitos establecidos en los reglamentos de cada FIC. Obviamente, cada FIC sería previamente autorizado por la SSF como emisor de acuerdo a la normativa vigente.

Para lograr esto, el BCU debería emitir una circular indicando que bajo el amparo del inciso e) del Art. 21 de la Ley N° 17.774, los FIC especializados en pymes, podrán adquirir valores de oferta privada emitidos por empresas de menor porte, de acuerdo a los requisitos establecidos en sus reglamentos.

E. Aspectos tributarios de los fondos de inversión en Uruguay⁹⁵

Un fondo de inversión es un patrimonio autónomo integrado por los aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión, por cuenta y riesgo de los participantes, y es administrado por una sociedad anónima de objeto exclusivo llamada administradora de fondos de inversión (AFISA).

El patrimonio del fondo está dividido en cuotapartes y pueden ser de naturaleza abierta (emiten y redimen cuotapartes directamente de sus participantes) o cerrados (se constituyen con una cantidad máxima de cuotapartes que son transables en las bolsas de valores).

⁹⁵ Esta sección se ha desarrollado gracias a la colaboración de Gustavo Viñales Guillama – Contador Público Director independiente – Bolsa de Valores de Montevideo (BVM), Secretario Ejecutivo y Consejero – Centro de Estudios Fiscales (CEF).

Respecto al tratamiento tributario, se debe desatacar que los fondos de inversión deben ser considerados “vehículos neutros” para fines tributarios. Lo cual implica que fiscalmente no sean tratados como una persona jurídica distinta de las personas que participan en los mismos.

Dado que en Uruguay la Ley de Fondos de Inversión 16.774 del 27 de septiembre del 1996, es muy escueta y no tipifica los fondos de inversión en abiertos o cerrados, se debe revisar su ley modificatoria N° 17.202 del 24 de septiembre de 1999, en la cual se introduce la noción de “fondo de inversión cerrado de créditos” en el ámbito de la securitización de activos (las negrillas son nuestras):

De los fondos de Inversión Cerrados y la Securitización de Activos
Capítulo I

Fondos de Inversión Cerrados de Créditos

ARTICULO 30. (Constitución de los fondos).- Se podrán constituir **fondos de inversión cerrados** cuyo objeto específico de inversión consista en conjuntos homogéneos o análogos de **derechos de crédito, con garantías hipotecarias**, cuya titularidad se trasmita a favor del fondo.

La reglamentación especificará las características y los elementos que deben reunir los **derechos de crédito que sean adquiridos** por fondos de inversión cerrados de crédito, pudiendo, asimismo, admitir **créditos con modalidades de garantía distintas** a la hipotecaria.

Con cargo a estos fondos la sociedad administradora podrá **emitir diversas clases de valores, representativos de cuotapartes de condominio o de crédito, o valores mixtos que otorguen derechos de crédito y derechos de copropiedad sobre el remanente**. Cuando sólo se emitan valores **representativos de crédito**, se deberá establecer a quiénes corresponderán los derechos de copropiedad sobre el remanente, si lo hubiera.

Art. 33. (Transferencia o cesión de créditos). La transferencia o **cesión de los créditos** que se integren a un fondo de inversión cerrado de créditos **en favor de la sociedad administradora** en representación del fondo podrá operarse por alguna de las siguientes formas:...

Claramente la Ley N° 17.202 de 1999 se adelanta a la Ley de Fideicomisos N° 17.703 de octubre del 2003 introduciendo la “securitización” a través de la figura de un fondo de inversión, cuando en realidad corresponde a la figura del fideicomiso financiero. Lo que la Ley N° 17.202 llama “fondo de inversión cerrado de créditos” en realidad es un patrimonio autónomo (fideicomiso) de cartera de créditos en procesos de securitización.

En otras palabras, en Uruguay la única forma de fondo de inversión cerrado legislado, es uno que no solamente ahora es innecesario gracias al fideicomiso financiero, sino que para nuestros propósitos resulta inadecuado.

Como si eso fuera poco, los fondos de inversión cerrados de crédito, como vehículos se encuentran alcanzados por los principales impuestos. Vale decir, por el Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas (IRAE), por el Impuesto al Patrimonio (IP), y por el Impuesto al Valor Agregado (IVA).⁹⁶

Por todo lo expuesto, el FIC de Créditos no aplica al tipo de FIC que estamos proponiendo. En alguna oportunidad habrá que derogar cualquier mención al

⁹⁶ Artículo 3° del Título 4 artículo 1° del Título 14 artículo 6° del Título 10 del Texto Ordenado 1996. Por otra parte, y confirmando la inclusión de los *fondos cerrados de inversión de crédito* en el IVA, la Consulta N° 4026 de la Dirección General Impositiva de fecha 31-12-2003, se expide respecto de si están alcanzados por el referido impuesto, las transferencias de los créditos del originador del crédito al Fondo de Inversión y los intereses que generen dichos créditos integrantes del Fondo. En tal sentido, la DGI se expresa confirmando, que a partir de la Ley 17.296 del 21-02-2001 en la redacción dada a los artículos 566 al 571, los *fondos de inversión cerrados de crédito* son designados sujetos pasivos en calidad de contribuyentes del IVA y por tanto el aspecto fundamental queda dilucidado. En particular, expresa el mecanismo de cómo deben computarse el servicio de intereses prestado por el Fondo a efectos de la liquidación del impuesto, y también que a la cesión del crédito por parte del cedente al Fondo le será de aplicación la norma exoneratoria prevista en el artículo 19 del Título 10. (Gustavo Viñales Guillama).

“fondo cerrado de inversión de créditos”, por ser una figura de titularización de cartera de créditos, perfectamente viabilizada con la Ley de Fideicomisos.

Por otra parte, la Ley N° 16.774 de Fondos de Inversión en el artículo 1º establece la definición de Fondo de Inversión, y se establece que los mismos no constituyen sociedades, carecen de personalidad jurídica y deben ser gestionados por una sociedad administradora de fondos, según el siguiente detalle (las negrillas son nuestras):

Artículo 1º (Definición). – Fondo de Inversión es un patrimonio de afectación independiente, integrado por aportes de personas físicas o jurídicas bajo el régimen de la presente Ley, para su inversión en valores y otros activos.

Los Fondos de Inversión no constituyen sociedades, carecen de personalidad jurídica y deben ser gestionados por una sociedad administradora de fondos a quien se atribuyen las facultades del dominio sin ser propietaria, para que, por cuenta de los aportantes, realice una adecuada composición de sus activos, considerando riesgos y rendimientos.

El patrimonio del Fondo no responderá por las deudas de los aportantes, ni de las sociedades administradoras o depositarias.

Los acreedores del Fondo no podrán hacer efectivos sus créditos contra los aportantes, cuya responsabilidad se limita a sus aportaciones.

Posteriormente, el decreto reglamentario N° 408/012 del 19 de diciembre del 2012, estableció en su exposición de motivos que (las negrillas son nuestras):

*VISTO: la actividad desarrollada por los **fondos de inversión abiertos** en materia de administración de inversiones.*

RESULTANDO: I) que la Ley N° 16.774 dispone que los fondos de inversión abiertos no constituyen sociedades.

*II) que la misma norma entiende que **carecen de personería jurídica**.*

III) que por tales motivos no verifican el hecho generador del Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas, lo que implica que la renta generada deba ser pagada por los cuotapartistas.

*CONSIDERANDO: conveniente **simplificar la forma de tributación de los referidos cuotapartistas designando a las empresas administradoras de los fondos de inversión abiertos agentes de retención de los impuestos a las rentas de las Personas Físicas y de los No Residentes.***

Por lo tanto, sobre los fundamentos de la Ley N° 16.774, se dejó por fuera del IRAE (también lo estarán del IP y del IVA), a los fondos de inversión abiertos como vehículos, designándose a partir de ello a las AFISA, como agentes de retención del Impuesto a la Renta de las Personas Físicas (IRPF) y de los No Residentes (IRNR).

Tributariamente, el decreto reglamentario N° 408/012, hace que los fondos de inversión abiertos (FIA) operen de forma transparente y sin tributar impuestos en cabeza propia, siendo los distintos actores involucrados quienes tributen por sus actividades, servicios o rentas. No hay duda que esta situa-

ción, también ha contribuido a dinamizar el mercado de los FIA o al menos minimizar obstáculos para su mejor desarrollo en comparación con los FIC.

Es sobre esa experiencia que debe ampliarse el alcance del decreto N° 408/012 a los FIC, permitiendo que todos los fondos de inversión fiscalmente sean neutros y transparentes, y se facilite el trabajo de la liquidación de impuestos que de otra manera recaería sobre los inversionistas.

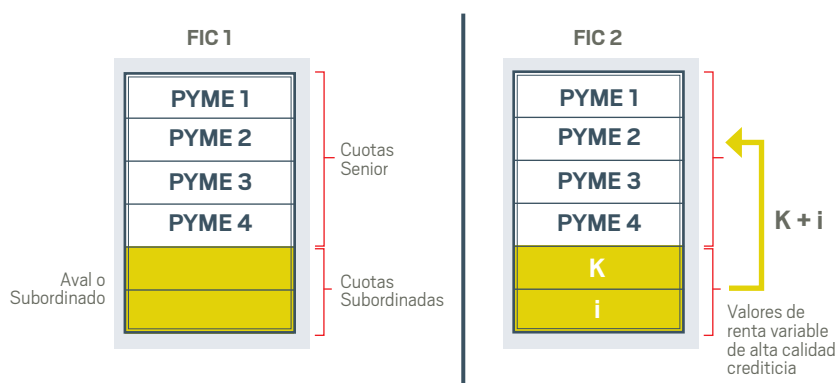
Para eso, es importante que esto se pueda realizar mediante una enmienda al DS 408/012 del 19 de diciembre del 2012, mediante la cual se establezca que los aspectos fiscales y la operativa de liquidación de los mismos en él establecidos, apliquen para los fondos de inversión, sean abiertos o cerrados. Esto se puede lograr de manera muy simple quitando la palabra “abiertos” del decreto y refiriéndose a los “fondos de inversión” de manera general.

F. Mecanismos de cobertura para los FIC

Naturalmente el primer mecanismo de cobertura de riesgos de un FIC sería la propia diversificación de activos que conformen su patrimonio. Adicionalmente se podrían establecer dos mecanismos adicionales muy comunes en los FIC en Bolivia y que se muestran en el gráfico a continuación:

Gráfico 14. Tipos de coberturas para FIC

Fuente: Elaboración propia



En el FIC 1 del gráfico 14 anterior se propone emitir cuotapartes *senior* y cuotapartes subordinadas. Estas últimas absorberían cualquier faltante de flujo proveniente del pago de las ON, vales u otros similares de oferta privada de la cartera (en el ejemplo, de cuatro pymes). Ciertamente las cuotapartes subordinadas serían más riesgosas y propias de inversionistas sofisticados.

En el FIC 2, se propone invertir una parte (70%) en ON de pymes y el resto (30%) en valores de renta fija de alta calidad crediticia, como ser bonos del tesoro o soberanos del exterior. El pago de capital (k) más interés (i) sería la cobertura para cubrir faltante de flujos de las ON de pymes. Esta especie de nota estructurada prácticamente garantizaría un monto importante del capital invertido por los inversionistas adquirientes de las cuotapartes de este tipo de FIC. En Bolivia, los FIC tienen mayormente este tipo de mecanismo de cobertura.⁹⁷

⁹⁷ Las primeras notas estructuradas en Bolivia fueron estructuradas por el autor de este documento bajo el esquema de procesos de titularización para cubrir riesgos provenientes de valores de alto riesgo, flujos de ventas de hidroeléctricas, esquemas de *project finance* y otros.

3 | 3 INVOLUCRAR AL SIGA EN LA ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO A PYMES A TRAVÉS DEL MERCADO DE VALORES

El Sistema Nacional de Garantías (SiGa) surge por la Ley Nº 18.362 y el Decreto Nº . 773 de 2008. El Ministerio de Economía y Finanzas, encomienda a la Corporación Nacional para el Desarrollo (CND) la ejecución de este proyecto. En consecuencia, se crea la Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión (CONAFIN AFISA), de propiedad absoluta de CND.

El SiGa está regulado por el BCU e inicia operaciones en julio de 2009, para garantizar solicitudes de crédito para todas las empresas uruguayas que cumplan ciertos requisitos. Para acceder a la garantía, la empresa debe acudir a una institución financiera adherida al SiGa, a la que debe solicitar el préstamo.

Los requisitos para acceder al SiGa son: a) tener capacidad de pago, b) estar debidamente formalizadas, y c) en caso de estar trabajando en el sistema financiero, deberán tener operaciones vigentes al momento de la solicitud de la garantía. Adicionalmente, cada institución financiera puede exigir requisitos adicionales.

Los créditos deben tener un plazo máximo de 72 meses y el porcentaje de cobertura máximo es del 60%. El monto de garantía es de mínimo UI 32.000 (cerca de unos \$us 4.100), y máximo UI 600.000 (cerca de \$us 80.000).

El usuario de la garantía SiGa deberá pagar a la institución financiera, una comisión del 2,0% tasa efectiva anual sobre el capital remanente que se garantiza (para pesos uruguayos y UI) y 2,6% para dólares americanos.

Los avales del SiGa están destinados a créditos destinados financiar capital de trabajo y capital de inversión, por lo que podrían (bajo un nuevo esquema) incorporarse como mecanismo de garantía para las FIC. Aunque el plazo de 72 meses es interesante, el aval no debería destinarse a cada ON, vale u otros similares de pyme de manera individual, sino a cada FIC de manera individual y por plazos más largos.

Es decir, un nuevo programa de garantías SiGa destinada a FIC, podría constituirse en un mecanismo de cobertura hasta un porcentaje máximo de la cartera global de cada FIC. Por ejemplo, si la mora estimada de la cartera pyme de un fondo es del 3,0%, el SiGa podría cubrir hasta un 10,0% de la cartera del FIC. Es decir, más del triple de la mora estimada, teniendo un impacto positivo e importante en la calificación de riesgo.

De igual manera y sin ser excluyente de un programa de garantías para FIC, el régimen simplificado podría complementarse con pagarés de oferta pública avalados por el SiGa. También podría crearse a mediano plazo un programa destinado a generar CPD avalados, cumpliendo el SiGa el rol de una SGR.

En diciembre de 2017, se presentaron iniciativas para estudiar la situación actual del SiGa con miras a fortalecer su funcionamiento. Es importante que, como parte de ese proceso, se considere la incorporación del SiGa en el esquema del mercado de valores.

Está claro de la experiencia internacional, que el incremento de la “demanda de pymes” en los mercados de valores, está vinculado forzosamente a un esquema de coberturas de riesgo, ya sea creado por los propios FIC o externas como los avales otorgados por las SGR.

3 | 4 BURSATILIZACIÓN DEL CHEQUE DE PAGO DIFERIDO (CPD)

En Uruguay el CPD es una orden de pago que se libra contra un banco en el cual el librador, a la fecha futura de presentación estipulada en el propio documento, debe tener fondos suficientes disponibles a su orden en cuenta corriente bancaria o autorización expresa o tácita para girar en descubierto.

El primer país en crear el CPD fue Uruguay mediante el Decreto-Ley N° 14.412 del 8 de agosto de 1975. Argentina lo creó mediante la Ley N° 24.452 del 22 de febrero de 1995. Paraguay mediante la Ley N° 805 del 16 de enero de 1996, y Perú mediante la Ley N° 27.287 publicada en el Diario Oficial del 19 de junio del 2000.

Aunque Uruguay fue primero en crear el CPD, Argentina fue el primero en volverlo transable en el mercado de valores. Emulando la exitosa experiencia argentina, sugerimos que el CPD uruguayo quede en el marco de la definición de “valores de oferta pública” y a través del Art. 21 de la Ley N° 17.774 inciso e), pueda ser adquirido por los fondos de inversión abiertos o cerrados a través de las bolsas de valores. Todo esto para hacerlo negociable a favor de empresas de menor porte.

Es también fundamental que en Uruguay el CPD evolucione replicando la experiencia argentina con base a la realidad uruguaya., respecto a que cuente con un mecanismo de aval. Siguiendo con lo mencionado en el punto anterior, los mecanismos de garantías para CPD, ON o cualquier instrumento emitido por pymes, debe contar con un aval para la creación de la “demanda” por parte de los inversionistas.

3 | 5 CREACIÓN DE UN MERCADO DE CORTO, MEDIANO Y LARGO PLAZO A FAVOR DE LAS PYMES

Los instrumentos planteados en este documento para el financiamiento de pymes, en su conjunto pueden abarcar el corto, mediano y largo plazo. Es decir, no son excluyentes unos de otros y más bien el poder gestionarlos de manera que convivan unos con otros, ayudaría a incrementar el universo de posibilidades de financiamiento para las pymes.

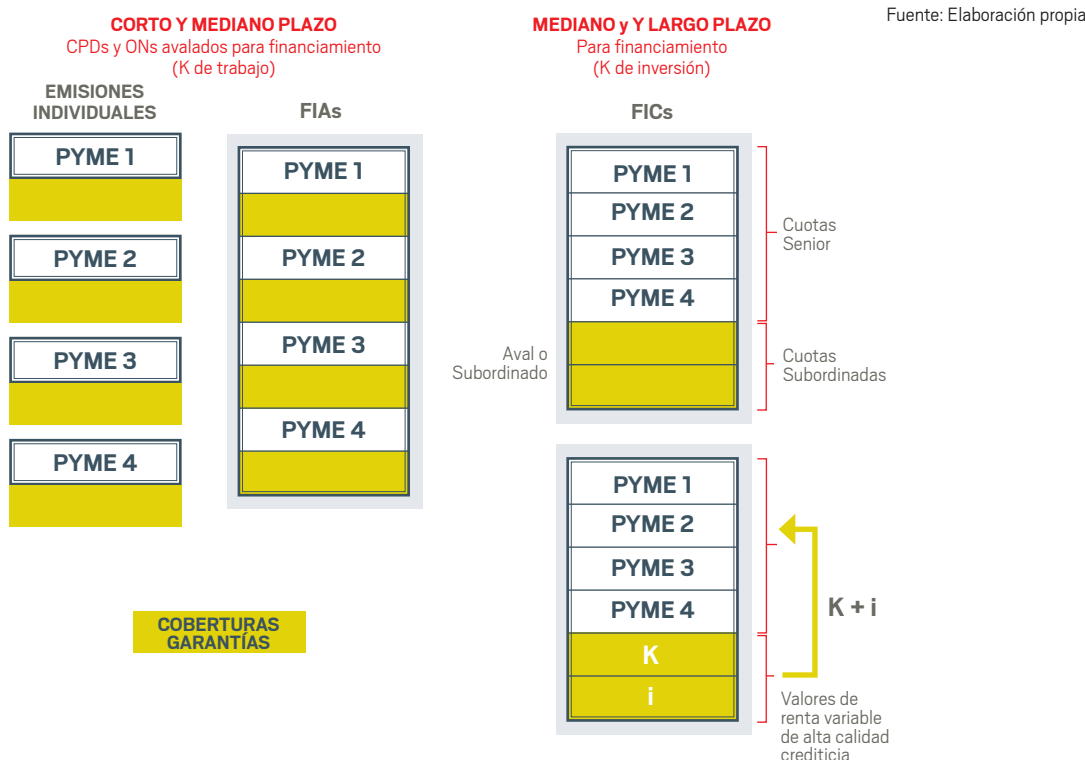
En el Gráfico 15, se aprecia que los CPD y las ON, ambos como instrumentos de renta fija avalados, pueden cubrir las necesidades de financiamiento de las pymes en el corto y mediano plazo. La experiencia muestra que los CPD son menor a un año y las ON hasta 2-4 años.

Tanto los CPD como las ON podrían ser emitidos por cada pyme de manera individual y dentro del régimen simplificado, para el caso de ON. Una vez emitidos, podrían ser adquiridos por cualquier inversionista, suponiendo que, al ser instrumentos avalados, se elimine la limitación de que los valores emitidos por pymes son solo para inversionistas sofisticados.

Las CPD como las ON podrían ser adquiridas también por FIA, que por su naturaleza son vehículos que invierten a corto plazo.

Por otro lado, los FIC recomendados en este documento, por su naturaleza, cubrirían las emisiones de mayor plazo.

Gráfico 15. Plazos de financiamiento para pymes según mecanismo



En paralelo a las iniciativas privadas que puede surgir, es importante la participación a de CONAFIN AFISA como gestor de fondos de inversión que cubran el corto, mediano y largo plazo arriba planteados.

3 | 6 EL ROL DE ANDE EN EL MERCADO DE VALORES

Nada de lo recomendado en este documento es posible si no se tiene un gestor que promueva lo aquí planteado en las diferentes instancias de decisión estatal como del mercado de valores. La interacción con el MEF, el BCU, SiGa, comisión de promoción del mercado de valores, las bolsas de valores y el resto de participantes se prevé sea intensa. Se sugiere este rol sea asumido por ANDE además de su rol como “asesor bursátil pyme”.

ANDE debe liderar y ejecutar cada uno de los siguientes pasos que deben considerarse como hitos a ser cumplidos a lo largo de los próximos meses, en el orden que se vea más conveniente a la realidad del mercado uruguayo:

- Neutralidad fiscal a los FIC.
- Promoción de FIC de ON, vales, letras de cambio, pagarés u otros similares de pymes, emitidos bajo oferta privada.
- Modificaciones y/o aclaraciones al régimen de emisiones simplificadas.
- Creación de asesores bursátiles pyme.
- Creación mecanismos de garantía (creación de SGR o similares).
- Transabilidad de CPD.

Finalmente mencionar que CAF Banco de Desarrollo de América Latina, puede jugar un importante rol en colaborar en cada uno de los puntos arriba planteados.

VI CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

El Régimen Simplificado establecido en Uruguay para el financiamiento de pymes es una herramienta destinada a incrementar la oferta de pymes en el mercado de valores a través de la simplificación de trámites y la reducción de tiempos y costos. Este tipo de herramientas han tenido generalmente un éxito muy limitado. Los costos importantes de emitir no están relacionados únicamente al pago de trámites y el cumplimiento de requisitos, sino a la tasa de rendimiento exigida por los inversionistas. La cual puede incrementarse justamente porque el mismo régimen simplificado incrementa la percepción de riesgo de los inversionistas, pues reduce requisitos de emisión y de información, incluyendo la calificación de riesgo, que el mercado tiende a incorporar en la prima de riesgo cobrada al emisor, resultando en una tasa de colocación mayor (desplazamiento de tasa).

Adicionalmente, los inversionistas y los operadores del mercado de valores siempre prefieren hacer operaciones de alta rentabilidad y bajo riesgo. Lo que no es el caso de las pymes. Esto combinado con la alta aversión al riesgo presente en nuestros mercados, generan poco interés por las pymes como inversión (orfandad de pymes). Por lo que no tienen participantes del mercado de valores genuinamente interesados en llevarlos al mercado. Representan pocos ingresos en comisiones y mucho riesgo.

Por otro lado, el desplazamiento de tasa, la aversidad al riesgo y la orfandad de pymes se dan porque en nuestros mercados se utilizan mecanismos de primera y segunda generación (regímenes simplificados y mercados alternativos) que se basan únicamente en reducir los costos y la burocracia de las pymes para que accedan al mercado de valores. Es decir, son instrumentos que buscan incrementar la oferta de pymes.

Pero como vimos a lo largo del estudio, el problema no es la oferta de pymes, sino la demanda de invertir en ellas. No nos faltan pymes en el mercado de valores, nos faltan inversionistas de pymes.

Por eso concluimos que mecanismos como los fondos de inversión cerrados (FIC) y los avales y garantías (como instrumentos de tercera y cuarta generación) son los más viables para llevar las pymes al mercado de valores. Las pymes no quieren necesariamente cotizar en bolsa, lo que quieren es financiarse en el mercado de valores. Dicho eso, vehículos de propósito especial como pueden ser un FIC, son una solución que claramente tienen mejores resultados.

El regulador debe facilitar el financiamiento indirecto de pymes, incentivando que éstas realicen emisiones de ON, vales, letras de cambio, pagarés u otros similares de oferta privada adquiridas únicamente por FIC regulados, cuyos administradores profesionales, pueden evaluar y mitigar riesgos de manera profesional y eficiente, además de lograr economías de escala al poder financiar a varias pymes al mismo tiempo. Las pymes no necesariamente quieren cotizar en Bolsa, lo que quieren, es financiarse con recursos del mercado de valores, aunque no sean emisores directos.

Las ON o similares que se emitan, deben ser necesariamente de oferta privada, justamente para evitar costos y burocracia propios de la oferta pública. Pero se deberán ajustar a las reglas y requisitos mínimos que impongan los FIC de acuerdo a sus objetivos y alcance.

Por otro lado, la participación de entidades como ANDE como Asesor Bursátil de pymes y del SiGa, asumiendo un rol de SGR, como mecanismo de aval a las ON de pymes (de oferta pública o privada), es importante para poder llevar a las pymes más rápidamente al financiamiento a través del mercado de valores de manera masiva, ya sea bajo régimen simplificado, FIC o cheques de pago diferido.

En esa línea es también fundamental gestionar normas y reglamentos especiales a favor de los FIC. Más específicamente, se debe lograr que estos tengan las mismas condiciones fiscales que los fondos de inversión abiertos (FIA).

Uruguay, al igual que Argentina, posee el mecanismo de emisión de cheques de pago diferido, pero no así un régimen de negociación en el mercado. Es importante que la agenda contemple los mecanismos para justamente hacerlos negociables a favor de empresas de menor porte.

Finalmente, está claro que ANDE debe tomar como parte de su agenda las recomendaciones y conclusiones aquí planteadas.

BIBLIOGRAFÍA



Aidenbaum Menendez: Matías (octubre 22: 2017)

Argentina: Nueva modalidad de financiamiento para pymes: ON Simple. Argentina.

ANIF. (2013)

Revista Coyuntura pyme N° 43. Revista Coyuntura. Colombia.

Banco Central del Uruguay (BCU)

Uruguay.

Blanco Barón, Constanza RNVE-SV 1998-2004 y RNVE-SFC 2005-2013

La reforma al segundo mercado: análisis del Decreto 1019 de 2014. Ecuador.

Bolsa Boliviana de Valores S.A. (2017)

La Bolsa en el año 2017: edición especial. Bolivia.

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (enero 2018)

Pymes Reporte Mensual. Argentina.

Bolsa de Valores de Quito (enero 2015)

Boletín REVNI. Ecuador.

Bolsa de Valores de Lima

Perú.

Bravo, Gonzalo (2018)

Los Fondos de Inversión como Mecanismo de Financiamiento para Pymes. CIFIT 2018. San José, Costa Rica.

Carregal, Santiago (2007)

Inauguración del "Panel Pymes" y creación de la figura del "Hacedor de Mercado de Empresas Pymes": Marval, O´Farrel & Mairal. Argentina.

CARE (agosto del 2017)

Manual de procedimiento simplificado de calificación de riesgo. Uruguay.

Casado, Milano & Zapata (agosto 2017)

Crowdfunding en Chile: Una nueva era para el capital de riesgo. Chile.

Cazorla Prieto, Luis María (enero de 2016)

Los Mercados Alternativos Bursátiles como Instrumentos de Financiación Empresarial en España: Universidad Complutense: Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil. España.

Cinco Días (marzo del 2016)

Madrid. España.

Circular 2283 de julio del 2017 y la Circular 2290 del 30 octubre 2017

BCU. Uruguay.

Código Penal del Uruguay

Comisión Europea

Crowdfunding. http://ec.europa.eu/finance/general-policy/crowdfunding/index_en.htm

Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca (CESGAR)

España.

Corvaro, Fernando (10 de abril del 2016)

Deuda para Pymes más barata que para el Banco Central: Carta Financiera. Argentina.

Cruz, Guillermo y Aguiñaga, Daniel (enero 10, 2014)

Resumen Ejecutivo sobre la Nueva Ley del Mercado de Valores. Deloitte. México.

De Anderson, Mónica Villagómez

Mipyme Bursátil: Bolsa de Valores de Quito. Ecuador.

Diario financiero (octubre 2017)

Bolsa Emergente inicia internacionalización para crecer en América Latina. Chile.

Dunn De Avila, Jaime (2015)

Diagnóstico General del Mercado de Valores Formal de Uruguay. CAF Banco de Desarrollo para América Latina. Bolivia.

Egaña, Vicente Martín (febrero 20, 2016)

El AIM como modelo: algunas ideas. ZinCapital, www.zincapital.com

El Cronista (septiembre del 2017)

Argentina.

El Cronista (septiembre 25, 2017)

Ya hay 40 Pymes que esperan por la aprobación de sus nuevos bonos. Argentina.

El Economista (15 de marzo del 2017)

Sólo cinco firmas han accedido al Programa Midas. México.

El Economista (17 de septiembre del 2017)

¿Qué es un CKD (Certificados de Capital de Desarrollo)? México.

El Mercurio (enero del 2018)

Industria del crowdfunding movió más de \$us 150 millones el año pasado en Chile.

Elordi, Mar (septiembre 9, 2014)

El Crowdfunding en EEUU: La JOBS Act. El blog de Mar Elordi.

Finnovista

<http://www.finnovista.com>

FixSCR Fitch Ratings (octubre 19, 2017)

Sociedades de Garantía Recíproca (SGR): Retrospectiva y Escenario Actual. Argentina.

Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de capitales en Iberoamérica (IIMV) (2017)

La Financiación de las Micro: Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores. Con la colaboración y la financiación de la CNMV de España y CAF. CYAN Proyectos Editoriales S.A. España.

Giralt Serra, Antonio y Nieto Marquez, Jesús Gonzales (septiembre del 2014)

Financiación de la PYME en el Mercado financiero español. La experiencia y Proyección del MAB: con base a estudio realizado por la Universidad de Alcalá de Henares. España.

Giralt Serra, Antonio y Nieto Marquez, Jesús Gonzales (2015)

El Mercado Alternativo Bursátil (MAB): Evolución y Perspectivas. MAB: Papeles de Economía Española: Nº 146: ISSN: 0210-9107. «Mercados de Crédito». España.

<http://www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/aim.htm>

http://ec.europa.eu/finance/general-policy/crowdfunding/index_en.htm

iProfesional (enero 26: 2018)

El financiamiento Pyme en el mercado de capitales creció 28% en 2017. <http://www.iprofesional.com>

<http://www.bmerf.es>

<http://www.finnovista.com/fintech-radar-spain>

Jimenez Sánchez, Jorge Iván, et al (2017)

Situación del Crowdfunding como mecanismo para la Financiación de pymes en Colombia. ISSN 0798 1015. Revista ESPACIOS. ISSN 0798 1015Vol. 38 (Nº 43). Indexada en Scopus, Google Schollar. Colombia.

Lardon, Andy y Deloof, Marc (2014)

Financial disclosure by SME's listed on a semiregulated market: Evidence from the Euronext free Market: Small Business Economics: Vol. 42 nº2.

Ley de Promoción del Mercado de Valores Nº 30050 del 2013

Perú.

Ley del Mercado de Valores del 28 de julio de 1988 y sus modificaciones posteriores

España.

Ley Orgánica, Fortalecimiento, Optimización, Sector Societario Bursátil, Registro Oficial Suplemento 249 del 20 mayo del 2014

Ecuador.

Jimenez, Juan Ernesto (diciembre 2016)

Para las Pymes habrá trato especial. Market Brief: República Dominicana.

Mercado Alternativo de Valores

Perú.

**Ministerio de Industria, Energía y Minería
(octubre 2017)**

Encuesta Nacional de Mipymes. Uruguay.

**Ministerio de Economía, Industria y
Competitividad**

España

Molina, D. I. (2016)

Fintech: Lo que la tecnología hace por las finanzas.
Bogotá: Colombia: Profit.

Orueta, Ignacio (2017)

Importancia económica de las mipymes en las economías iberoamericanas. En IIMV: *La Financiación de las Micro: Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores: Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de capitales en Iberoamérica.* Con la colaboración y la financiación de la CNMV de España y CAF.

Quiroz y Asociados (julio 2017)

Impacto de las IGR en el Financiamiento Mipyme.
Chile.

**Recopilación de Normas del Mercado de Valores
(RNMV)**

BCU. Uruguay.

**Resolución N° 210-2016-V de la Junta de
Política y Regulación Monetaria y Financiera
sobre Normas aplicables al Registro Especial
Bursátil-REB**

Ecuador.

**Resolución de Superintendencia N° 025-2012-
SMV/01 y Resolución SMV N° 023-2018-
SMV/01**

Perú.

**Revista Enfoque Mercado de Capitales
(octubre 9,2014)**

El Segundo Mercado de Valores y su regulación. ANIF.
ISSN 1909-0137 Edición 82. Colombia.

Rocca, Lilian (2016)

Cumbre Internacional del Mercado de Valores 2016.
República Dominicana.

**Superintendencia de Compañías, Valores y
Seguros del Ecuador**

**Superintendencia de Valores y Seguros: NCG 118
del año 2001**

Chile.

**Unidad de Apoyo al Sector Privado (UnASeP),
Ministerio de Economía y Finanzas (agosto
2014)**

*Políticas de Apoyo a las Mipymes: Ficha Temática
2/2014.* Uruguay.

US Census Bureau (2012)

*Number of Tax Returns and Business Receipts by
Size of Receipts: 2000 to 2008*
Statistical Abstract of the United States. Total de
Corporations: Partnerships y Nonfarm proprietorships.

World Federation of Exchanges