

Universidad Nacional de Rosario

Facultad de Ciencias Económicas y Estadística

Escuela de Administración

**INSTITUTO DE INVESTIGACION Y ASISTENCIA TECNOLÓGICA  
EN ADMINISTRACIÓN**

# **INFORMES DE INVESTIGACIÓN**

**Decana Facultad de Ciencias Económicas y Estadística:** Lic. Adriana Racca

**Directora Escuela de Administración:** CP Adriana Daffunchio

**Directora Instituto de Investigación y Asistencia Tecnológica en  
Administración:** CP Adriana C. Amigo

**Directora de la Revista:** CP Adriana C. Amigo

**ISSN 2525-1023**

*Publicación del  
Instituto de Investigación y Asistencia Tecnológica en Administración.  
Escuela de Administración  
Facultad de Ciencias Económicas y Estadística  
Universidad Nacional d Rosario  
Bv. Oroño 1261 – 2000 Rosario- Argentina  
Tel-Fax 0341-4802792 al 97. Interno:  
e-mail: [iata@fcecon.unr.edu.ar](mailto:iata@fcecon.unr.edu.ar)*

**Octubre de 2017**

---

## SUMARIO

EL ESCENARIO DE COMPLEJA OPORTUNIDAD, QUE PLANTEA LA ECUACIÓN: DEMANDA DE CUALIDADES POR PARTE DE LAS ORGANIZACIONES - LA OFERTA DE CAPACIDADES DE LOS JÓVENES PROFESIONALES EN CIENCIAS ECONÓMICAS DE LA CIUDAD DE ROSARIO.	7
<i>Amigo, Adriana; Zamorano, Héctor; Paolantonio, Luciano</i>	
LA INTERRELACIÓN DE LOS RECURSOS, CLAVE DE LA COMPETITIVIDAD INTERNA	35
<i>Amigo, Adriana; Páez, Guillermo; Odriozola, Jorge Guillermo; Latorre, Gabriela; Arcieri, Hernán; Ortiz, Gisela; Sambah, Valentina; Audisio, Sergio</i>	
ESPÍRITU EMPRENDEDOR Y COOPERATIVO. EL MOTOR DE DOS ORGANIZACIONES DE TECNOLOGÍA INFORMÁTICA	59
<i>Trentini, Carlos; Morbelli, Claudia; Kóbila, María Teresa; Parolín, Marisa; Chiaramoni, Natalia; Vanzini, Carla; Zavanella, Gino</i>	
CULTURA COLABORATIVA. EL VALOR DE LAS INSTITUCIONES DE CAPACITACIÓN EN CONTEXTOS CAMBIANTES Y COMPLEJOS	89
<i>Kóbila, María Teresa; Parolín, Marisa</i>	
VALORACIÓN CRÍTICA DEL USO DE KPI (Key Performance Indicators) BASADO EN SU ANÁLISIS SOBRE CANTIDADES MASIVAS DE DATOS FINANCIEROS	105
<i>Campanaro, Rosa; Demartis, Pablo; Díaz, Daniel J.; Díaz Toledo, Selva; Viola, Mónica</i>	
VISIÓN DE LOS ALUMNOS DE CIENCIAS ECONÓMICAS DE LA UNR DEL DESARROLLO DE COMPETENCIAS EN LA FORMACIÓN UNIVERSITARIA.	119
<i>Arriaga, María Cristina; Oviedo, Raúl Ricardo; Camandona, María Rosa; Racca, Adriana; Suñer, María Natalia; Armand, Mauro; Bernhardt, Silvana; Galarza, Analía.</i>	

---

DESARROLLO DE UNA METODOLOGÍA DE APLICACIÓN DE INCENTIVOS BASADA EN NEUROCIENCIAS	141
<i>Albano, Sergio; Oviedo, Raúl; Santero, Mariel; Sassone, Mirna; Martín, Silvia.</i>	
CONTENIDOS TRANSVERSALES EN LAS CARRERAS DE GRADO EN CIENCIAS ECONÓMICAS: LA RESPONSABILIDAD SOCIAL ORGANIZACIONAL	159
<i>Gómez Fulao, Juan Carlos; Ledesma, Alicia; Cavallo, Marcela; Díaz, Liliana.</i>	
FORMULACIÓN, EVALUACIÓN Y MONITOREO DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA EN ESPACIOS PÚBLICOS MUNICIPALIDAD DE ROSARIO.	169
<i>Rodríguez Garay Rubén; Audisio Sergio; Quiñones Marcela; Scagliotti, Eleonora; Nasini Lisandro; Camarasa Gonzalo; Martínez Melina.</i>	
<b>FINANCIAMIENTO DE EMPRESAS PYME EN LOS MERCADOS DE CAPITALES DE LATINOAMÉRICA</b>	<b>183-204</b>
<i>Di Doménica, Ornela; Figliuolo, Sofía; Machain, Luciano; Tarallo, Adrián</i>	
EMPRENDER. LA CUESTIÓN DE GÉNERO EN EL EMPRENDEDORISMO	205
<i>Zubeldía, María Lourdes; Viadana, Claudia Alejandra; Tomarelli, Jimena.</i>	

---

# **FINANCIAMIENTO DE EMPRESAS PYME EN LOS MERCADOS DE CAPITALES DE LATINOAMÉRICA**

**Di Doménica, Ornela**  
**Figliuolo, Sofía**  
**Machain, Luciano**  
**Tarallo, Adrián**

## **1. INTRODUCCION<sup>1</sup>**

Toda empresa, desde el momento mismo de su constitución, debe hacer frente a decisiones inversión y financiamiento las cuales, si bien son independientes, son de vital importancia para el establecimiento y crecimiento de éstas. Cuando se trata de una Pequeña y Mediana Empresa (PyME) las decisiones de financiamiento se ven restringidas por la limitada cantidad de opciones disponibles, como así también por sus elevados costos, en relación a las alternativas de las grandes corporaciones. Numerosos estudios de caso dan cuenta que en la mayor parte de los países latinoamericanos la segmentación de los mercados financieros y el acceso heterogéneo al financiamiento se han vuelto rasgos estructurales con consecuencias negativas. Las PyMEs, al ser en general mano de obra intensivas, constituyen una importante fuente de empleo. Desde hace ya varios años los gobiernos han captado la dimensión del problema de acceso a los recursos financieros de las PyMEs y han desarrollado numerosos programas, instrumentos y propuestas de políticas para intentar enmendar, al menos parcialmente, la falla en la asignación que genera el mercado.

El presente trabajo retoma la problemática de la dificultad del acceso al financiamiento de las PyMEs latinoamericanas, analizando y comparando la situación y fuentes alternativas de recursos de las que disponen este tipo de empresas en los países que puedan ser comparables a la Argentina en materia de desarrollo de mercado de capitales. Los países analizados son Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay. El estudio de los mencionados países reviste especial interés por la diversidad de modelos económicos y políticos que en ellos han prevalecido en los últimos años. El objetivo general de este trabajo consiste en analizar las alternativas de financiamiento en los mercados de capitales de las que disponen las PyME de estos países de Latinoamérica. En este sentido, se busca definir el alcance del concepto PyME en cada uno de los países sujeto a análisis, describir la situación o

---

<sup>1</sup> La presente investigación forma parte de un trabajo de mayor extensión que ha sido resumido a efectos del espacio disponible para su publicación.

---

contexto coyuntural en la que se desenvuelven éste tipo de empresas, analizar las diferentes fuentes de financiamiento que disponen las PyMEs en los mercados de capitales, determinar cuál o cuáles son las fuentes de financiamiento que prevalecen en cada uno de estos países para las empresas en cuestión y comparar los resultados obtenidos en cada uno de los países analizados.

Los resultados obtenidos indican ciertas diferencias en la forma de catalogar y clasificar una empresa PyME y una diversidad en los tipos de instrumentos de financiación disponibles. Entre otros, México es el país que cuentan con segmento PyME específico (como en el caso de Argentina). Chile cuenta un mercado de empresas emergentes y Bolivia con una plataforma PyME. Por otra parte, Uruguay, no cuenta con un segmento PyME definido, aunque si existen proyectos de creación. Se han encontrado también una disparidad en la proporción de este segmento sobre el PIB de cada país. Sorpresivamente, Uruguay, que no cuenta con segmento PyME, tiene un 40% de este tipo de empresas en la participación sobre el PIB. En el otro extremo, en Chile las PyMEs representan un 15% del PIB.

## **2. LA PROBLEMÁTICA ACTUAL**

La segmentación de los mercados financieros y la discriminación negativa hacia las PyMEs son aspectos que prevalecen, en mayor o menor medida, en las economías latinoamericanas. La aplicación de diferenciales en las tasas de interés de los préstamos según el tamaño de empresa, la escasa participación de las PyME en el crédito al sector privado y la amplia utilización de proveedores y autofinanciamiento para obtener capital de giro o llevar a cabo inversiones, son elementos que denotan la existencia de dificultades de acceso al crédito para este tipo de agentes. (Ferraro, Goldstein, Zuleta, Garrido, 2010).

Por otro lado, la apertura del capital no constituye una opción atractiva para este tipo de empresas pues significa la pérdida de propiedad o control (Lapelle y Lorente, 2007). En lo que refiere al crédito bancario, el bajo acceso de las PyMEs al mismo obedece tanto a factores de oferta como demanda del mismo, algunos de los cuales se enumeran a continuación (Ferraro y Stumpo, 2010):

- La falta o asimetría de información afecta a los nuevos clientes de los bancos y de las instituciones financieras que, por lo general, son pequeñas empresas. Dando lugar a lo que se conoce técnicamente como las fallas de selección adversa y riesgo moral.
-

- Cuanto menor es el tamaño de la empresa, menor tiende a ser el capital que puede ofrecer como garantía del crédito solicitado.
- Teniendo en cuenta que el monto de los créditos a las PyMEs suele ser relativamente pequeño, los bancos deben incurrir en deseconomías de escala para obtener información sobre los antecedentes crediticios de dichos clientes.
- Muchas PyMEs carecen de la información que exigen los bancos y desconocen los procedimientos y prácticas requeridos para acceder al crédito.

Desde hace varios años la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) fomenta la búsqueda de mayor igualdad para el acceso al financiamiento, el cual hoy se caracteriza por ser heterogéneo, y reforzar las desigualdades de las capacidades productivas y la inserción en los grandes mercados. Crea así un círculo vicioso que condena a los segmentos productivos caracterizados por la presencia de PyMEs a una permanente vulnerabilidad y un crecimiento deficiente que se ubica por debajo de las potencialidades de ese tipo de empresas (CEPAL, 2010).

Si bien el interés por las dificultades de las PyMEs en el acceso al financiamiento es un denominador común en los países de la región, existen marcadas diferencias en la forma concreta que adoptan las instituciones, programas y políticas pues las mismas responden a las características de cada uno. Sin perjuicio de ello, existen además diferencias de grado de desarrollo. Los casos de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay constituyen, por sus diferencias económicas, políticas e idiosincráticas, una muestra adecuada para observar y comparar las particularidades del problema de las PyMEs para acceder a los recursos financieros y sus intentos de atenuarlo o resolverlo.

En Argentina desde el año 1993 existe un régimen simplificado establecido por la Comisión Nacional de Valores (CNV) para empresas PyME que desean acceder al mercado de capitales diferenciándolo del Régimen General que corresponde a las grandes empresas. Esta política constituye una tendencia en los países desarrollados como Inglaterra, España y Canadá entre otros y en países latinoamericanos como Brasil.

A continuación, se analizan brevemente las características de cada país comparable a Argentina en términos de mercado.

---

### 3. EL CASO DE URUGUAY

Uruguay es el segundo país más pequeño de Sudamérica con una superficie de aproximadamente 170.000 kilómetros cuadrados y una población cercana a los 3,4 millones de habitantes. Según datos del Fondo Monetario Internacional (FMI), en el año 2016 su Producto Bruto Interno (PBI) alcanzó los U\$S 54.375 millones y su tasa de inflación fue del 10,2% anual.

En cuanto a su estructura productiva, la misma se distingue por dos grandes rasgos. En primer lugar, se caracteriza por una orientación exportadora superior al promedio latinoamericano, derivada del tamaño reducido de su mercado interno (Kantis, 2005). La otra característica fundamental de la economía uruguaya es la preponderancia de las PyMEs en el tejido productivo. Según datos del Instituto Nacional de Estadística de Uruguay (INE), en el año 2014 representaban más del 99% de las unidades productivas del país, empleaban al 67% de los trabajadores y su participación en el PBI superaba el 40%.

Según datos de la Encuesta Nacional de Micro, Pequeña y Mediana Empresa (MiPyME), a diferencia de lo que sucede en otros países latinoamericanos las MiPyME en Uruguay no parecieran enfrentar dificultades para acceder al crédito, ya que más del 80% de las empresas objeto de estudio consideran que no tienen problemas para financiarse.

Dentro de las empresas que perciben dificultades en el acceso al crédito, el 34% sostuvo que la falta de garantías reales constituyó el principal obstáculo para obtener el financiamiento. En segundo lugar, el estado de formalización o el grado de informalidad dificultó el acceso al financiamiento del 13% de las MiPyME. Sólo el 12% de las firmas percibieron que los costos eran un impedimento para conseguir un crédito.

Sin embargo, los resultados de la mencionada encuesta muestran que en el caso de las micro empresas, el 91% de ellas no cuentan con ninguna fuente de financiamiento externa. Si bien a medida que aumenta el tamaño de la firma el porcentaje se reduce, al 85% y 75% para las pequeñas y medianas respectivamente, continúan siendo guarismos elevados. De los datos se deduce que las principales fuentes de financiamiento para crear o ampliar la empresa son los ahorros personales de los socios y el apoyo de familiares y amigos. Concretamente, según datos del Banco Mundial, el 70% de las inversiones de las PyMEs son financiadas con recursos propios.

---

En lo que refiere al funcionamiento diario de la compañía, la “*Enterprise Survey*” del Banco Mundial arroja que aproximadamente sólo el 15% del capital de trabajo de las PyMEs uruguayas es financiado por proveedores.

Considerando únicamente las MiPyME que acceden a financiamiento externo, se verifica que más del 60% de las micro empresas utilizan crédito bancario, porcentaje que aumenta al 74% y 70% para las pequeñas y medianas respectivamente. En lo que refiere al destino de los créditos obtenidos, los mismos se utilizaron principalmente para financiar la compra de materia prima y bienes de capital como vehículos y maquinarias. En conjunto estos destinos representan aproximadamente el 60% del uso de los créditos.

#### **4. EL CASO DE CHILE**

La República de Chile es considerada el país más conservador de América Latina, es un referente latinoamericano de progreso desarrollando políticas públicas creativas que regularmente son analizadas y estudiadas y que se convierten en modelos internacionales de buen Gobierno. Los datos del Servicio de Impuestos Internos chilenos muestran que en el 2014 el 84% de las empresas del país eran MPyMes. Si se dejan fuera del análisis las microempresas, las pequeñas y medianas alcanzan el 20,32% del total. Su principal actividad son los servicios, representando el 80% del empleo en el año 2016.

Este país se caracteriza por mantener el mayor nivel de endeudamiento Pyme de América Latina. Al primer trimestre del 2016, la relación deuda a PIB se mantenía en torno a 120%, nivel relativamente alto en relación a otras economías emergentes. En promedio el 90% del financiamiento que reciben las empresas chilenas, sin distinguir en tamaño, proviene de recursos propios, bancos y proveedores. Esto demuestra cuán conservadoras resultan las empresas a la hora de tomar decisiones de financiamiento.

Los principales obstáculos que enfrentan las PyME chilenas para acceder a fuentes de financiamiento provienen de varios frentes distintos: falta de una cultura empresarial de los jóvenes que estudian en las universidades; bajo conocimiento generalizado en la preparación y evaluación de proyectos por parte de los generadores de ideas; escasos vínculos establecidos entre empresarios e inversionistas; estándares bancarios poco favorables para financiamiento a pequeñas empresas; poseen poca información contable, pocos activos y son más riesgosas y volátiles.

Según cifras de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, en los últimos tres años, los créditos comerciales a la pequeña y mediana empresa han

---



experimentado un crecimiento sostenido del 42,3% en tres años. Los motivos de la solicitud de estos créditos se deben en un 65% al financiamiento del capital de trabajo. Esta cifra se mantiene en las empresas chilenas, sin importar el tamaño de las mismas. Luego le sigue la compra de equipos y maquinarias.

Los servicios bancarios no crediticios pueden agruparse en tres grandes categorías: servicios transaccionales, inversiones y seguros. Los servicios transaccionales, que suelen ser los más utilizados por las PyMEs, corresponden a soluciones orientadas a gestionar el flujo de caja de las empresas. La más extensamente difundida es la cuenta corriente que a menudo se complementa con una línea de crédito. Según cifras de la Encuesta Longitudinal de Empresas para el año 2011, el 62% de las microempresas, el 84% de las pequeñas empresas y el 94% de las medianas empresas utilizaban una cuenta corriente para sus negocios.

## **5. EL CASO DE BRASIL**

Brasil es el país más grande de Sudamérica y el quinto a nivel mundial con una extensión de 8.514.877 kilómetros cuadrados. Su población supera los 200 millones de habitantes y es también la quinta más grande del mundo. Según datos del World Economic Outlook (WEO) del FMI para el año 2016, su PBI fue de U\$S 1.769.600 millones, lo que representa aproximadamente el 40% del PBI de Latinoamérica, y su tasa de inflación alcanzó el 9% anual.

La economía de Brasil ha experimentado importantes cambios estructurales a lo largo del siglo XX. A pesar de los vaivenes, Brasil es en la actualidad la economía que produce el séptimo mayor PBI del mundo, del cual un 25% aproximadamente es obtenido por MiPyMEs. Resulta entonces evidente la importancia que tienen las MiPyMEs brasileñas, que representan un 99% de todos los establecimientos del país (Stumpo, 2012). Estas empresas se caracterizan por ser mano de obra intensiva y, de hecho, generan más del 50% de los empleos formales y un gran número de puestos informales, constituyéndose en la principal fuente de trabajo de mano de obra poco o no calificada (CACB, 2005).

Cuando se les consulta a los empresarios PyMEs brasileños acerca de los principales obstáculos que encuentran para llevar a cabo sus actividades a diario y proyectar ampliaciones y crecimiento de la firma, el acceso a fuentes de financiamiento suele ocupar los primeros lugares (Banco Mundial, 2010). Según datos de la "Enterprise Survey" elaborada por el Banco Mundial en el año 2010, el 46% de las MiPyMEs encuentra dificultades para financiarse. Las restricciones provienen tanto de trabas

---

para acceder a los créditos, entre las que destacan los requisitos de información, formalidad y garantías, como del elevado costo de los mismos. Sin embargo, el 37% de las grandes empresas también perciben al financiamiento como un obstáculo, lo cual es un porcentaje alto en comparación con otros países de la región. El último guarismo parecería indicar que la cuestión del crédito afecta a todas las empresas del país y no es un problema exclusivo de las de menor dimensión.

Dentro de las empresas PyMEs que perciben dificultades en el acceso al crédito, al igual que lo que sucede en Uruguay, la falta de garantías es un factor de relevancia. Basta un simple dato para dar cuenta de esta realidad: mientras que a una gran empresa se le exige cerca de un 70% de un préstamo como colateral, el porcentaje aumenta al 80% para el caso de las medianas y al 114% para las firmas de menor tamaño.

Los resultados del Banco Mundial evidencian que en promedio más del 90% de las empresas brasileñas, cualquiera sea su dimensión, financian sus inversiones con una combinación de recursos propios, préstamos bancarios y crédito de proveedores. Es una situación muy similar a la que se observó para el caso chileno, reflejando una vez más que las empresas latinoamericanas en general son altamente conservadoras en lo que respecta a las formas en que se financian. Por otro lado, la venta de acciones y otras fuentes de financiamiento en el mercado de capitales ocupan un lugar marginal para las empresas de Brasil, situación que se viene intentando revertir, entre otras medidas, con la creación de nuevos segmentos de listado.

## **6. EL CASO DE BOLIVIA**

Bolivia, ubicada en el centro de Sudamérica, posee una superficie aproximada de un millón de kilómetros cuadrados y una población superior a los 10 millones de habitantes. Según datos del WEO del FMI, en el año 2016 su tasa de inflación alcanzó el 4% anual mientras que el PBI fue de U\$S 35.700 millones.

En lo que refiere a la estructura empresarial boliviana, según datos del Instituto Nacional de Estadística (INE Bolivia), el 95% de las compañías bolivianas son micro empresas y, si se agregan las PyMEs, el porcentaje aumenta al 99,7%. Es interesante destacar la preponderancia de las compañías de menor tamaño en el tejido productivo como un rasgo común de los países analizados hasta el momento. Por otro lado las estadísticas del Ministerio de Desarrollo Productivo y Economía Plural (MDPyEP), indican que las empresas de menor tamaño aportan el 83% del empleo y el 25% del PBI aproximadamente (Bazurco, 2014).

---

Existe consenso dentro del empresariado respecto a que el acceso al crédito constituye uno de los principales limitantes al crecimiento y desarrollo de competitividad para las PyMEs de Bolivia, superado sólo por los obstáculos que impone la competencia desleal de la actividad informal y el entorno político, social y económico (BBV, 2007).

El problema de acceso al financiamiento se refleja en los balances de las compañías, con una estructura de capital concentrada en capital propio. La dependencia de recursos propios resulta ser inversamente proporcional al tamaño y antigüedad de las empresas. Al iniciar sus actividades más de un 70% de las firmas deben recurrir a recursos propios o préstamos de familiares y amigos. En tanto que a medida que las compañías crecen y se consolidan dicha proporción se reduce al 40% aproximadamente (BBV, 2007).

Según datos obtenidos de diferentes encuestas llevadas a cabo por la BBV (2007), el Banco Mundial ("Enterprise Survey" - 2010) y el INE Bolivia (Encuesta Trimestral a las MyPE - 2010), considerando sólo las MiPyMEs que acceden a financiamiento externo, se observa que más del 80% utiliza créditos de instituciones vinculadas al sistema bancario y financiero, incluyendo banca pública y privada y Fondos Financieros Privados. Vale destacar que estos últimos están orientados principalmente a financiar a las micro empresas.

En cuanto al destino de los créditos obtenidos, los mismos se utilizan fundamentalmente para la compra de materia prima e insumos. La renovación de la maquinaria y el mantenimiento de capital de trabajo ocupan el segundo y tercer lugar respectivamente. En otras palabras, los guarismos indican que los préstamos tienen por objetivo mantener a la empresa funcionando y es muy baja la proporción que se utiliza para expandir las actividades o iniciarlas, coincidiendo con lo descrito anteriormente.

A pesar de que las MiPyMEs se están financiando principalmente con el sistema financiero formal, el mismo no ha sido capaz de desarrollar servicios que atiendan las necesidades y problemas específicos del sector. Aproximadamente un 30% de las firmas que intentaron acceder a un crédito no tuvieron éxito (BBV, 2007). Según Ferraro (2011), entre las principales razones se encuentran: tasas de interés elevadas, montos bajos y plazos cortos, garantías excesivas, de hasta dos veces el valor del préstamo, requisitos y trámites complejos.

En la búsqueda de instrumentos alternativos, el mercado de capitales se presenta como una opción interesante para mejorar las condiciones de financiamiento de las

---

PyMEs. En este sentido, la BBV ha venido desarrollando acciones para promover la incorporación de PyMEs del mercado de valores (Página Siete, 2015).

## **7. EL CASO DE PERÚ**

La República del Perú, ubicada sobre la costa pacífica de América del Sur, posee una superficie algo inferior a 1.300.000 kilómetros cuadrados y una población aproximada de 31,5 millones de habitantes según el Instituto Nacional de Estadística e Informática. En base a datos del WEO del FMI para el año 2016, su tasa de inflación alcanzó el 3,6% anual, mientras que el PBI fue de U\$S 195.140 millones.

En lo que refiere a la estructura empresarial peruana y según datos del último Censo Nacional Económico llevado a cabo por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), el 95% de las compañías son micro empresas, si se agregan las MyPES la cifra alcanza el 99%. Nuevamente se verifica que la preponderancia de las compañías de menor tamaño en el tejido productivo es un rasgo compartido por los países latinoamericanos. Según datos del INEI, las MyPES son responsables de aproximadamente el 50% del PBI nacional y concentran el 60% de los empleos totales (Arbulú, 2007).

Según datos del Banco Mundial, a través de la “*Enterprise Survey*” del año 2010, del INEI, a partir del “Censo Nacional Económico” y de la “Encuesta de Micro y Pequeñas Empresas” del año 2013, el empresariado peruano no percibe el acceso al crédito como un obstáculo serio para el desarrollo de sus actividades. Incluso los responsables de las empresas más pequeñas consideran que las prácticas del sector informal y la inadecuada calificación de la mano de obra son factores que limitan el crecimiento más que la disponibilidad de fondos (Banco Mundial, 2010). De hecho, más del 95% de las empresas objeto de estudio consideran que no tienen problemas para acceder al financiamiento y el porcentaje de aprobación de los créditos bancarios a las MyPEs es también superior al 95%. Si bien el acceso al crédito no es considerado una restricción seria para el crecimiento, los recursos propios son una fuente fundamental de financiamiento sobre todo para las MyPEs.

Dentro de las empresas de menor tamaño que perciben dificultades en el acceso al financiamiento y al igual que lo que sucede en los otros países analizados, la falta de garantías se constituye como el principal obstáculo para obtener un crédito. En lo vinculado al funcionamiento diario de la compañía, el crédito de proveedores no es ampliamente utilizado por las MyPEs, aunque adquiere relevancia para las empresas medianas y grandes. El aporte de los dueños o venta de acciones, podría considerarse

---

relativamente importante en las firmas de mediano tamaño, pero para las MyPEs y grandes empresas la contribución es reducida.

En lo vinculado al destino de los créditos obtenidos, los mismos se utilizaron en casi un 70% para financiar exclusivamente capital de trabajo. Sólo un 10% se orientó únicamente a la inversión en activos fijos, mientras un 23% de las compañías financiaron un mix de ambos. Finalmente, en lo que refiere al financiamiento en el mercado de capitales, en el año 2013 se creó el Mercado Alternativo de Valores (MAV) con el fin de facilitar el acceso de las PyMEs, brindándoles la oportunidad de disponer de recursos para apalancar su crecimiento (Ninahuanca, 2016).

## **8. EL CASO DE MÉXICO**

Los Estados Unidos Mexicanos forman el tercer país más grande América Latina, tanto en extensión como en población, convirtiéndolo en la segunda Economía Latina y el undécimo país más poblado del mundo.

Desde la crisis del 2008/2009, México se encuentra en permanente desaceleración. Según el Banco Mundial, el desafiante entorno externo de modesto crecimiento global y estancamiento del comercio, sumado al aumento gradual de los precios del petróleo y la disminución de los flujos de capital provocaron que el crecimiento económico para 2016 fuera del 2,3%, cuando en 2015 había alcanzado el 2,6%.

En 2016 la Encuesta Nacional sobre Productividad y Competitividad de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (ENAPROCE), realizada en 2014, arrojó como resultado que las MiPyMEs generan 72% del empleo y 52% del PIB del país. Su principal actividad es el comercio con un 56.5% y un 48% del personal ocupado.

Uno característica de los mercados incipientes, y por supuesto México no es la excepción, es la informalidad en la organización de este tipo de empresas. Según datos del Banco Mundial el 46% de las empresas pequeñas es unipersonal, y que sólo el 29% de las empresas pequeñas cuenta con Estados Financieros aprobados por un contador externo.

Según los datos publicados la ENAPROCE el entre el 60% y el 70% de las PyMES no cuenta con acceso al financiamiento. De las empresas que cuentan con financiamiento más del 50% del total opta por el sistema financiero formal, siendo el principal destino de los fondos el Capital de Trabajo.

La razón más relevante de por las que estas empresas no pueden acceder al financiamiento, es la falta de garantía o aval. Más del 25% del total de empresas no

---

cuenta con las garantías necesarias para obtener fondos. En la “Enterprise Survey” realizada por el Banco Mundial, (2010), se detectó que más del 60% de los préstamos a empresas requiere de colateral, garantía o aval. En el caso de las microempresas el valor del colateral, puede ser hasta un 243% del valor del préstamo. Esto es lo que crea la mayor restricción de acceso al financiamiento en las MiPyMEs.

El problema de falta de garantías es un recurrente en todos los países. Particularmente en México se han impulsado desde el Estado distintas organizaciones que promueven el otorgamiento de financiamiento y garantías a las empresas, como es el caso de NAFIN y su adhesión al FUNDES.

## **9. ANÁLISIS COMPARADO CON ARGENTINA**

Los gobiernos latinoamericanos han captado la dimensión del problema del acceso a los recursos financieros de las PyMEs y han desarrollado numerosos programas, instrumentos y propuestas de políticas para intentar enmendar, al menos parcialmente, la falla en la asignación que genera el mercado (Ferraro y Goldstein, 2011). Si bien el interés por las dificultades de las PyMEs en el acceso al financiamiento es un denominador común en los países de la región, existen marcadas diferencias en la forma concreta que adoptan las instituciones, programas y políticas pues las mismas responden a las características de cada uno. Sin perjuicio de ello, existen además diferencias de grado de desarrollo. Los casos Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay constituyen, por sus diferencias económicas, políticas e idiosincráticas, una muestra adecuada para observar y comparar las particularidades del problema de las PyMEs para acceder a los recursos financieros y sus intentos de atenuarlo o resolverlo. En esta sección se resumen las distintas características para cada mercado incluyendo además la comparación con Argentina.

La tabla 1 muestra importantes diferencias en lo que cada país considera como micro, pequeña y mediana empresa (MiPyME) según el criterio de personal ocupado en términos generales. Si cada categoría se analiza por separado, se verifica que la definición de micro empresa es la relativamente más homogénea en los países bajo estudio. México y Chile podrían verse como los más similares en este aspecto. En Perú, no se toma el personal ocupado como criterio para categorizar a las empresas como MiPyME (similar a lo que ocurre en Argentina).

---

Tipo de empresa	Uruguay	Chile	Brasil	Bolivia	Perú	México	Argentina
Micro	Hasta 4	Hasta 9	Industria: hasta 19  Servicios: hasta 9	MDPyEP: hasta 9  Servicios (BBV): 1 a 5  Industria (BBV): 1 a 10	El criterio fue eliminado por Ley 30.056	Hasta 10	No se considera como criterio para definir a las MiPymes
Pequeña	5 a 19	10 a 49	Industria: 20 a 99  Servicios: 10 a 49	MDPyEP: 10 a 19  Servicios (BBV): 6 a 20  Industria (BBV): 11 a 30		Comercio: 11 a 30  Servicios: 11 a 50  Industria: 11 a 50	
Mediana	20 a 29	50 a 199	Industria: 100 a 499  Servicios: 50 a 99	MDPyEP: 20 a 49  Servicios (BBV): 21 a 50  Industria (BBV): 31 a 100		Comercio: 31 a 100  Servicios: 51 a 100  Industria: 51 a 250	
Grande	100 o más	200 o más	Industria: 500 o más  Servicios: 100 o más	MDPyEP: > 50  Servicios (BBV): > 50  Industria (BBV): > 100		Comercio: >100  Servicios: >100  Industria: >250	

Tabla 1: Definición de MiPyME según Personal Ocupado. Fuente: elaboración propia.

En la tabla 2 se compara la definición de PyME según las ventas anuales medidas en dólares convertidas al tipo de cambio de fines del año 2016. Se observa que las

diferencias se amplían respecto del criterio de personal ocupado, incluso en la categoría de micro empresa la brecha entre los países es importante. Sólo en los casos de Bolivia, Perú y México existe cierta homogeneidad en lo que se considera micro empresa. Por esta razón, se debe tener presente la importante heterogeneidad en la definición de MiPyME al momento de analizar y comparar el desarrollo del mercado de capitales para MiPyMEs, los programas, instituciones y políticas en cada país debido a que la empresa objeto a la que está dirigida cada uno de ellos es diferente.

Tipo de empresa	Uruguay	Chile	Brasil	Bolivia	Perú	México	Argentina
Micro	Hasta 239.026	Hasta 94.756	Hasta 737.055	MDPyEP: hasta 187.948 Servicios (BBV): hasta 60.000 Industria (BBV): hasta 100.000	Hasta 176.497	Hasta 192.766	Agro: hasta 185.529 Ind. Y minería: hasta 649.351 Comercio: hasta 773.036 Servicios: hasta 216.450 Construcción: hasta 290.662
Pequeña	239.027 a 1.195.128	94.757 a 987.038	737.056 a 4.913.703	MDPyEP: 187.949 a 939.742 Servicios (BBV): 60.001 a 250.000 Industria (BBV): 100.001 a 350.000	176.498 a 2.000.298	192.767 a 4.819.161	Agro: 185.530 a 1.175.015 Ind. Y minería: 649.352 a 3.957.947 Comercio: 773.037 a 4.638.219 Servicios: 216.451 a 1.298.701 Construcción: 290.663 a 1.855.288
Mediana Tamaño 1	1.195.126 a 8.963.458	987.039 a 3.948.150	4.913.704 a 27.639.580	MDPyEP: 939.743 a 3.758.968 Servicios (BBV): 250.001 a	2.000.299 a 2.706.285	4.819.162 a 12.047.902	Agro: 1.175.016 a 8.967.223 Ind. Y minería:



				4.000.000			3.957.948 a 32.158.318
				Industria (BBV):350.001 a 5.000.000			Comercio: 4.638.220 a 38.961.039
							Servicios: 1.298.702 a 10.822.511
							Construcción: 1.855.289 a 14.842.301
Mediana	-	-	-	-	-	-	Agro: 8.967.224 a 14.223.871
Tamaño 2							Ind. Y minería: 32.158.319 a 47.000.618
							Comercio: 38.961.040 a 55.658.627
							Servicios: 10.822.512 a 15.460.730
							Construcción: 14.842.302 a 22.263.451
Grande	>8.963.458	>3.948.150	>27.639.580	MDPyEP: >3.758.968	>2.706.285	>12.047.902	Agro: >14.223.871
				Servicios (BBV): >4.000.000			Ind. Y minería: >47.000.618
				Industria (BBV): >5.000.000			Comercio: >55.658.627
							Servicios: >15.460.730
							Construcción: >22.263.451

Tabla 2: Definición de MiPyME según Ventas Anuales (Valores en USD convertidos al tipo de cambio del 30/12/16).

Fuente: elaboración propia.

Resulta interesante destacar la diferencia entre estos sectores respecto de Argentina, en donde las empresas del tipo mediana se dividen en dos categorías, Tamaño 1 y Tamaño 2. Además, en Argentina las empresas MiPyMEs se catalogan en sectores como agro, industria y minería, comercio, servicios y construcción. Es decir, el abanico de rubros de empresas es mayor que en resto de los países analizados.

La tabla 3 pone de manifiesto la importancia de las MiPyMEs en el tejido productivo de los países relevados. De hecho, en todos los casos el porcentaje de MiPyMEs supera el 85% de las empresas de cada nación, siendo particularmente importante la participación de las micro empresas. En lo que refiere al aporte a la economía, se puede observar que en todos los casos es más importante sobre el empleo que sobre el Producto Interno Bruto (PIB), lo que da cuenta de la baja productividad que alcanzan en términos generales. La principal actividad de las empresas de menor tamaño en los países analizados de Latinoamérica son los servicios y el comercio.

Tipo de empresa	Uruguay	Chile	Brasil	Bolivia	Perú	México	Argentina
Micro	85%	64%	90%	95%	95%	85%	85%
Pequeña	13%	18%	8%	5%	4%	12%	12%
Mediana	1%	3%	<1%		<1%	2%	2%
Participación sobre PIB	40%	15%	25%	25%	50%	44%	44%
Participación sobre Empleo	67%	80%	50%	83%	60%	64%	64%
Principal actividad	Servicios	Servicios	Comercio	Comercio	Comercio	Comercio	Servicios

Tabla 3: Participación de las empresas MiPyMES en cada país. Fuente: elaboración propia.

La tabla 4 se refiere a los aspectos vinculados al financiamiento de las empresas de menor tamaño. Respecto a las fuentes de financiamiento, se destaca la utilización de recursos propios, indicando que aún queda mucho por desarrollar para mejorar el acceso de las MiPyMEs al financiamiento externo. En términos de obstáculos, la falta de garantías, la informalidad y los costos aparecen como factores recurrentes que dan la pauta de hacia donde deberían enfocarse las soluciones y acciones para mejorar el acceso al crédito que en la mayoría de los casos se destina a capital de trabajo. Todos los países relevados se encuentran en sintonía con lo que ocurre en Argentina, en donde las mayores fuentes de financiamiento van de la mano de recursos propios, proveedores o préstamos del sistema bancario.

	Uruguay	Chile	Brasil	Bolivia	Perú	México	Argentina
<b>Fuente principal</b>	Recursos propios	Recursos propios Bancos Proveedores	Recursos propios Bancos Proveedores	Recursos propios Bancos	Recursos propios Bancos Proveedores	Recursos propios Bancos Proveedores	Recursos propios Bancos Proveedores
<b>Obstáculos</b>	Falta de garantías Informalidad Costos	Antecedentes empresa/propietario Informalidad Otros	Falta de garantías Informalidad Costos	Costo Plazos Falta de garantías	Falta de garantías Informalidad Requisitos de información	Costos Falta de garantías Historial crediticio	Costos Informalidad Requisitos de información y tiempos para cumplirlos
<b>Destinos</b>	Materia prima	Capital de trabajo	Capital de trabajo	Materia prima Mercaderías	Capital de trabajo	Capital de trabajo	Capital de trabajo Inversiones

Tabla 4: Financiamiento PyME, obstáculos y destino del financiamiento. Fuente: elaboración propia.

La tabla 5 abarca el punto más relevante de esta investigación referida al financiamiento en el mercado de capitales. En la tabla se resumen los principales rasgos del mercado de capitales de los diferentes países bajo estudio. Puede observarse que los inicios de todos ellos, excepto Bolivia, se remontan a mediados y fines del siglo XIX. Al momento de este estudio y en términos de volumen de operaciones, instrumentos y tecnología se destacan los mercados de Brasil, Perú y México. Sin embargo, cuando se analizan los participantes, todos los mercados son similares y en su mayoría encontramos las instituciones esperadas como son las bolsas, intermediarios, entes reguladores, market-makers y calificadoras de riesgo.

Adicionalmente, es de destacar que varias de las bolsas analizadas han establecido alianzas entre sí, dentro de las cuales resalta el Mercado Integrado Latinoamérica (MILA) entre las bolsas de Colombia, Chile, Perú y México y la Alianza BEC, MAE y BEVSA entre las bolsas de Chile, Argentina y Uruguay. La tabla 5 muestra a efectos comparativos y en la última columna la información correspondiente para Argentina.

	URUGUAY	CHILE	BRASIL	BOLIVIA	PERU	MÉXICO	ARGENTINA
<b>Hitos Históricos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 1867 - Sociedad Bolsa Montevidiana</li> <li>* 1993 - BEVSA</li> <li>* Ley 16.749 (1996) - Ley del Mercado de Valores y Obligaciones Negociables</li> <li>* 2004 - Denominación actual BVM</li> <li>* 2008 - Operatoria Electrónica SIBE</li> <li>* Ley 18.627 (2009) - Mercado de Valores Normas para su Regulación</li> <li>* 2016 - UFEF</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 1892 - Bolsa de Corredores de Valparaíso</li> <li>* 1893 - Bolsa de Comercio de Santiago</li> <li>* 1975 - Creación SBIF y Ley Orgánica Banco Central</li> <li>* 1985 - Comisión Calificadora de Riesgos</li> <li>* 1987 - Ley Mercado de Valores</li> <li>* 1989 - BEC</li> <li>* 2000 - Ley de OPAs y Ley RMKI</li> <li>* 2007 - Ley 20.190</li> <li>* 2010 - Ley 20.448</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 1890 - Bolsa Libre</li> <li>* 1970 - Creación Índice BOVESPA</li> <li>* '90 - Sistemas de trading electrónico y CBLC</li> <li>* 2000 - BOVESPA se integra con 8 Bolsas de Brasil</li> <li>* 2000 - Novo Mercado</li> <li>* 2001 - BOVESPA FIX</li> <li>* 2007 - Desmutualización y BOVESPA HOLDING</li> <li>* 2008 - BM&amp;FBOVESPA S.A. y BOVESPA MAIS</li> <li>* 2017 - B3 (BM&amp;FBOVESPA S.A. se une con CETIP)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 1979 - Se funda BBV</li> <li>* 1979 - Comisión Nacional de Valores</li> <li>* 1989 - Inicio operaciones bursátiles</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 1860 - Bolsa Comercio de Lima</li> <li>* 1989 - Bolsa Comercial de Lima</li> <li>* 1951 - Nueva Bolsa de Comercio de Lima</li> <li>* 1971 - BVL</li> <li>* 1996 - Ley Mercado de Valores (Decreto Ley 861)</li> <li>* 2003 - BVL se constituye como Soc. Anónima</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 1880 - Juntas mercantiles de fomento (Títulos Mineros)</li> <li>* 1933 - BVM</li> <li>* 1995 - Ley de la CNBV</li> <li>* 1995 - Sistema Electrónico BVM SENTRA</li> <li>* 2013 - Reforma financiera</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 1811 - Primeras Operaciones Bursátiles.</li> <li>* 1854 - Se funda la BCBA.</li> <li>* 1889 - El Código de Comercio incluye un capítulo "De las bolsas y mercados de comercio".</li> <li>* 1937 - Se crea la Comisión de Valores</li> <li>* 1968 - Se crea la actual CNV como entidad autárquica nacional de carácter técnico.</li> <li>* 1868 - Ley de Oferta Pública de Títulos Valores (17.811)</li> <li>* 2012 - Nueva Ley de Mercado de Capitales (26.831)</li> </ul>
<b>Principales Participantes</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* BVM</li> <li>* BEVSA</li> <li>* BCU (Ente regulador vía la SFF)</li> <li>* UFEF</li> <li>* Calificadoras de riesgo</li> <li>* Intermediarios de Valores</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Bolsa de Corredores de Valparaíso</li> <li>* Bolsa de Comercio de Santiago</li> <li>* BEC</li> <li>* SVS (Ente regulador)</li> <li>* SBIF (Ente regulador)</li> <li>* Banco Central</li> <li>* Market Maker</li> <li>* Calificadoras de riesgo</li> <li>* Intermediarios de Valores</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* B3 (BM&amp;FBOVESPA S.A. + CETIP)</li> <li>* CVM (Ente regulador)</li> <li>* BSM</li> <li>* BM&amp;FBOVESPA</li> <li>* Servicios de Pago y Depósitos S.A.</li> <li>* Market Maker</li> <li>* Calificadoras de riesgo</li> <li>* Intermediarios de Valores</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* BBV</li> <li>* ASFI (Ente regulador)</li> <li>* Entidades de depósitos de valores</li> <li>* Market Maker</li> <li>* Calificadoras de riesgo</li> <li>* Intermediarios de Valores</li> <li>* Inversionistas Institucionales</li> <li>* Sociedad de Titulización</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* BVL</li> <li>* BBB</li> <li>* Bolser SAC</li> <li>* SMV (Ente regulador)</li> <li>* DATATEC</li> <li>* CAVALI</li> <li>* Market Maker</li> <li>* Calificadoras de riesgo</li> <li>* Intermediarios de Valores</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* BVM</li> <li>* Indevala</li> <li>* RNV</li> <li>* CNBV (Ente regulador)</li> <li>* Valor de Mercado</li> <li>* Algorithmics Incorporated</li> <li>* Market Maker</li> <li>* Calificadoras de riesgo</li> <li>* Intermediarios de Valores</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* CNV</li> <li>* Emisoras</li> <li>* Bolsas</li> <li>* Mercados</li> <li>* Cámara compensadora</li> <li>* Agente de negociación</li> <li>* Agentes productores de agentes de negociación</li> <li>* Agentes de colocación y distribución</li> <li>* Agentes de corretaje</li> <li>* Agentes de liquidación y compensación</li> <li>* Agentes de administración de productos de inversión colectiva</li> <li>* Agentes de custodia de productos de inversión colectiva</li> <li>* Agentes de depósito colectivo</li> <li>* Agentes de calificación de riesgos</li> </ul>
<b>Mercado y Sistema de Negociación</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Rueda física a viva voz</li> <li>* Rueda Electrónica</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Rueda física a viva voz</li> <li>* Rueda Electrónica</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Rueda Electrónica</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Rueda física a viva voz</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Rueda física a viva voz</li> <li>* Rueda Electrónica</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Rueda Electrónica</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* Rueda física a viva voz</li> <li>* Rueda Electrónica (Es la que se utiliza en la práctica)</li> </ul>
<b>Alianzas</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 2017 - Alianza entre BEC, MAE y BEVSA.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 2011 - Alianza estratégica con NASDAQ</li> <li>* 2011 - MILA (Colombia, Chile, Perú y desde 2014 México)</li> <li>* 2017 - Alianza entre BEC, MAE y BEVSA.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 2010 - Alianza estratégica con CME Group</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>* 2011 - MILA (Colombia, Chile, Perú y desde 2014 México)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 2014 - MILA (Colombia, Chile, Perú y México)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 2017 - Alianza entre BEC, MAE y BEVSA.</li> </ul>

Tabla 5: Resumen de participantes y formas de negociación en los mercados de capitales. Fuente: elaboración propia.

En la tabla 6 se observa que todos los países bajo estudio cuentan con un segmento, plataforma o mercado simplificado para incentivar el acceso de las empresas de menor tamaño al mercado de capitales como fuente de financiamiento. La única excepción la constituye Uruguay que aún no cuenta con un segmento PyME pero que se encuentra trabajando en ello. Es de resaltar el caso de Bolivia, que aun siendo un mercado joven cuenta con una plataforma PyME ampliamente desarrollada, al punto que existe la figura del "Estructurador PyME". Sin embargo, en todos los países las empresas que sean incluidas en el segmento especial podrán emitir instrumentos especiales y disfrutar de facilidades y requisitos informativos simplificados.

	URUGUAY	CHILE	BRASIL	BOLIVIA	PERU	MÉXICO	ARGENTINA
<b>Mercado / Segmento PyME</b>	No cuenta con un segmento PyME. En 2016 el BCU presentó un proyecto para simplificar la oferta pública para PyMEs.	Mercado de Empresas Emergentes	BOVESPA MAIS	Plataforma PyME	Mercado Alternativo de Valores	Segmento PyME	Segmento PyME
<b>Requisitos / Facilidades</b>	En el proyecto se propone: * No exigir Comité de Auditoría y Vigilancia. * Estados contables anuales. * El BCU elevará el tope de capital que obliga a las empresas a que más del 50% de su directorio u órganos de administración sean no ejecutivos para poder emitir. Se espera que las PyMEs queden exentas de dicho porcentaje. * Modelos estándar para agilizar la autorización de la emisión.	* Contactar un Sponsor. * Inscripción en el Mercado de Empresas Emergentes. * Inscripción en el Registro de Valores de la SVS. * Elaboración de Contratos con Market Maker y Sponsor. * Inscripción en Bolsa * Colocación de las acciones a través de un Agente Colocador ( el Market Maker o Sponsor).	* Acceso gradual al mercado. * Prácticas de gobierno corporativo adicionales. * Capital conformado por acciones ordinarias con derecho a voto. * Consejo de Adm. con mínimo de 3 miembros. * Calendario anual de eventos corporativos. * Programas de apoyo * Exenciones impositivas y de los costos de listado. * Divulgación electrónica de estados financieros, decisiones del Consejo de Adm. y hechos relevantes. * Fondos cerrados específicos para la inversión en PyMEs, financiados hasta un 30% por el BNDES. * El BNDES financia hasta 20% de las ofertas del BOVESPA MAIS. * Régimen de oferta restringida a un máx de 75 inversionistas (Con máx de 50 calificados).	* Cumplir con la definición de PyME de acuerdo a la metodología de la BBV. * Tener autorizado un margen de endeudamiento o monto global, que podrá obtener en etapas a través de varias emisiones de pagarés, de hasta cuatro veces el EBITDA de la empresa . * Mantener el ratio EBITDA/Gastos Financieros en un valor superior a 1,2.	* Tener domicilio en Perú. * Ingresos anuales promedio en los últimos 3 años inferiores a 350 millones de soles o su equivalente en USD. * No deben tener valores listados en la BVL o en bolsas extranjeras. * No deben estar obligadas a listar. * Reducción del 50% de las tarifas cobradas por la BVL, SMV y CAVALI. * Prospectos y contratos estándar disponibles en el portal de la SMV. * Información financiera auditada y memoria anual del último ejercicio. * Exigencia de principios de Buen Gobierno Corporativo a partir del tercer año. * Un informe de calificadora de riesgo. * Presentación semestral de estados contables y financieros según NIIF. * Régimen sancionatorio especial.	* La información que se les requiere a las PyMEs dependen del tipo de instrumento que desean emitir. En general, para la inscripción y aprobación de Oferta Pública se debe contar con: * Poder del representante de la emisora. * Escritura constitutiva de la emisora y modificaciones a sus estatutos sociales. * Autorización corporativa en el que se acuerde la emisión de los valores. * Proyecto del título de los valores a ser inscritos. * Estados Financieros Dictaminados por el Auditor Externo de la empresa. * Dictamen sobre la calidad crediticia de la emisión (sólo deuda).	* No están obligadas a constituir un órgano colegiado de fiscalización ni Comité de Auditoría para la emisión de acciones o valores de deuda dentro del régimen especial. * Excción de arancel de autorización y tasa de fiscalización por control societario. * Los valores PyME únicamente pueden ser adquiridos por los "inversores calificados". * Presentación anual de los Estados Contables con dictamen de contador independiente y trimestral de "un estado de movimiento de fondos y un estado de situación patrimonial".
<b>Instrumentos / Figuras Especiales</b>		* Acciones	* Acciones	* Técnicamente una PyME puede emitir cualquier tipo de valor. Sin embargo, la normativa vigente sólo permite la negociación de pagarés a través de la Mesa de Negociación PyME.	* Acciones * Bonos * Instrumentos deuda de corto plazo.	* Instrumentos de deuda de corto plazo. * Instrumentos de deuda de largo plazo (Bursatilización) * CKDes * Sociedad Anónima Promotora de Inversión Bursátil (SAPIB) * Sociedad Anónima Bursátil (SAB) En orden de menor a mayor requisitos de información	* Acciones * ON Simple * Pagarés o Valores de Corto Plazo * Cheque de pago diferido avalados * Fideicomiso Financiero (Régimen General)
<b>Otros</b>	Se evalúa compensar las menores exigencias a las emisoras PyMEs con una mayor calificación de los inversores.	Bolsa de Productos y Bolsa MiPyME		Existe la figura de "Estructurador PyME", cuya contratación es opcional para la PyME		* Programa "Mercado de Deuda para Empresas" * Programa "Garantías Bursátiles"	

Tabla 6: Mercados de capitales y segmento PyME. Fuente: elaboración propia.

Por último, en la tabla 7 se incluyen las principales instituciones y políticas públicas orientadas a brindar apoyo a las empresas de menor tamaño sobre todo en lo vinculado al acceso al financiamiento. Además, puede observarse que en todos los países ya se está trabajando en la búsqueda de una solución para el obstáculo que representa la falta de garantías en el acceso al crédito, a través de Sociedades de Garantía Recíproca (SGR).

	URUGUAY	CHILE	BRASIL	BOLIVIA	PERÚ	MÉXICO	ARGENTINA
<b>Instituciones</b>	* DINAPYME * Fundasol * ANMYPE * Red PROPYME	* CORFO * Banco Chile - PYME * FOGAPE * EMT * ASECH	* BNDES * SEBRAE	* CONAPYME * Viceministerio de la MyPE * Pro-Bolivia * Promueve Bolivia * BDP	* COFIDE * CODEPYME * FOGAPI * COPAME	* Instituto PyME * FUNDES * ProMéxico * NAFIN * CONCAMIN	* SEPYME * Agencia de Desarrollo Productivo
<b>Políticas Públicas</b>	* SIGA * PIADE * FONDES * Subsidio de tasas de interés	* Garantías CORFO * Créditos CORFO * Mercado del Bicentenario	* FAMPE * SGC * PNPMPO * Funproger	* FONDO DE GARANTÍA * FONDO EMPRENDER * PROGRAMAS BANCO UNION * SICOES	* Banco de Crédito de Perú * Programa Horizonte * Innóvate Perú * PyME Peruana al Mundo	* FONDO PYME * Pronafin * México Emprende * FONAES	* FONAPYME * Préstamos con tasas bonificadas * Fondo Semilla
<b>SGR</b>	* Sociedades Anónimas * Objeto social exclusivo * Dependen del MIEM * Origen: año 2000	* S.A. cerradas o abiertas * Objeto social exclusivo * Beneficios impositivos * Dependen del SVS * Origen: año 2007	* FAMPE y SGC * SEBRAE * Origen: 1995	* En proceso de regulación por la BBV * Existen distintos fondos	* Sociedades Anónimas * Objeto social exclusivo * Dependen del SBS * Origen: año 2012	* Sistema Nacional de Garantías * Secretaría Ecomía * Origen: 2001	* Objeto social exclusivo * Beneficios tributarios para socios protectores * Origen: 1995

Tabla 7: Instituciones y políticas públicas de soporte y fomento a MiPyMES. Fuente: elaboración propia.

## **10. CONSIDERACIONES FINALES**

Los resultados obtenidos muestran importantes diferencias respecto de lo que cada país clasifica y cataloga como MiPyME, tanto por el criterio de personal ocupado como en términos de ventas e ingresos anuales. Sin embargo, en todos los países bajo estudio se verifica la importancia de las MiPyMEs en el tejido productivo, en particular de las micro empresas. En lo que refiere al aporte a la economía, se puede observar que en todos los casos es más importante el efecto sobre el empleo que sobre el PIB. La principal actividad de las empresas de menor tamaño en los países analizados de Latinoamérica son los servicios y el comercio.

Considerando las fuentes de financiamiento, se destaca la utilización de recursos propios, indicando que aún queda mucho por desarrollar para mejorar el acceso de las MiPyMEs al financiamiento externo. En términos de obstáculos, la falta de garantías, la informalidad y los costos aparecen como factores recurrentes que dan la pauta de hacia donde deberían enfocarse las políticas y programas para mejorar el acceso al crédito que en la mayoría de los casos se destina a capital de trabajo.

Finalmente, en lo vinculado al financiamiento a través del mercado de capitales, todos los países bajo estudio cuentan con un segmento, plataforma o mercado simplificado para incentivar el acceso de las empresas de menor tamaño al mercado de capitales como fuente de financiamiento. La única excepción la constituye Uruguay, que aún no cuenta con un segmento PyME y sorprendentemente tiene una participación del 40% de este tipo de empresas sobre el PIB. No obstante, este país se encuentra en desarrollo de un mercado propio para este segmento. En todos los países, las empresas incluidas en el segmento especial podrán emitir instrumentos especiales y disfrutar de facilidades y requisitos informativos simplificados.

## **BIBLIOGRAFÍA**

ARELLANO P., CARRASCO C., Unidad de Estudios del Ministerio de Economía, Fomento y Turismo. (2014) "Las empresas en Chile por tamaño y sector económico desde el 2005 a la fecha".

BANCO DE MÉXICO. (2016). Indicadores básicos de créditos a las pequeñas y medianas empresas.

BANCO MUNDIAL. (2010). Enterprise Survey. Obtenido de <http://www.enterprisesurveys.org>

---

Centro de Estudios de las Finanzas Públicas. Palacio Legislativo de San Lázaro.  
El Mercado de Valores en México. (2009).

Centro de Estudios de las Finanzas Públicas. Legislatura. Cámara de diputados.  
(2009). El Mercado de Valores en México.

CME GROUP. (2013). Prnewswire.com. Recuperado el 16 de Marzo de 2017, de  
PUMA Trading System. BM&FBOVESPA celebrates a month of BOVESPA  
segment transactions at the new platform.

Comisión Nacional Bancaria y de Valores. (2009) Encuesta Nacional de  
Competitividad, Fuentes de Financiamiento y Uso de Servicios Financieros de  
las Empresas. Dirección General de Estudios Económicos de la Comisión  
Nacional Bancaria y de Valores. Dirección General de Acceso a Servicios  
Financieros. Representación en México del BID.

CORFO. (2015). "Informe Final Programas de Garantías Estatales".

DE MATOS, F. (2014). A Política e a Atividade de Microcrédito como Instrumentos de  
Geração de Trabalho e Renda e Inclusão Produtiva. Projeto de Pesquisa -  
Microcrédito Produtivo Orientado. Inovações de Tecnologia Social e  
Aperfeiçoamento de Política.

DINAPYME. (2013). Encuesta Nacional de MIPyME. Resumen Ejecutivo.

División de Estudios de Ministerio de Economía, Fomento y Turismo, División de  
Política Comercial e Industrial. (2014). "Antecedentes para la revisión de los  
criterios de clasificación del Estatuto PyME".

FERRARO, C. y GOLDSTEIN, E. (2011). "Políticas de acceso al financiamiento para  
las pequeñas y medianas empresas en América Latina". CEPAL. Santiago de  
Chile.

FERRARO, C. y STUMPO, G. (Comp) (2010) "Políticas de apoyo a las PyME en  
América Latina. Entre avances innovadores y desafíos institucionales" CEPAL.  
Santiago de Chile.

FERRARO, C; GOLDSTEIN, E; ZULETA, L; GARRIDO C. (2010) "Eliminando  
barreras. El financiamiento a las PyME en América Latina". CEPAL. Santiago de  
Chile.

FMI. (Enero de 2017). World Economic Outlook (WEO).

---

FORLAC. (2014). Políticas para la formalización de las micro y pequeñas empresas en Brasil. Organización Internacional del Trabajo, Programa de Promoción de la Formalización en América Latina y el Caribe.

Instituto Nacional de Estadística y Geografía, INEGI. (2009). Micro, pequeña, mediana y gran empresa. Censos Económicos. Aguascalientes México.

NÚÑEZ G., ONETO A. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (2014) “La gobernanza corporativa y la emisión de deuda corporativa en Chile y el Perú. El papel de los inversionistas institucionales, las agencias calificadoras de riesgo y la banca de inversión”.

ORTIZ MAMANI, E. (c.2013). El mercado de capitales en Perú.

Perú PyMEs. (2008). Alcances de la ley de micro y pequeña empresa.

Unidad de Estudios del Ministerio de Economía, Fomento y Turismo. (2015). “Informe de resultados. Empresas chilenas. Tercera Encuesta Longitudinal de Empresas”.

Uruguay XXI. (2014). Sistema Financiero. Promoción de inversiones y exportaciones.

VALENZUELA R. (2008). El financiamiento de las PyMEs en México. La experiencia reciente.

---