

Trabajo Final de Graduación

Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2017

Alumno: Alan Chari

Pymes en el Mercado de capitales, ¿una alternativa de financiamiento viable?

ABSTRACT

El financiamiento es un instrumento esencial para el buen desempeño operativo y el crecimiento de una empresa. La reforma de la regulación bancaria originada por la reciente crisis bursátil significó un cambio en los requerimientos de capital y liquidez, afectando gravemente la fuente tradicional de financiamiento de las pequeñas y medianas empresas: el crédito bancario. Dada la importancia de las pymes en términos de contribución económica y empleo, varios actores exigen fomentar fuentes de financiamiento alternativas. Así, emerge una oportunidad histórica para el desarrollo de los paneles de negociación pymes en el mercado de capitales. Pero este mercado ¿es capaz de asumir airoosamente el rol de convertirse en un vehículo de financiamiento viable?

GLOSARIO

Broker: Agente de Bolsa

Corea: Corea del Sur.

Exchange: Bolsa de valores o Mercado de Capitales

Fee: Comisión

GP: Gobernanza Corporativa

IFC: Corporación Financiera Internacional

IOSCO: International Organization of Securities Commission

IPO: Oferta Pública Inicial de títulos en el mercado de capitales.

Market-Maker: creador de liquidez en el mercado

Market Cap.: Capitalización Bursátil

Mercado de capitales pyme: segmento o panel de negociación de títulos emitidos por empresas pymes en un mercado de capitales.

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (siglas en ingles)

ON: Obligación Negociable

Operador: Entidad cuyo objeto es operar un mercado de capitales

Pyme: Pequeña y Mediana Empresa

SEC: Security Exchange Commission (EEUU)

WFE: World Federation of Exchange

World Bank: Banco Mundial

I. MARCO TEÓRICO. MERCADOS IMPERFECTOS.....	7
MERCADO DE CRÉDITO. TEORIA DE RACIONAMIENTO DE CRÉDITO. STIGLITZ Y WEISS.....	8
RACIONAMIENTO DE CRÉDITO EN PYMES. ESTADO DE LA LITETARURA.	15
II. EL MERCADO DE CAPITALES PYMES. UNA PRIMERA RADIOGRAFIA	18
BENEFICIOS DE UN MERCADO DE CAPITALES PARA PYMES	18
ESTRUCTURA DEL MERCADO DE CAPITALES PYMES.....	22
BREVE RADIOGRAFIA DE LOS MERCADOS PYMES.	27
III. METODOLOGÍA DE ANÁLISIS.....	30
IV. SITUACIÓN PROBLEMÁTICA. LAS BARRERAS DE ACCESO AL FINANCIAMIENTO PYMES	33
INTERES GLOBAL POR LAS PYMES. IMPORTANCIA DE LAS PYMES EN LA ECONOMÍA.	34
NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES (LIFE CYCLE).....	39
FUENTES DE FINANCIAMIENTO PYME. PREPONDERANCIA AL CRÉDITO BANCARIO. <i>EL RIESGO DE “DEPENDENCIA/CONCENTRACIÓN”</i>	42
BARRERAS DE ACCESO AL FINANCIAMIENTO. EVIDENCIAS.....	43
CONTEXTO QUE ACENTÚA PROBLEMA DE ACCESO AL FINANCIAMIENTO. EFECTOS DE UNA ALTA DEPENDENCIA BANCARIA.....	47
V. MERCADO DE CAPITALES PYMES. ANALISIS DE VIABILIDAD.....	49
ELEMENTOS PARA MEDIR LA VIABILIDAD. ATRIBUTOS DE UN MERCADO DE CAPITALES EFICIENTE.....	51
ANÁLISIS DE VIABILIDAD (INCENTIVOS) EN EL MERCADO DE CAPITALES PYMES.....	54
EMISORES. El conflicto de la Regulación equilibrada.	55
INTERMEDIARIOS. Economía de Escala & Riesgos de prestigio y credibilidad.....	63
INVERSORES. Tipo de inversor y los beneficios del operador.....	68
RESUMEN. Factores desestimulantes al ecosistema del mercado de capitales pymes.....	73
INDICADORES OPERATIVOS. ANALISIS COMPLEMENTARIO DE VIABILIDAD.....	74
<i>CASOS DESTACADOS</i>	74
<i>VIABILIDAD. ANÁLISIS DE INDICADORES COMPARATIVO CON EL PANEL PRINCIPAL.</i>	80
VI. EXPERIENCIAS INTERNACIONALES. LECCIONES PARA ESTIMULAR LOS INCENTIVOS DE UN MERCADO DE CAPITALES PYME.....	83
INICIATIVAS INTERNACIONALES.....	84
VII. CONCLUSIÓN Y RECOMENDACIONES.....	102
RECOMENDACIÓN PARA LA CONSTRUCCIÓN DE UN MERCADO DE CAPITALES PYMES	104

INTRODUCCIÓN

El crédito es un eslabón determinante a lo largo del proceso económico de producción, intercambio y consumo. Toda empresa requiere de fuentes de financiamiento para hacer frente a sus necesidades operativas (capital de trabajo) y fundamentalmente para iniciar proyectos de inversión que le permitan crecer en su negocio. La falta de financiamiento, por el contrario, es un obstáculo crítico para el buen desenvolvimiento operativo, capaz de traducirse en pérdida de oportunidades de negocio y hasta la supervivencia misma de la empresa. Esto se agrava cuando los fondos son necesarios para acompañar y sostener el ciclo de crecimiento de la empresa, como sucede a las Pequeñas y Medianas empresas (en adelante pymes).

En efecto, en los últimos años, tanto organismos multilaterales, entidades públicas como el propio sector privado, incrementaron su preocupación por las barreras al acceso de financiamiento manifestadas por las pymes. Estos actores, reconocen que el mercado del crédito se ve afectado por problemas de información asimétrica entre tomadores y colocadores de fondos, lo que afecta con mayor gravedad a empresas de menor tamaño o con menor historia operativa (una pyme). A esto debe sumarse la baja proporción de fuentes alternativas de financiamiento interesadas en estas empresas (por fuera del esquema bancario), lo cual desemboca en una fuerte concentración y dependencia al crédito bancario. En rigor, este escenario estalla a partir de la crisis financiera en el año 2008 cuando su principal fuente de crédito – los bancos comerciales – se vio obligada a acotar sus carteras de activos más riesgosos producto de tener que cumplir con normas de solvencia regulatoria más rigurosas que se impusieron desde entonces. Conforme indica la OCDE: “*The Crisis has had detrimental consequences for borrowers and lenders; SMEs were most affected.*”¹ Similarmente, en palabras de IOSCO “*the SME financing challenge has been exacerbated following the introduction of significant introduction regulatory reforms in the aftermath of the global financial crisis, heightening banks’ risk aversion when extending loans*”.²

Por tal motivo, este escenario ha estimulado el apoyo de varios organismos de alcance global para desarrollar vehículos de financiamiento alternativos que se ajusten al entorno operacional de las pymes. En tal sentido **ha emergido una oportunidad histórica para el segmento de negociación pyme del mercado de capitales**. En rigor, “*while much of the focus, appropriately, is on enhancing lending to SMEs, there is growing emphasis on the*

¹ Gert Wehinger, OCDE, “SMEs and the credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature”, 2014.

² The Growth and Emerging Market Committee of the International Organization of Securities Commission (IOSCO), “SME through Capital Market”, 2015, p.1.

*need to diversify the range of financing options that are available to SMEs, and consequently the **potential role of capital market in SME Financing***".³

Así, este trabajo se nutre del problema del racionamiento de crédito a las pymes como sostén para examinar la capacidad de que un panel de negociación pyme (en un mercado de capitales) se transforme en una alternativa viable de financiamiento. En consecuencia, la investigación se propone dilucidar primero si acaso las pymes requieren una fuente de financiamiento alternativo y luego si el mercado de capitales es un vehículo capaz de satisfacer viablemente esta demanda de financiamiento alternativo. El recorrido para abordar este interrogante permitirá ir de a poco adicionando ladrillos a la comprensión de qué define el buen funcionamiento del mercado de capitales, y con esto ir configurando una respuesta solida capacidad de reacción, y su viabilidad, de un segmento de negociación pyme.

En particular, en los últimos años varias jurisdicciones desarrollaron plataformas de negociación exclusivas para títulos emitidos por pequeñas y medianas empresas. Como referencia de la magnitud que ha cobrado este asunto, en 2011 Estado Unidos crea la *US IPO Task force* (Estados Unidos) con el fin de: "*indentify why so-called emerging growth companies were not accessing public markets*".⁴ Similarmente, años más tarde, en Europa se establece la *European IPO task force* en pos de: "*identifies the need to bolster capital market in the EU to provide alternative source of financing for (amongst others) SMEs*".⁵

Sin embargo, si bien estas y otras iniciativas han sido sumamente auspiciosas, en la actualidad no existe un consenso sobre el grado de efectividad que tiene este tipo de vehículos a la hora de atraer de manera genuina emisores, intermediarios e inversores. "*Stock exchanges play an important role in the financing ecosystem though markets in different jurisdictions have had variable levels of success in developing a viable market for SME funding*".⁶ Lo principal a tener presente es que el mercado de capitales es un ecosistema, y como tal, cada engranaje tiene cualidades y funciones específicas y todas dependen y contribuyen al buen funcionamiento general del sistema. El objetivo propuesto es que el mercado de capitales acompañe de manera eficiente el ciclo de vida financiera de las pymes. ¿Que impide el éxito de un segmento de negociación pyme?

En la sección I se desarrolla un marco teórico de la problemática de racionamiento de crédito y se examina las principales conclusiones de la literatura académica focalizada en las barreras al financiamiento de las pymes. Luego en la sección II se presenta, a modo

³ World Federation of Exchanges (WFE a), "SME Financing and Equity Markets", 2016, p.2.

⁴ Ver https://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/rebuilding_the_ipo_on-ramp.pdf p.1

⁵ Ver http://www.fese.eu/images/documents/speeches-reports/2015/Final_report_IPO_Task_Force_20150323.pdf

⁶ World Federation of Exchange (WFE b) (with input from the World Bank Group's Finance Market Global Practice), "Report on SME exchanges", 2016, p.4.

introdutorio, una radiografía del estado actual del mercado de capitales pymes y ciertas características generales de este mercado. En la Sección III se exhibe la metodología de análisis que guiará este trabajo. A continuación se desarrolla la situación problemática referida a las barreras de acceso al financiamiento de las pymes y la necesidad de que emerjan alternativas que den solución financiera a estas empresas. En la Sección V se encara el análisis de viabilidad de este mercado y en la sección siguiente se presentarán experiencias internacionales de aquellas jurisdicciones con iniciativas referenciales. Por último, la sección VII plasmará las conclusiones de este trabajo y brindará a modo tentativo recomendaciones a tener en cuanto a la hora de desarrollar un mercado de capitales pymes.

I. MARCO TEÓRICO. MERCADOS IMPERFECTOS.

Los mercados representan el intercambio de bienes y servicios en la economía. En él interactúan demandantes, quienes desean satisfacer necesidades de consumo e inversión a precios, calidad y variedad adecuada, y oferentes, quienes desean vender su producto a un precio tal que le permita recuperar los costos y el riesgo asumido. En condiciones de competencia perfecta, el mercado opera de manera eficiente en el sentido de que los precios se determinan libremente por medio de la interacción entre la oferta y la demanda, hasta que el mercado se vacía (la oferta iguala la demanda) en un equilibrio óptimo.⁷ Sin embargo, cuando en el mercado se incumplen las premisas de la competencia perfecta se malogra la capacidad de regulación del sistema de precios y, en consecuencia las cantidades y/o los términos de intercambio no se ejecutan de manera eficiente (hay fallas de mercado): el sistema de precios opera en un **mercado imperfecto**.

Este tipo de mercados puede emerger cuando ocurren fallas tales como: (a) ausencia de mercado (situación en la que el mercado no incluye el precio de efectos externos – externalidades- o directamente no existe un mercado para ese bien, por ejemplo la seguridad, el aire, etc), (b) competencia imperfecta (posición dominantes, colusión o barreras a la entrada discriminan los participantes), (c) resoluciones de mercado no deseadas (cuando la producción del bien pone en juego un *trade off* entre eficiencia económica y justicia social) y (d) mercados inestables (ineficiencias dinámicas en el tiempo hasta que el mercado corrige).

Las fallas de mercado están asociadas al incumplimiento de las premisas de competencia perfecta desarrolladas por la economía clásica. Este tipo de situaciones permiten demostrar cómo, en la realidad, **el mercado puede alcanzar posiciones de equilibrio que no se condicen con el punto de eficiencia (óptimo)** definido teóricamente. De ahí, que las fallas de mercado son útiles a la hora de argumentar la necesidad de introducir figuras externas al mercado, como por ejemplo una entidad reguladora, con el fin de que intervenga y corrija

⁷ Este punto es óptimo porque según la teoría económica no existe otra asignación de recursos capaz de mejorar el bienestar social de los productores y los demandantes. Esto se conoce como el óptimo de Pareto.

ad-hoc la eficiencia del mismo. Básicamente, los desarrollos teóricos relativos a las **imperfecciones del mercado** son elaborados por las escuelas de pensamiento económico heterodoxas como los *neokeynesianos* o los *postkeynesianos*.

Un caso puntual de imperfección, de interés en este trabajo, es la presencia de **información asimétrica** entre los agentes que operan del lado de la demanda y los agentes que operan del lado de la oferta del mercado crediticio (a diferencia del postulado clásico de información perfecta). En base a esto, se fundamenta la existencia de ***racionamiento de crédito en el mercado como una situación de equilibrio no eficiente, tal como sostienen y demuestran Stiglitz y Weiss (1981).***

MERCADO DE CRÉDITO. TEORIA DE RACIONAMIENTO DE CRÉDITO. Stiglitz y Weiss

La teoría clásica del mercado crediticio presupone un entorno de competencia perfecta. La demanda de crédito - consumidores y empresas que requieren acceder en tiempo y forma a sus actividades productivas y/o de consumo - y la oferta- los bancos comerciales y otras instituciones – coinciden en un punto de equilibrio óptimo. Según la escuela clásica, toda discrepancia es temporal y su corrección se da automáticamente por medio de un ajuste de la tasa de interés hasta vaciar las necesidades de sus participantes: en un contexto de exceso de demanda de crédito (oferta), la tasa de interés aumentará (disminuirá) – es decir, el costo de financiamiento se encarecerá (abaratara) -, lo que desestimulará la demanda (oferta), y en consecuencia el mercado retomará su situación equilibrio óptimo. De manera general, todo solicitante con un proyecto que genera un valor presente neto positivo debiera poder conseguir fondos.

No obstante existen suficientes evidencias empíricas, así como varios desarrollos teóricos que sostienen y demuestran **la presencia permanente de exceso de demanda** en este mercado. Esto ha llevado a varios economistas a rechazar el postulado de que la tasa de interés tiene la capacidad de vaciar las necesidades de sus participantes - y de reconducir el mercado hacia un punto de equilibrio óptimo – y en su lugar a afirmar que este mercado presenta ciertas características que inducen a los oferentes (bancos) a recortar regularmente los créditos, incluso a tasas de interés más alta, lo que se conoce como: **racionamiento de crédito**.⁸

En este sentido, el racionamiento de crédito se define como una situación de mercado en la cual (i) se presenta una demanda de créditos insatisfecha, (ii) dispuesta a pagar la tasa de interés de mercado y (iii) los oferentes de créditos prefieren recortar los mismos en vez de aumentar la tasa de interés.⁹ En definitiva esta idea derriba la lógica *walrasiana*¹⁰ referida a

⁸ Adolfo Figueroa (2011), “La desigualdad del ingreso y los mercados de crédito”. CEPAL

⁹ O se dispone una tasa de crédito por encima del valor de equilibrio (encarecimiento del crédito).

que la tasa de interés (o los precios) es el regulador capaz de corregir las ineficiencias. Pero **¿Cómo se concibe, desde un punto de vista racional y económico que, a tasas de interés más alta, el oferente de créditos disminuya la oferta?**

Una **respuesta** a la problemática del racionamiento de crédito fue debidamente desarrollada por los economistas **Stiglitz y Weiss (1981)**.¹¹ Estos autores evalúan el funcionamiento del mercado de créditos bancario y **desarrollan un marco teórico para explicar** cómo es factible que **en simultáneo** el mercado se encuentre en un **punto de equilibrio** y que los **agentes se comportan de manera “racional”** – término entendido desde el punto de vista económico- **pero exista** un escenario permanente de **racionamiento de crédito**.

Para alcanzar tales conclusiones, Stiglitz y Weiss (1981) utilizan el marco conceptual planteado por el economista Akerloff,¹² quien años atrás había introducido el problema de la dificultad de distinguir entre buenos y malos productos (en su trabajo Akerloff brinda el ejemplo entre a *high quality car – a peach – vs a bad quality car – a lemon*). Los autores transportan esta idea a lo que sucede en el mercado crediticio y detectan que entre los demandantes, hay participantes con distintos niveles de riesgo o de repago (*good and bad risks*), factor que no es capaz de ser identificado por el bancos. Estas nociones permiten a Stiglitz y Weiss determinar que existe **información asimétrica** entre los participantes y por ende, analizan el **mercado crediticio** como un mercado **imperfecto**.

Conforme lo vertido en dicho estudio, el banco (el oferente) define la aprobación de los créditos en función del retorno esperado del mismo, cuyo cálculo contempla:

- I. *Tasa de interés* (precio definido por el préstamo otorgado) y
- II. *Riesgo de repago* (que los solicitantes cancelen en tiempo y forma el crédito)

El aspecto crucial del modelo presentado por estos autores, es el hecho de que el verdadero **riesgo de repago** (o la función de **distribución del retorno del proyecto**) es una variable que **sólo es conocida por el deudor**. Los solicitantes de crédito (la **demanda**,) requieren un determinado monto de financiamiento para su proyecto, cuyo retorno esperado esta dado y es conocido por los bancos, pero cuyo nivel de riesgo es desconocido y depende de cada proyecto. En consecuencia, el banco, al desconocer la verdadera capacidad de repago del deudor (conoce el rendimiento esperado pero no su distribución de probabilidad que define el riesgo), opera en un escenario bajo la presencia de **información asimétrica**.

A sabiendas de esta situación - y ante la imposibilidad de conocer la verdadera distribución del riesgo del proyecto - la institución bancaria debe recurrir a mecanismos indirectos para

¹⁰ Referido a Leon Walras, economista Francés del siglo XIX quien desarrolla el concepto de equilibrio general de los mercados.

¹¹ Stiglitz y Weiss (1981), "Credit Rationing in Markets with imperfect information".

¹² George Akerlof (1970), "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism".

identificar el verdadero riesgo del proyecto (*screening devices*) y separar a los *good* de los *bad borrowers*. En efecto, la única herramienta que el banco tiene disponible es el manejo de la tasa de interés¹³ (nótese que bajo esta situación, la variable nominal del mercado – la tasa de interés – deja de funcionar como un sistema de regulación eficiente y óptimo conforme lo plantea la escuela de economía clásica, y en su lugar será utilizada como un medio para identificar las distintas características desconocidas de los participantes – “*screening*”).

Pero al mismo tiempo, hay que tener presente que la tasa de interés es un variable que afecta la propia cartera de solicitudes de préstamos: “*however, the interest rate a bank charges may itself affect the riskiness of the pool of loans*”¹⁴. En caso de que el banco suba la tasa, esto alejaría aquellos proyectos con menor riesgo de repago pero con un rendimiento menor (**problema de selección adversa**) y en su lugar atraería proyectos más riesgosos y con un potencial de rendimiento mayor (**problema de riesgo moral**).¹⁵ En efecto, estos problemas son los que se encuentran en los estudios de información asimétrica, en especial en las teorías de incentivos de Agente-Principal¹⁶

- Selección adversa es la situación en la que el agente cuenta con información que el principal desconoce. Por tal motivo, el principal debe ofrecer alternativas contractuales al agente para sondear y acceder a esa información. Por lo general, este tipo de comportamiento promueve aquella situación en la cual el principal escoge erróneamente al agente (no sabe diferenciar atributos correctos del agente dado que la información con la que cuenta no es completa).

¹³ Otra herramienta es la exigencia de colaterales que son una forma de tratar de manera diferenciada (y perjudicial en alguna situación) a distintos participantes.

¹⁴ Ver Stiglitz y Weiss, *op cit.*, p.1.

¹⁵ Este tipo de problema asociado a la teoría de principal-agente puede derivar en distintas situaciones no óptimas y adversas para el mercado, tal como mencionan los autores. Por ejemplo, (i) el hecho de que un solicitante esté dispuesto a pagar una tasa de interés más elevada por un préstamo que otro tomador, el banco podría penalizarlo al considerar que tal proyecto esconde un nivel de riesgo mayor (ii) o si el mismo banco es quien concede una tasa de interés más elevada que la que correspondería, es posible que el solicitante modifique su comportamiento y tome proyectos con mayores riesgos.

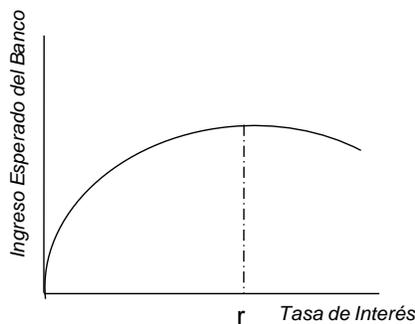
¹⁶ Estos comportamientos también son conocido dentro de la teoría de Principal-Agente: relación en la que una parte (el principal) solicita a otra parte (el agente) llevar a cabo un proceso. ¿de qué forma puede el principal asegurarse de que el agente llevará a cabo su tarea de forma óptima respetando los intereses del principal y no de los propios?

Este problema fue visualizado por Adam Smith (1776) “[...] la mayor parte de estos accionistas [...] no se interesan en sus asuntos y están satisfechos con recibir el dividendo semestral o anual que los directivos consideran conveniente pagarles [...] ahora bien, no es razonable esperar que los directivos de estas compañías, al manejar mucho más dinero de otras personas que de ellos mismos, lo vigilen con el mismo ansioso cuidado con el que frecuentemente vigilan el suyo los socios de una empresa particular [...] en consecuencia, el manejo de los negocios de esas compañías siempre está caracterizado en alguna medida por la negligencia y la prodigalidad.”

- Por otro lado, el riesgo moral se produce cuando el principal no es capaz de controlar las acciones del agente dado que no son observables sus acciones y esto promueve actitudes deshonestas por parte de este último.

En efecto, estos problemas de incentivos surgidos por el desconocimiento de la distribución de probabilidad del rendimiento, son representados por los autores cuando asumen que **una mayor tasa de interés incrementará el riesgo de repago** del crédito que calculan los bancos. Entonces, a medida que aumenta la tasa de interés, es cierto que crece el ingreso esperado de las instituciones bancarias - dada la mayor tasa de financiamiento- pero lo hace en una proporción cada vez menor, hasta alcanzar un determinado punto en el que el ingreso esperado comienza a disminuir tal como se visualiza en el siguiente gráfico:

Gráfico 1 Ingreso esperado del banco a medida que aumenta la tasa de interés¹⁷



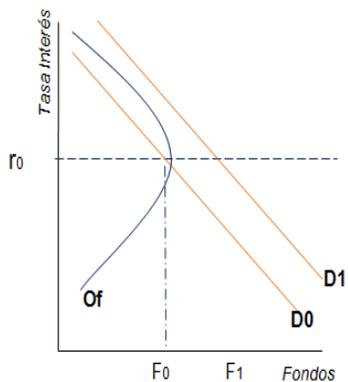
En resumen, el banco conoce que un incremento de la tasa de interés afecta adversamente el tipo de solicitante que decide acceder al préstamo - lo que se traduce en un problema de selección adversa. Similarmente, el banco es consciente que una mayor tasa de interés induce a las empresas a ejecutar proyectos de inversión con menores probabilidades de éxito o, en otros términos, a involucrarse en proyectos más riesgosos (es decir que tengan un rendimiento mayor capaz de pagar una mayor tasa de financiamiento) - lo que conduce a la presencia de *riesgo moral* en el comportamiento de los deudores. En consecuencia, **este entorno operacional que enfrenta el banco lo obliga a utilizar herramientas que derivan en recortar su oferta de créditos, dado el incremento de riesgo de repago, cuando las tasas son más altas, demostrando así la existencia de racionamiento de crédito.**

Una forma grafica para demostrar esta situación de **racionamiento de crédito en el mercado**, es pensar en una curva de oferta que si bien, a niveles menores de equilibrio, crece con el incremento de la tasa de interés, llega un punto que, conforme lo explicado en el Gráfico 1, el retorno esperado del banco alcanzó un nivel máximo, y por ende, un nuevo incremento de la tasa contraerá la oferta de crédito. En el gráfico a continuación se verifica cómo a partir de cierto punto el banco contrae su oferta de crédito cuando la tasa de interés

¹⁷ Ver Figura 1 de Stiglitz y Weiss, *op cit.*

supera un umbral, por el hecho de que se deteriorara el retorno esperado de su cartera de crédito (producto de un aumento del riesgo de repago).

Gráfico 2 Mercado de Crédito Imperfecto (racionamiento de crédito)



El valor de los hallazgos de Stiglitz Weiss descansa no sólo en explicar un razonamiento hasta entonces contraintuitivos, sino en demostrar que la relación bilateral con el banco conduce a una relación de tipo viciosa que está indirectamente insertada en el mecanismo de precios. Básicamente, ante la presencia de exceso de demanda, el banco no aumenta la tasa dado que el componente de selección adversa y riesgo moral dominan el comportamiento del solicitante, y por ende disminuye el ingreso esperado (aumenta el riesgo de repago). Por medio de este desarrollo, los autores concluyen que el **racionamiento de crédito es una decisión racional** adoptada por los bancos y que, en efecto, es un punto de **equilibrio no óptimo** del mercado. Adicionalmente, Stiglitz y Weiss desarrollan la problemática de racionamiento de crédito de una manera analítica. Para eso asumen que cada proyecto tiene una distribución de retorno definida como $F(R, \Theta)$, donde R es el retorno esperado y Θ el riesgo asociado al mismo.¹⁸ Tal como se mencionó previamente el banco, si bien tiene la capacidad de identificar el retorno medio de cada proyecto, no conoce la distribución del mismo (Θ). Así, los autores definen un proyecto mas riesgoso cuando se presentan dos proyectos con una mismo retorno esperado ($R_1 = R_2$), pero con diferentes niveles de riesgo $\Theta_1 > \Theta_2$. El solicitante de préstamo defaulteará siempre y cuando $R + C < B \cdot (1+r)$.¹⁹ Así, la función de beneficio neto esperado ($\Pi(R,r)$) de la empresa tomadora de crédito es:

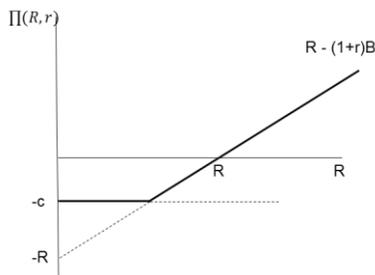
$$\Pi(R, r) = \max(R - (1 + r)B, -c)$$

¹⁸ Ver Stiglitz y Weiss, *op cit*, p.3.

¹⁹ R es el retorno del proyecto. B es el monto prestado. r es la tasa de interés. C es el colateral. Stiglitz y Weiss demuestran que existe un nivel de riesgo, Θ , tal que la función es positiva.

De esta función se extrae el primer teorema del *paper*:²⁰ para un valor dado de la tasa de interés, existe un valor mínimo de riesgo del proyecto (Θ^*) a partir del cual se torna positiva la función de beneficio del solicitante de préstamos. Esto está asociado al hecho de que cuanto más riesgoso es un proyecto, según los autores mayor es la función de beneficio neto esperado (la amplitud de la distribución de retornos del proyecto afecta la esperanza de los retornos ya sea un averso o tomador de riesgo), lo cual es una forma analítica de presentar el problema de *riesgo moral* (a pesar de tener más riesgo más se solicita un préstamo). Esto también se puede apreciar en la convexidad de la función.

Gráfico 3 Función de beneficio neto esperado de tomador de préstamo

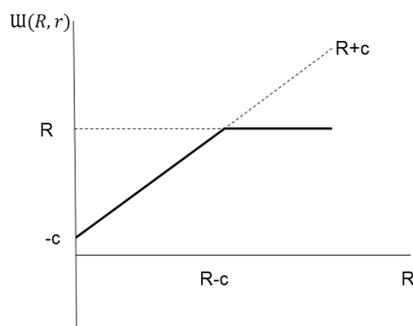


De ahí, los autores sostienen que a medida que se incrementa la tasa de interés, el riesgo de los negocios que aplican a un préstamo aumentan. Esto conduce directamente al segundo teorema del estudio: el ingreso del banco es una función decreciente de la tasa de interés (dado que aumenta riesgo de repago tal como se vio en Gráfico 1). En particular la función beneficio $\mathcal{W}(R, r)$ de la institución bancaria está definida por:

$$\mathcal{W}(R, r) = \min(R + C, B(1 + r))$$

Esta función cóncava permite a los autores concluir (último teorema clave del *paper*) que a medida que se presenten proyectos más riesgosos, disminuye el ingreso esperado (R) para el préstamo y por ende la función de beneficio (En rigor, este factor induce a los bancos implementar una política de *screening* con la tasa de interés dada la posibilidad de ejecutar proyectos en un escenario de *selección adversa*).²¹

Gráfico 4 Función de retorno neto de institución bancaria



²⁰ Para más detalle, ver Teorema 1 de Stiglitz y Weiss, *op cit*, p.8

²¹ Esto es presentado en Stiglitz y Weiss, *op cit*, p.9, como teorema 3. Por ejemplo, frente a una situación de exceso de demanda de créditos, subirá el ingreso para cada nivel de riesgo pero a la vez aumentará el nivel de riesgo de los proyectos para poder pagar la tasa, lo que deteriorará el ingreso esperado del banco.

Este estudio de Stiglitz y Weiss es considerado el primero en plasmar de una manera integral y analítica esta teoría, y en demostrar la racionalidad económica detrás de la presencia de racionamiento de crédito. Una referencia académica previa referida a esta problemática, es el trabajo publicado por Jaffe and Russel (1976).²² Estos autores, a diferencia de los anteriores, desarrollan un modelo de provisión del crédito en dos periodos, donde un individuo debe decidir una canasta de consumo para cada periodo y, en función de esto, la cantidad de deuda a tomar. Este modelo clasifica a los individuos entre deudores honestos y deudores deshonestos, en vez de utilizar la función de distribución de los retornos. Por otro lado, el modelo se asemeja en el hecho de que los agentes enfrentan a problemas de asimetría de información en el sentido de que el prestamista desconoce la honestidad del deudor - al menos hasta el segundo periodo cuando el crédito debe ser cancelado: el individuo honesto pagará siempre su deuda en el periodo dos mientras que el deshonesto lo hará solo si el costo del default es mayor a la deuda tomada. En función de este esquema, los autores también concluyen que bajo este escenario, la reducción (*racionamiento de crédito*) de los créditos por parte de la institución bancaria es una **decisión económicamente racional** que deriva en una situación de equilibrio en el modelo dado que **mitiga los incentivos de prestar al individuo deshonesto, que luego entrará en default.**

Otra referencia en esta materia es el trabajo de Williamson (1986),²³ quien también presenta un modelo de *racionamiento de crédito* basado en imperfecciones de mercado. En este caso, el autor se basa en un esquema bajo el cual el prestamista debe enfrentar un comportamiento oportunista del deudor y, para sortear tal fin, los bancos incurren en “costos de monitoreos” - concepto que introduce Williamson a la literatura y por el cual es reconocido académicamente. En este esquema, a medida que el banco aumenta la tasa de interés para vaciar el mercado y para alcanzar un óptimo entre la demanda y oferta de créditos - tal como esgrime la teoría clásica-, se compromete a una mayor necesidad de incurrir en costos de monitoreo (en el sentido de hacer un mayor esfuerzo para no generar el problema de riesgo moral y selección adversa presentado previamente). Así, el beneficio esperado del banco aumenta en una proporción menor que los ingresos, hasta alcanzar un punto en que decrece. En similitud a los trabajos anteriores, se repite el argumento que hay un punto en donde la tasa de interés no logra vaciar el mercado y el mercado se encuentra en una situación de **equilibrio** aunque **con racionamiento de créditos.**

Estos trabajos marcan el origen de las investigaciones referidas a estudiar cómo impacta la asimetría de información en el mercado crediticio. De ahí, surgen varios estudios que corroboran cómo la presencia de información asimétrica puede generar fallas de mercado

²² Jaffe and Russell (1976), “imperfect information, uncertainty and credit rationing”. The Quarterly Journal of Economics.

²³ Williamson (1986), “costly monitoring, financial intermediation, and equilibrium credit rationing”, Journal of Monetary Economics.

tales como racionamiento de crédito, provisión ineficiente del mismo, una mala determinación del precio del riesgo (*mispricing risk*), y hasta una caída importante del mercado. De hecho estos argumentos han sido utilizados incluso para explicar el origen de las grandes crisis financieras.²⁴

No obstante, este trabajo aprovecha las nociones de información asimétrica, fallas de mercado, selección adversa, riesgo moral e imperfecciones del mercado solo a los efectos de constatar si el racionamiento de crédito es un problema que afecta con mayor gravedad a las pymes. Por tal motivo, a continuación se indaga el estado de la literatura con respecto al hecho de si la presencia de información asimétrica se hace más presente cuando la empresa solicitante es una pyme

RACIONAMIENTO DE CRÉDITO EN PYMES. Estado de la litetarura.

En línea con el marco teórico planteado previamente, se desprende el siguiente interrogante: ¿es acaso la restricción de crédito un factor que agrava con mayor intensidad a empresas pymes por sobre las grandes empresas? Varios trabajos han explorado esta problemática desde distintas ópticas, utilizando distintas herramientas de análisis, lo cual facilitará acceder a una respuesta sólida.

De hecho, en los últimos años, el daño ocasionado por la dificultad para acceder al financiamiento ha sido una problemática que ha trascendido las fronteras nacionales, despertando el interés de varias instituciones públicas y organismos multilaterales. De ahí, varias instituciones de alcance global se han comprometido seriamente con este problema, promoviendo informes de investigación y conferencias, y desarrollando bases de datos dedicado exclusivamente a atender las necesidades financieras de las pyme, tales como la “*Enterprise Survey*” (en adelante, ES)²⁵- una base estadística provista por el Banco Mundial²⁶- y la encuesta “*Access to Finance of Enterprises*” (en adelante, SAFE) - elaborado por el Banco Central Europeo.²⁷ Esto ha contribuido al desarrollo de varios estudios empíricos que han incrementado la dimensión del análisis.

²⁴ Frederic S. Mishkin (2012), *CENTRAL BANKING AFTER THE CRISIS*

²⁵ Enterprise Surveys provee una base de datos económicos de 125,000 empresas en 139 países.

²⁶ Stein et al (IFC), *op cit*.

O Griffith-Jones, S, Tyson, J and Calice, P, “The European Investment Bank and SMEs: key lessons for Latin America and the Caribbean”, Development Studies Section of the Economic Commission for Latin America and the Caribbean (CEPAL), 2011.

<https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/4d6e6400416896c09494b79e78015671/Closing+the+Credit+Gap+Report-FinalLatest.pdf?MOD=AJPERES>

Similarmente, Veselin Kuntchev et al., “What Have We Learned from the Enterprise Surveys Regarding Access to Credit by SMEs?”, 2014.

²⁷ Encuesta elaborada por el Banco Central Europeo que cubre principalmente a los países del continente europeo. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html

En función de estas bases de datos, varios trabajos han logrado contrastar con la realidad el problema de racionamiento de créditos en las pymes. A modo de ejemplo, en base a los datos de la “ES”, Ayyagari et al. (2007)²⁸ analiza la desigualdad en el otorgamiento de créditos en 76 países y observa que menos del 20% de empresas pymes en países de bajos ingresos, y alrededor de 30% de empresas pymes en países de ingresos medios, tienen acceso a una línea de crédito con una institución financiera. También conforme a un relevamiento de datos elaborado por ES, Chavis et al. (2010)²⁹ se corrobora que del 31% de empresas que reportan acceso al financiamiento como la mayor restricción a su crecimiento, el 40% son empresas jóvenes con menos de 3 años de experiencia en la industria. Similarmente, Yao Wang (2016)³⁰ selecciona 119 países dentro de la base ES para investigar los principales obstáculos que enfrentan las pymes para acceder al financiamiento. De ahí concluye que esta situación depende del tamaño, la edad y el nivel de crecimiento de la firma. Beck (2007) examina el impacto de las condiciones financieras en empresas de crecimiento (una definición proxy de pymes) a partir de los datos de “ES” y confirma que las pymes tienen una mayor probabilidad de estar sujetas a restricciones crediticias comparadas con empresas grandes.

En sintonía con lo planteado, numerosos trabajos utilizaron la base de datos SAFE, ratificando las mismas conclusiones incluso en otros contextos geográficos y en distintos períodos de tiempo. Haciendo foco en los efectos de la crisis financiera del 2008, Artola y Genre (2011) utilizan SAFE y confirman la existencia de un deterioro en la provisión de créditos a partir de dicha crisis, detectando que las empresas más jóvenes y/o pequeñas fueron las que más sufrieron esta restricción. Bremus y Neugebauer (2015)³¹ emplearon también la base SAFE para investigar cómo el retiro de los bancos de sus negocios *cross-borders* a partir de la crisis, impactó el costo de endeudamiento de las empresas, y concluyen que este problema derivó en un deterioro de las condiciones crediticias para las pymes.

En términos generales, la literatura en su totalidad ratifica la existencia dificultades en el acceso al financiamiento por parte de las pymes, ya sea como una restricción o por el encarecimiento del crédito. Al profundizar en sus causas, se arguye que esta problemática afecta con mayor gravedad a las pymes producto de ciertas características que poseen este tipo de empresas y que acentúan los problemas de *información asimétrica* (tal como se describió en el marco teórico previamente).

²⁸ Meghana Ayyagari, Asli Demircuc-Kunt y Vojislav Maksimovic, “Small vs. Young Firms across the World”. World Bank (Policy Research Working Paper 5631), 2007

²⁹ Chavis et al., “International Differences in Entrepreneurial Finance”. World Bank Group, Enterprise Note No. 11, 2010.

³⁰ Yao Wang, “What are the biggest obstacles to growth of SMEs in developing countries? – An empirical evidence from an enterprise survey”, Borsa Istanbul Review 2016

³¹ Bremus y Neugebauer, “Don’t Stop Me Now: The Impact of Credit Market Segmentation on Firms’ Financing Constraints”, Journal of Economic Literature, 2015.

La Corporación Financiera Internacional (en adelante IFC)³² afirma que el acceso al financiamiento afecta en mayor proporción a las pymes que a las grandes empresas producto de “(i) *informational asymmetries related to SMEs that create risks, e.g. banks are mostly unable to gauge the creditworthiness of SMEs and thus ask for higher charges and collateral requirements; (ii) low revenue per client; and (iii) the need for local presence, and thus for a large branch network, which may not necessarily be optimal from a cost perspective, especially in a developing country setting.*” Similarmente, en un trabajo para la CEPAL, Griffith-Jones et al. (2011)³³ señala que el mercado de crédito para las pymes se caracteriza por presentar costos de transacción elevados, una alta percepción de riesgo, información acotada de los prestatarios y pocos colaterales.

En rigor, varios trabajos profundizan la relación inversa entre la edad y el tamaño de las empresas versus la presencia de selección adversa y riesgo moral. Maeseneire y Claeys (2012)³⁴ tomaron una muestra de empresas pymes, bancos y de “venture capital” en Bélgica y confirman la relación existente entre la dificultad de conseguir préstamos, la asimetría de información y el tamaño o la edad de las empresas. Hyytinen y Väänänen (2006)³⁵ elaboraron una encuesta a empresas pymes finlandesas para estudiar la presencia de selección adversa y de riesgo moral, concluyendo que ambos efectos están inversamente relacionados con la edad de las firmas. Hartarska y González-Vega (2006)³⁶ analizaron el mercado ruso y, a partir de observar que la restricción crediticia afecta la inversión de las empresas, determinan que la misma es sensible a la edad de la firma. En base a una muestra de 65.535 clientes pymes provista por bancos de Brasil, Zambaldi et al (2009)³⁷ desarrolla un estudio de datos de panel y, en consonancia con lo planteado, encuentra que las pymes sufren racionamiento de crédito debido a mayores costos de transacción, la falta de información por parte de las instituciones financieras para analizar su solvencia (aun cuando exista una relación entre la empresa y el banco desde hace tiempo) y la falta de una abundante cantidad de colaterales líquidos.

En resumen, las variables más testeadas para determinar si afecta significativamente el hecho de que una empresa sufra restricciones crediticias son: **el tamaño y la edad**. Con respecto a la edad, su selección radica en el hecho de que los bancos tienen indefectiblemente más dificultades para evaluar la capacidad de crédito de una empresa con

³² Stein, Ardic and Hommes “Closing the Credit Gap for Formal and Informal Micro, Small, and Medium Enterprises”. IFC Advsiroy Services.

³³ Stephany Griffith-Jones et al, *op cit*.

³⁴ Maeseneire y Claeys, “SMEs, foreign direct investment and financial constraints: The case of Belgium”, 2012.

³⁵ Hyytinen y Väänänen, “Where Do Financial Constraints Originate from? An Empirical Analysis of Adverse Selection and Moral Hazard in Capital Markets”, *Small Business Economics*, 2006

³⁶ Hartarska y González-Vega, “What Affects New and Established Firms’ Expansion? Evidence from Small Firms in Russia”, *Small Business Economics*, 2006

³⁷ Zambaldi et al, “Credit granting to small firms: A Brazilian case”, *Journal of Business Research*, 2009

poca historia de vida (*asimetría de información*): las empresas jóvenes no han tenido tiempo de construir su reputación y desde la perspectiva de la entidad financiera, esto deriva en un *riesgo de* repago mayor a la hora de aprobar la financiación solicitada. Respecto al tamaño, se suele argumentar que para las instituciones financieras una solicitud de crédito de poca magnitud representa la misma cantidad de trabajo, de análisis y confección de informes que una de mayor magnitud. Por tal motivo, evaluar el crédito a pymes significa cierta ineficiencia operativa (*des-economía* de escala) y por ende suelen descartarlo o encarecer el proceso.

Complementariamente a estas dos variables mencionadas (tamaño y edad), otros trabajos extienden el campo de análisis para diferenciar: (1) sector de actividad, (2) tasa de crecimiento, (3) Estructura de la propiedad: (4) Localización de la empresa.

En base a este escenario, **la literatura pone en evidencia la necesidad de generar condiciones de mercado** tales que **superen las asimetrías** presentes en el mercado de financiamiento bancario a los efectos de no marginar a empresas por factores tales como el tamaño, la edad u otros. Por otro lado, varios actores observan que este escenario significa **una oportunidad de fomentar vehículos de financiamiento alternativos**, como por ejemplo los mercados de capitales (*exchanges*). Pero un mercado de capitales pymes ¿es capaz de asentarse como una alternativa al mercado bancario? ¿Es capaz de sortear los problemas de información asimétrica presentes en el crédito bancario?

II. EL MERCADO DE CAPITALES PYMES. UNA PRIMERA RADIOGRAFIA

El mercado de capitales es por excelencia el medio más transparente y eficiente para tomar y colocar fondos. Es un espacio público-regulado al que puede acceder todo inversor (instituciones privadas, públicas, internacionales, individuos, etc) y donde pueden ofrecerse una variedad de instrumentos bajo formatos estandarizados, aprobados y supervisados por entes reguladores. En este sentido, el universo de inversores es más amplio y por ende, a priori, se podría superar el problema de información asimétrica presente cuando el prestamista son solo las instituciones bancarias. En virtud de estas características, ¿es el mercado de capitales capaz de imponerse como la alternativa adecuada para superar la problemática del racionamiento de crédito bancario de las pymes?

Para comenzar a construir una respuesta a esta demanda, es preciso adentrarse en las características, los formatos y el funcionamiento general de un mercado de capitales, identificando los beneficios de este mercado para una empresa emisora y una breve radiografía de su estado actual.

BENEFICIOS DE UN MERCADO DE CAPITALES PARA PYMES

Convertirse en empresa pública implica un cambio sustancial en la forma de gestionar y operar un negocio. La decisión prevé una preparación adecuada, experiencia de gestión y haber puesto en la balanza los costos y los beneficios del proceso. En rigor, el mercado de capitales suele asociarse con empresas sólidas que se encuentren transitando por una etapa de madurez del negocio, con la voluntad de otorgarle institucionalización y mayor valor a la firma, con liquidez suficiente para afrontar los gastos del proceso y con una estructura administrativa y societaria prolija y transparente. A priori, estas características opacan la posibilidad de acercamiento de empresas pequeñas y mediana en etapa de crecimiento y con planes de inversión que busqué una expansión de su negocio. Pero cuando fuentes tradicionales de crédito (como el préstamo bancario) se agotan ¿Qué atractivos genera un mercado de capitales?

La respuesta requiere, en primer lugar, evaluar tanto los beneficios como los costos de este proceso. Entre los costos, corresponde contemplar aquellos estrictamente monetarios (costos de comisiones asociados al proceso, costo de permanecer listado en un mercado público y otros desembolsos indirectos productos de este proceso, y que se irán desarrollando a lo largo de este trabajo) como aquellos no monetarios dado que este proceso implica una modificación sustancial de la tradición operativa y de gestión del negocio (revelar información en forma periódica, ajustarse a estándares de calidad de procesos operativos y gerenciales, ceder participación de la propiedad de la empresa, ajustar aspectos de la gobernanza corporativa, entre otros).

Por otro lado, en cuanto a los beneficios generales para todo inversor – independientemente del tamaño de la compañía-, el mercado de capitales ofrece la posibilidad de generar una variada gama de instrumentos financieros y de acercarlos a un amplio universo de inversores (expande la base de inversores), de características disimiles y con una variada atracción por el riesgo, a diferencia de lo que ocurre en un contrato de crédito bilateral con una institución bancarias (o financieras) o en un proceso de adquisición privada. Asimismo, el hecho de formar parte del mercado de capitales mejora la reputación y el reconocimiento (*awareness*), en virtud de que presupone un avanzado nivel de institucionalización, de gestión, de solvencia y de prestigio. De igual forma, la experiencia indica que el hecho de circular en un mercado público fortalece la estructura financiera de la empresa, dado que aumenta el reconocimiento por parte de las instituciones de crédito, lo que contribuye a la liquidez, al manejo de los fondos y a disminuir los costos financieros de la firma. Por último, debe mencionarse que el espacio público perfecciona la imagen y la visibilidad de la empresa, impactando positivamente en las relaciones laborales de la misma. En otras palabras, se puede concluir que convertirse en pública representa un activo intangible para la empresa.

Además de estas menciones, es preciso **resaltar otros aspectos referidos a los beneficios de un mercado de capitales**. Fundamentalmente, de conformidad con el objeto de este

trabajo, se debe hacer hincapié en la posibilidad de que, para una empresa pyme, el mercado de capitales podría resultar como una alternativa a las restricciones de crédito, es decir, aliviando los impedimentos crediticios al poder diversificar sus fuentes de fondos. Tal como se exhibirá, el crédito bancario es el vehículo financiero más utilizado y más accesible para las pymes aunque no resulta estar disponible en las condiciones y los montos requeridos a lo largo de su ciclo de vida (*life cycle*). Asimismo, es pertinente subrayar que el préstamo bancario suele ser de plazos cortos, caros y con varios requerimientos de colaterales, un obstáculo fundamental para empresas pymes. Todo esto pone una fuerte presión en el *cash flow* de una empresa pyme, perjudicando los ratios de solvencia financiera, afectando la propia operación del negocio y descartando proyectos de inversión con periodos de repago mayores.

Por otro lado, a diferencia del préstamo bancario, es importante resaltar que el mercado de capitales no sólo se destaca como un espacio para emitir instrumentos de deuda sino fundamentalmente como un vehículo para incrementar el capital social de la empresa. La emisión de capital social en contraposición de deuda, brinda la posibilidad de **financiar proyectos de mayor plazo**, mejorando su posicionamiento en el mercado, impulsando su crecimiento y aumentando la **solvencia financiera** de la firma - por no comprometerse con las exigencias de pago frecuente y los compromisos financieros (*covenants*) que impone un contrato de deuda, como el préstamo bancario. Además, la potencial participación de determinados actores, (como por ejemplo fondos privados institucionales) en el capital social de la empresa puede aportar estrategia al negocio, tecnología y ampliar la red de contactos operativos de la firma.

Al respecto, si bien es cierto que existe la posibilidad de generar una emisión accionaria privada, como a otra alternativa diferente al mercado de capitales, es pertinente contemplar ciertos impedimentos que enfrenta una empresa pyme al definirse por esta opción. Básicamente, se debe considerar el distanciamiento que tiene una empresa de baja volumen operativo con el público inversor, motivo por el cual se el ofrecimiento será a una base de inversores más acotada. A su vez, los fondos de inversión privado que se interesan por estas firmas - dado el gran potencial de crecimiento (*start-up*) de las mismas – pueden exigir cierto grado mínimo de capacidad técnica, estabilidad operativa, calidad institucional y hasta una participación sustancial en el manejo de la empresa, lo cual no se ajusta con las pretensiones de las mayorías de las empresas pymes. En este sentido, el mercado de capitales brinda la oportunidad de atraer una base de inversores más amplia y diversificada, sin la necesidad de que la empresas pyme deban ceder el control o una gran participación de su negocio. En efecto, un mercado pyme abre las puertas a inversores con un horizonte de inversión de mayor plazo, que presentan un apetito de riesgo y una expectativa de rentabilidad más alta.

Asimismo, además de reunir y proveer una base de inversores más extensa por las propias características del mismo, el mercado de capitales brinda un espacio de salida (*exit*) accesible y simple, aumentando así el interés de los fondos privados más sofisticados, como los *Venture Capital* o el *private equity*. Similarmente, el proceso de admisión en un mercado público y organizado, presume que la empresa ha perfeccionado niveles de calidad, tal como exigen los procesos de admisión al mercado de capitales.

Entre otros beneficios de gran impacto para las pymes, debe contemplarse que una vez que la empresa transite por el mercado de capitales, se espera que las restricciones financieras aminoren, producto de la publicidad, imagen, institucionalidad y prestigio que brinda el mercado de capitales, tal como se mencionó más arriba. Además se puede mencionar que, *a priori*, el monto de financiamiento máximo en el mercado de capitales no será tan limitante tal como puede suceder cuando la contraparte es una institución bancaria. Por ejemplo, una vez que la compañía ya sea pública, cuenta con facilidades para tomar nuevos fondos, ya sea incrementando nuevamente el capital social (*follow-on*) – este proceso es más accesible – o emitiendo nuevos títulos de deuda. Y el hecho de listarse en el mercado de capitales no sustituye el financiamiento de fuentes bancarias o crediticias, sino por el contrario, mejorar sus condiciones y ejercer un manejo del mismo más eficiente. A esto debe agregarse el hecho de que

Por último, el hecho de ser una empresa listada en un mercado público impacta positivamente (i) en su posicionamiento frente a la competencia dado que la mejora en la imagen y visibilidad traerá beneficios en las condiciones de negociación con los proveedores y expandirá la red de clientes, y (ii) en su eficiencia interna dado que profesionaliza la estructura operativa, gerencial y comercial de la empresa. En resumen los beneficios de un mercado de capitales para las empresas pymes son:³⁸

- brinda una alternativa a sus fuentes de financiamiento tradicionales (diversificación)
- ofrece la posibilidad de incrementar capital, expandiendo la base de inversores que podría alcanzar adoptando vías de otros vehículos de financiamiento
- posibilita un canal de salida de largo plazo para el inversor (*exit*), sobre todo para los objetivos de los fondos de inversión tales como el *venture capital* o el *private equity*
- disminuye costos de financiamiento, riesgos de solvencia y aminora presión sobre cash flow de la empresa,
- genera efectos indirectos positivos en términos de posicionamiento en el mercado, red comercial, calidad institucional y visibilidad del negocio
- facilita el proceso para la búsqueda de nuevos fondos en una segunda instancia, ya sea capital accionario (*follow-on*) o la emisión de nuevos títulos de deuda

³⁸ IOSCO, *Op. cit.*, p.23.

ESTRUCTURA DEL MERCADO DE CAPITALES PYMES.

El mercado de capitales para pymes es un segmento de negociación en donde están listadas y cotizando títulos emitidos por pequeñas y medianas empresas. Este panel de negociación es exclusivo para pymes por lo que se puede establecer reglas de juego independientes – un marco regulatorio distinto al panel principal donde operan las grandes empresas³⁹ en pos de generar un entorno más apropiado, afín y proporcional con respecto a las particularidades de este sector. De esta forma, se edifica un canal de acceso más amigable y accesible para que las pymes utilicen el mercado de capitales como un vehículo para expandir sus fuentes de financiamiento, a contramano de la creencia generalizada de que para que una empresa se convierta en pública es imprescindible haber alcanzado determinado tamaño, solidez y maduración tal como una gran empresa.

Los segmentos de negociación pymes han ido tomando carácter y forma fundamentalmente en los últimos años, acompañados por el crecimiento y el incremento de participantes y de instrumentos financieros en los mercados de capitales en general. Por lo general, estos segmentos se encuentran diferenciados bajo denominaciones tales como mercados alternativos (*alternative market*) o segmento de empresas en crecimiento (*growth enterprises segment*).

Existen plataformas pymes dedicadas a los dos tipos de instrumentos de financiamiento, la participación accionaria – en adelante, el *equity*- y la deuda. Ambas manifiestan dos tipos de estructura distinta en respuesta a las características particulares de cada uno de estos instrumentos, y por ende a los diferentes inversores que cada uno atrae. En la tabla a continuación se exhibe algunas de estas singularidades:

Tabla 1 Características generales de las paneles desarrollados para el mercado de capitales pymes⁴⁰

	Tamaño de empresa	Ciclo de vida (life cycle*)	Costo de financiamiento	Tiempo requerido para originar fondos	Vida del financiamiento
Plataforma Pyme - Equity	Mediana	Estable y Madura	Alto	Alto	Largo Plazo
Plataforma Pyme - Deuda	Baja/Mediana	Estable	Alto-Medio	Alto-Medio	Corto/Mediano Plazo

En el caso de las plataformas para el equity, donde la empresa adquiere fondos (*raising funds*) cediendo parte de la propiedad a terceros (Initial Public Offering - IPO), el inversor exige cierto grado de madurez y estabilidad en el negocio, tiene un horizonte de inversión

³⁹ El término de mercado de capitales o paneles **principales** proviene de una traducción de la palabra en inglés: "Main Boards". Este hace referencia a los paneles tradicionales (venues) en donde están cotizando el conjunto de empresas públicas, sin distinción de tamaño, sector, etc.

⁴⁰ Elaboración propia en base a un trabajo presentado por Oliver Wyman, "Towards better capital markets solutions for sme financing", 2014.

de largo plazo, y se castiga el flujo de caja de negocios con un mayor costo de capital (tasa de descuento).

En cuanto a las plataformas para deuda, si bien también se exige cierta madurez y estabilidad, dichas exigencias son menores productos de las propias diferencias entre deuda y capital, y por el hecho de que los títulos son de menor duración (bajo *duration*). De hecho, en los últimos años se ha expandido el abanico de instrumentos de deudas capaces de ser operados en un mercado de capitales, promoviendo la creatividad a la hora de ofrecer nuevos productos, atrayendo así a nuevos inversores y más empresas (por ejemplo, cheques garantizados o sin garantía, distintos fideicomisos, etc). Asimismo, es pertinente indicar que este tipo de plataforma ha alcanzado un mayor desenvolvimiento en los últimos años gracias al escenario global de bajas tasas de interés, que permitió reducir el costo de financiamiento a nivel global y despertó el interés por instrumentos de renta de fija con rendimientos superiores.⁴¹ A modo de ejemplo, en distintas plataformas regionales de Alemania, cerca de 50 pymes han originado 2.7 billones de euros por medio de emisiones de obligaciones negociables.⁴²

En cuanto a las **estructuras de los mercados** de capitales para pymes, actualmente estas **pueden clasificarse** bajo las siguientes alternativas:⁴³

- I. Un **panel** (*board*) **separado** aunque **asociado al panel principal**
- II. Ser un **panel integrado** al **panel principal**
- III. Ser un **panel** completamente separado e **independiente al panel principal**

En cuanto a la primera clasificación, el panel se desenvuelve prácticamente como una bolsa separada aunque vinculado operativamente al panel principal (generalmente operado por la misma empresa). Esta estructura suele identificarse como una segunda instancia (*second tier*) al panel principal, con reglas de operación diferenciadas en cuanto a menores requerimientos y menores costos para listarse y otro conjunto de programas que ayudan a las pymes a familiarizarse con el mercado de capitales.

Esta estructura le otorga una serie de beneficios de suma importancia. Por un lado, le permite absorber el grado de reputación, prestigio, experiencia y difusión que tiene el panel principal, facilitando el acercamiento de inversores, emisores e intermediario. Por otro, le

⁴¹A modo de ejemplo, en Europa hubo un desarrollo considerable de la emisión de obligaciones negociables de montos menores a las diez millones de euros. Ver Oliver Wyman, *op cit.*

⁴² Ver Oliver Wyman, *op cit.*

⁴³ Como marco para clasificar las estructuras de los mercados de capitales pymes se utiliza: ver Alison Horward y Tania Konidaris, World Bank, "SME exchanges in Emerging Market Economies", Finance and Market Global Practice Group, 2015.

permite contar con un gran respaldo económico y financiero dado que puede recibir fondos y subsidios (subsidios cruzados) de los ingresos generados en el panel principal. Esta particularidad a su vez le posibilitará aplicar distintas políticas de incentivo con mayor facilidad, medidas usuales requeridas para atraer emisores, intermediarios e inversores.

No obstante, el dilema es hasta qué punto el panel principal (o el operador del mercado) estará dispuesto a asumir este costo económico y financiero - destinado a subsidiar este mercado alternativo-, sin que esto afecte la credibilidad y sostenibilidad del mercado principal. En general, en este tipo de estructuras, el operador suele tener una proyección de largo plazo en el sentido de que apuesta a atraer y listar nuevas empresas a su panel principal, antes alejadas del mercado de capitales, pero por medio de primero atraerlas a un segmento alternativo para que en un futuro puedan migrar al segmento principal (esto se conoce como: **graduación de la empresa**). De ahí que en este panel pyme suelen existir exigencias a las empresas listadas para que en un límite determinado de tiempo, migren (se *gradúen*) al panel principal, donde hay mayor volumen de operación y por ende, mayores ingresos para bolsa de valores.

Ejemplos representativos de este esquema son el panel pyme de la bolsa NSE (del *National Exchange* de India), *the SME platform NSE-India*, cuyo panel se encuentra subsidiado por el panel principal ante las dificultades financieras de generar ingresos estables y suficientes todos los años. El *BSE SME* (de la bolsa de Bombay de India), *Kosdaq* (Japón) y el *Chinext* (China) son subsidiados por medio de la utilización del sistema de compensación (clearing) y de liquidación (*settlement*), el personal operativo y la infraestructura del panel principal. Otro es el panel pyme de la bolsa *Bovespa* (Brasil), denominado *Bovespa Mais* (también hay unos paneles intermedios denominados Novo Mercado I y II), que asume un fuerte compromiso en la difusión y la cesión de infraestructura del mercado principal.

En cuanto al segundo tipo de estructura mencionado, está la posibilidad de ser un panel integrado a la bolsa principal. Esta configuración se aprecia como una alternativa tradicional, utilizada por varios operados en el mundo, como por ejemplo la bolsa de Australia (ASX) - que a 2015, conforme datos del Banco Mundial,⁴⁴ de 2.200 empresas listadas en su panel principal, 86% eran empresas pymes. No obstante estar integrado al panel principal, cabe remarcar que esto no impide que varios operados introduzcan algunos criterios diferenciados para estimular el acceso de las pymes en el mercado de capitales.

Por último, la tercera clasificación corresponde a un panel completamente separado e independiente al panel principal. Esto responde a un formato radicalmente distinto a las estructuras recién mencionadas dado que se edifica un mercado de capitales independiente, que hasta puede posicionarse como una competencia entre los mercados de capitales del país- tal como ocurre entre segmentos principales por ejemplo entre *Nyse*, *Nasdaq* y *Bats*

⁴⁴ *Ibid*

en los Estados Unidos. En la actualidad, este tipo de mercado no es el más común ni el más recomendado para aquellas jurisdicciones que pretenden construir desde cero estas estructuras. Una referencia de esta estructura es el mercado de capital para pymes (*GreTai Securities Market*) que no está asociado con el mercado principal (*Taiwan Stock Exchange*).⁴⁵

Para más detalle sobre las estructuras, se puede mencionar algunos casos especiales que ilustren las distintas variantes más observadas:

Tabla 2 Ejemplo con tipo de estructuras más salientes de mercado de capitales pymes⁴⁶

	Código	Tipo Estructura	Observación
Canadá	TSX Venture (TSXV)	Mercado Separado (Multi Tiered)	Clasifica distintos emisores jóvenes (Venture Issuers) en distintas escalas, según criterios predefinidos. La Escala 1 (Tier 1) refiere a las empresas maduras y grandes. La escala 3 (Tier 2) es donde operan las compañías listadas en TSXV, cuyos requerimientos legales son menores.
Inglaterra	Alternative Investment Market (AIM)	Mercado Separado	Operado por el Mercado Principal (LSE), dado que la regulación permite a un operador establece sub-plataformas (sub-markets)
Grecia	Alternative Market (Alt-Market)	Integrado a la Mercado Principal	AltX opera en el mercado principal como un MTF (multilateral Trading Facility), conforme las reglas regulatorias de Europa del Mercado de Instrumentos Financieros (MiFID).
Brasil	Bovespa Mais	Segmento para listarse separado (Multi Tiered)	El segmento pyme está separado del panel principal. B3-BMF&Bovespa (operador de la bolsa) dispone 5 segmentos distintos de negociación: el panel tradicional, Novo Mercado, Nivel 1, Nivel 2 y Bovespa Mais. Este último es el panel destinado a las pymes.
Sudáfrica	AltX	Segmento Separado/Junior del Mercado Principal	El mercado principal (JSE) tiene un rol activo (operador) en el funcionamiento de este segmento pymes (mercado Junior). El objetivo es que las empresas listadas en segmento pymes maduren, es decir comiencen a cumplir los requerimientos regulatorios más estrictos del mercado principal para así poder pasar al mercado principal.
Corea	Konex	Separado/Junior	Idem Sudafrica
Nueva Zelanda	SMEs Exchange	Segmento separado	Posee dos segmentos pymes separados, uno regulado (operado por el mercado principal) y otro no regulado (OTC).

Por otro lado, tal como se presentó previamente, otro aspecto diferenciador entre las distintas bolsas de valores pymes en el mundo son los criterios utilizados para definir qué es una pequeña y mediana empresa, lo cual es esencial a los efectos de habilitarla para listarse y operar. Similarmente se aprecian algunas jurisdicciones que restringen el acceso a empresas pymes que operen en determinados sectores económicos (como medio de promover tales sectores). En particular, se aprecian varios mercados pymes destinados exclusivamente a empresas que operen en el sector de tecnología, por ser consideradas a veces como de alto potencial de crecimiento.

⁴⁵ Este mercado existía como un mercado OTC, como una sociedad sin fines de lucro, que a medida que fue creciendo, adoptó las normas para convertirse en un mercado regulado.

⁴⁶ Elaboración propia en base a información pública de los mercados de capitales y del documento de IOSCO, *Op. cit.*

En lo referente al panel pyme para el mercado de deuda, deben contemplarse las mismas características que las recién mencionadas con respecto al mercado de equity. A modo de ejemplo, se puede mencionar el caso de España que hace pocos años inauguró el MARF, una plataforma diferenciada para productos alternativos de renta fija que opera bajo la conducción del panel principal (BME España) y que procura mayor accesibilidad por parte de emisores y de inversores pymes.⁴⁷ También NYSE Euronext tiene en marcha un plan para promocionar, en una plataforma pyme, emisiones de obligaciones negociables emitidas por pymes.⁴⁸ Por su parte, es de destacar el caso de China, quien ha desarrollado tres tipos distintos de obligaciones negociables emitidas por pymes: (i) *SME Colletive Note*, es un mercado interbancario regulado por el Banco Popular de China, donde las emisiones generalmente están garantizadas, (ii) *SME Joint Bond*, cuyos instrumentos son de menor nominal y operan en el mercado de capitales, regulados por la Comisión Nacional de Reforma y Desarrollo y (iii) el *SME Private Placement Bond* no opera en un mercado pero están regulado por la Comisión Reguladora de Valores.

A pesar de estas particularidades, dado que el propósito de este trabajo se focaliza en identificar la capacidad de un mercado de capitales pymes para satisfacer la demanda de financiamiento de las pymes, no es objeto de este estudio adentrarse en las diferencias entre un mercado de acciones y uno de deuda. Asimismo, tal como se apreciará más adelante, si bien la mayoría de estos mercados fueron creados recientemente, el acceso a la información de los mercados de deudas es más limitado y restrictivo (lo mismo ocurre con paneles de negociación principales de títulos de deuda).⁴⁹ Por tal motivo, en adelante, si bien se harán menciones a ambas estructuras, en algunos análisis puntuales que requiere de precisión de datos, se utilizará como referencia el mercado de capitales pymes para *equity*.⁵⁰

En definitiva, el conjunto de estas experiencias - tanto las del mercado de *equity* como de deuda - son sumamente valiosas y alentadoras, aunque plantean la necesidad de seguir explorando mecanismos para mejorar el acceso de las pymes al financiamiento de corto y largo plazo.

⁴⁷ <http://www.bmerf.es/esp/aspx/Portadas/HomeMARF.aspx>

⁴⁸ <http://www.mondovisione.com/media-and-resources/news/nyse-euronext-pursues-commitments-to-smes-financing-smes-is-a-core-strategic-p/>

⁴⁹ Los mercados de capitales de títulos de deuda fueron históricamente gestionados y administrados por instituciones bancarias, lo que ha limitado la difusión de la información.

⁵⁰ Es pertinente también hacer la siguiente aclaración. Por lo general, para aquellos mercados de capitales en desarrollo, muchos actores suelen destacar la importancia de comenzar fomentando los mercados de deuda por sobre el de acciones dado que son más sencillos de construir, expone en menor grado a inversores y emisores y existen una variedad de títulos. Similarmente se suele indicar la importancia para el desarrollo de un mercado de capitales el hecho de que entidades estatales (Banco Central, ministerio de finanzas, gobierno nacional y provinciales) utilicen el mercado de capitales emitiendo títulos públicos, fomentando así y publicitando este vehículo de financiamiento.

En general, la tendencia del mercado de capitales para pymes, tanto en países con mercados de capitales desarrollados como en aquellos con escaso desarrollo, es su separación respecto a la plataforma principal pero bajo la contención (manteniendo el vínculo) de esta última, que facilite la sustentabilidad y supervivencia de un espacio especial dedicado exclusivamente a operar instrumentos originados por las pymes.⁵¹

De todas formas, esto no plantea una conclusión sobre la estructura óptima de la pyme. Sino que solo es una primera aproximación general. Para alcanzar tal conclusión es preciso identificar las particularidades de cada país, tales como la situación de la economía, el grado de desarrollo de la industria financiera y las necesidades específicas de las pymes en dicha región, por encima de los motivos estrictamente de eficiencia operativa de este mercado. Adicionalmente, cada estructura, cada país, cada operador, presenta un marco regulatorio distinto en cuanto a las exigencias y al funcionamiento de este tipo de mercado. A pesar de esto, de este abanico de particularidades y de esquemas, este trabajo asume el **desafío de extraer denominadores en común que hayan dejado huellas exitosas y así evaluar la viabilidad de un mercado de capitales pymes.**

BREVE RADIOGRAFIA DE LOS MERCADOS PYMES.

Previo a introducirse en el objeto de análisis de este trabajo, es importante tener a disposición algunas métricas generales del desempeño del mercado de capitales pymes a los efectos de sumergirse con un marco de referencia adecuado. Si bien un estudio más detallado de estos valores se realizará más adelante – donde se hará las aclaraciones pertinentes con respecto a la disponibilidad de la información –, por el momento es suficiente saber que existen dos fuentes de información de referencia. Estas instituciones son IOSCO⁵² - a partir de una encuesta realizada a principales participantes del mercado de

⁵¹ En países en desarrollo se aprecia el interés en los últimos años por parte de los mercados de capitales principales para construir y difundir una estructura pyme asociada a la bolsa principal (Nigeria, Kenya, Marruecos, Ghana, Egipto, Malawi, Mauricio, Zambia, Uganda, entre otros) como medio de expandir este mercado.

En países más desarrollados, por ejemplo en Europa, este tipo de estructura se ajusta a las normativas generales de supervisión de los mercados de capitales, donde la norma facilita su creación: “EU directives require that EU exchanges are classified as either (a) Regulated Markets, which have to adhere to stricter EU standards for listing and disclosure and are regulated by the national securities regulators, or (b) Alternative Trading Platforms (ATPs), which are considered separate markets operated by a Regulated Market operator and for which certain parts of the regulatory framework are less stringent. The operator is required to present the regulations for the ATP to the regulator for approval. ATPs are thus considered as markets regulated by the stock exchanges themselves (exchange-regulated markets) and are not overseen by capital markets regulators. ATPs offer more flexibility in listing and disclosure standards. To allow for less strict requirements for issuers, both AIM and NewConnect operate as an ATP. As such they are not obligated to comply with EU directives such as those regarding the issuing of a prospectus and can design regulatory frameworks that are less onerous for small issuers”. Ver World Bank, *ob cit.*

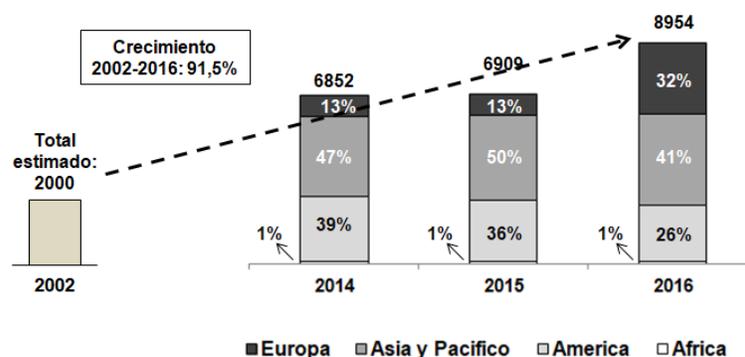
⁵² IOSCO, *Op. cit.*

capitales en 2012 y 2014 que será de gran utilidad a lo largo de este trabajo - y WFE⁵³ – anualmente recopila información de sus propios miembros, desagregando cuando es posible ciertos datos de los mercados de capitales pymes (además de reportes especiales sobre el mercado a partir de encuestas y otros estudios donde también se ofrecen datos más cualitativo).

La encuesta llevada a cabo por IOSCO enumera 50 mercados de paneles pymes a fines del 2014. Con respecto a la estructura de estos paneles, de estos 50 mercados, 19 mercados reportaron que operan como un mercado separado pero bajo el control del panel principal, 10 respondieron que operan de manera separada e independiente y el resto indicó que no opera de manera separada al mercado principal.

Para indagar en métricas cuantitativas, la base de información referencial es la guía anual de WFE, dado que recibe datos cuantitativos de sus miembros. Ahí se reportan apenas 37 mercados de capitales pymes, aunque en los informes asociados a esta guía se exhiben 40 paneles.⁵⁴ De estos valores, se aprecia una dispersión significativa del tamaño de cada uno de estos mercados: **hay mercados con menos de 10 compañías listadas y hay otros mercados con más de 2.000 compañías listadas.** Asimismo, según estos reportes en el 2002 se estimaba un total de compañías listadas, para el conjunto de paneles pymes, menor a las 5.000 compañías mientras que hoy este número superaría las 9.000 empresas. Esto arroja un crecimiento de 91,5% en el transcurso de dicho tiempo. A modo de comparación, se estima que el número de compañías listadas en los paneles principales solo incrementó un 13,5%. Una evolución y su distribución geográfica de esta variable a fines del 2016 se presenta a continuación:

Gráfico 5 Evolución de la cantidad de Compañías listadas por región (2016)⁵⁵



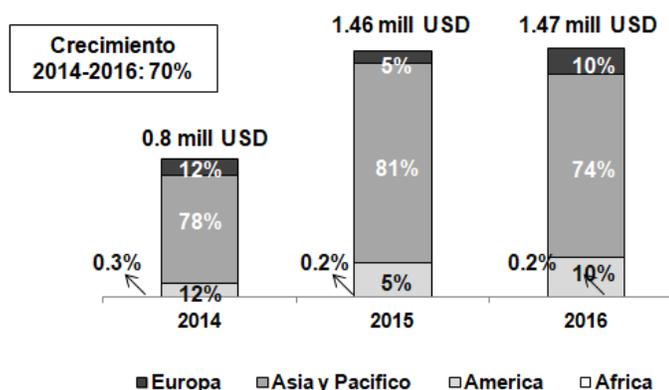
⁵³ World Federation of Exchange (WFE c)– Annual Guide 2016. Lamentablemente no incluye los valores de la bolsa de valores pyme de Londres (AIM) y de Polonia (NewConnect), ambas con signos de desempeño destacables, como se verá más adelante.

⁵⁴ Estos números presentados a continuación provienen del reporte elaborado por WFE, e incluyen únicamente a paneles de *equity*. Ver WFE a, *op cit.*, p. 10 y WFE c, *op cit.*

⁵⁵ WFE c, *op cit.*. A los datos publicados se agrega el número de compañías listadas de la bolsa de Londres que no está incorporado a la base de datos.

Con respecto a la capitalización bursátil, al 2016 la totalidad de las bolsas de valores pymes registran un valor que supera los 1.35 trillones de dólares, contabilizando un incremento de casi el 70% sólo desde el año 2014.⁵⁶ Una distribución geográfica de estos valores se presenta en la gráfica a continuación. Nuevamente se observa un predominio de la región de Asia y el Pacífico:

Gráfico 6 Evolución de la Capitalización Bursatil por región 2014 -2016 ⁵⁷



Al comparar rápidamente ambos gráficos se aprecia el crecimiento de la cantidad de compañías listadas en la región europea, aunque por otro lado disminuye su participación en términos de capitalización bursátil. Al respecto amerita hacer una aclaración para no sacar conclusiones anticipadas sobre estos gráficos. Tal como se mencionó en la sección previa, algunos de estos paneles pymes tienen criterios diferentes a la hora de definir qué es una empresa pyme. Los valores considerados para Asia están sumamente afectados por los registros de China y de Corea. De la misma manera, algunas bolsas no exigen a sus compañías listadas migrar al panel principal a medida que crecen (lo que se denomina madurar), como el caso de Kospi (Corea) y ChiNext (China), sesgando los números presentados.

Respecto al mercado de deuda, no existe una base de datos que agrupe información cuantitativa y cualitativa de la misma.⁵⁸ No obstante, a los efectos de esbozar un cuadro general tal como se intenta en esta sección es de utilidad citar un reporte de Oliver Wyman donde indica que debido a las bajas tasas de interés en los últimos años alrededor del mundo, los mercados de deuda tuvieron un impulso mayor del de equity y esto se aprecia también en los mercados pymes. En efecto, Oliver Wyman identifica que en Europa hubo

⁵⁶ *Ibid.*

⁵⁷ *Ibid.* Se agrega el número de compañías listadas de la bolsa de Londres que no está incorporada a la base de datos.

⁵⁸ Los mercados de capitales para instrumentos de deuda son más dispersos, más especializados en un tipo de producto, y al igual que lo que sucede con los mercados de Obligaciones Negociables tanto soberanos como corporativos, es muy difícil acceder a la información.

un crecimiento significativo de instrumentos de deuda con nominales menores a las USD 15.6 millones de dólares.⁵⁹

De acuerdo a la encuesta de IOSCO,⁶⁰ la mayor parte de las jurisdicciones (entre ellas, Argentina, Australia, Brasil, Colombia, China, Dinamarca, Egipto, Eslovenia, España, Grecia, Hong Kong, Hungría, India, Italia, Kenia, Lituania, Maldiva, Malawi, Omán, Paquistán, Perú, Polonia, Portugal, Polonia, Tailandia, afirmaron que sus mercados están muy pocos desarrollados. Por el contrario, Alemania Canadá, Corea, Dubai, Islandia Malasia, Nueva Zelanda, Panamá, Sudáfrica) indicaron tener un mercado en buenas condiciones.

Los valores indicados hasta acá, por el momento solo deben ser utilizados como referencia y a fin de contar con un panorama bien superficial de los mercados de capitales pymes. A lo largo del trabajo se irá profundizando sobre estos valores hasta alcanzar a identificar en qué sentido estos mercados pueden resultar viables como una alternativa de financiamiento para las pymes.

III. METODOLOGÍA DE ANÁLISIS

El presente trabajo se propone el desafío de evaluar primero la necesidad de financiamiento de las empresas pymes para luego analizar si un **mercado de capitales pymes** es capaz de **emerger como una solución viable a la falta de alternativas de financiamiento** de estas empresas. La metodología para medir la viabilidad de este mercado se construye de la siguiente forma:

En primer lugar, se investigan las necesidades de las pymes de fuentes financiamiento alternativa (**factores externos** al mercado de capitales). Ahí si pretende responder el siguiente interrogante: **¿Existe una demanda latente de financiamiento que impele el desarrollo de un mercado de capitales para pymes?** La teoría de racionamiento de crédito, introducida como marco teórico, permitió dar el primer paso de esta respuesta al exhibir las conclusiones más salientes de la literatura académica con respecto a los problemas de financiamiento pymes. En rigor, ahí se puso de manifiesto que la literatura corrobora **problemas de información asimétrica** en el mercado de crédito, cuyos efectos derivan en barreras de acceso al financiamiento que afectan con mayor gravedad a las pymes.

Estas conclusiones extraídas del marco teórico, construyen los cimientos de la situación problemática que se desarrolla en la sección IV. Ahí, el trabajo explora las causas y los motivos que genera actualmente una fuerte demanda por parte de las pymes de nuevas vías de financiamiento de mediano y largo plazo, que les permita sortear los problemas

⁵⁹ Oliver Wyman, *op cit.*, p.7

⁶⁰ IOSCO, *Op. cit.*, p.27

crediticios derivados de la presencia de información asimétrica en la relación con las instituciones bancarias. Para alcanzar tal fin, el trabajo hurga en algunas de los trabajos mencionadas en el marco teórico y fundamentalmente desarrolla un análisis cuantitativo en base a los datos publicados por el IFC en “*Micro, Small and Medium Enterprise: A collection of Published Data*”.⁶¹

Una vez exhibida esta situación, se presenta el **desafío** de evaluar **la capacidad que tiene un mercado de capitales pyme para satisfacer esta demanda latente (factores internos) y para superar las restricciones al crédito (asimetría de información)**. Para **abordar este cometido**, la propuesta de este trabajo se cimenta de **dos pilares**. Por un lado, se estudia cuáles son los **atributos determinantes** que hacen a la viabilidad de un mercado de capitales en general (**análisis cualitativo**). Es decir, se identificarán aquellos elementos que hacen al buen funcionamiento (al éxito) de un mercado de capitales en general. Una vez encontrado estos atributos, el siguiente paso será indagar si acaso estos elementos tienen la capacidad de desarrollarse plenamente en un mercado de capitales pymes. Para tal fin, se hace un recorrido por los principales reportes de las instituciones internacionales referentes del mercado de capitales (IOSCO y WFE, así como sobre un trabajo especializado en este mercado del World Bank y otros complementarios) y se analiza cómo se materializan dichos atributos en estos mercados.⁶²

Como segundo pilar para sondear la viabilidad de este mercado, se desarrollan una serie de **indicadores operativos (análisis cuantitativo)** que permiten identificar el estado de desarrollo actual de estos mercados, los casos más destacados y por último se presentará una medida proxy de viabilidad del mercado. Para eso, se trabajará con la base de datos que publica anualmente el World Federation of Exchange, federación de mercados de capitales que recolecta información tanto del panel principal como del panel pyme de sus miembros.⁶³ Las principales métricas operativas utilizadas comúnmente en los mercados de capitales son (i) la capitalización bursátil, (ii) el número de compañías listas, (iii) el número de nuevas compañías listadas por año, (iv) el incremento de capital por cada emisión, (v) la cantidad de compañías delistadas, (vi) la cantidad de empresas *graduadas*⁶⁴ y fundamentalmente, (vii) el volumen operado.

Estos valores son métricas absolutas y presentan algunas deficiencias para alcanzar el cometido de este trabajo. En este análisis, este **trabajo exhibirá un desarrollo novedoso** que consistirá en presentar determinados **indicadores del panel pyme en términos**

⁶¹Base de Datos del IFC sobre el universo Pymes: “MSME Country Indicators”. Ver <https://finances.worldbank.org/Other/MSME-Country-Indicators-2014/psn8-56xf/data> o <https://smefinanceforum.org/data-sites/msme-country-indicators>

⁶²IOSCO, *op cit.*, WFE a, *op cit.*, WFE b, *op cit* y World Bank, *op cit.*

⁶³ Ver WFE c, *op cit.*

⁶⁴ Este concepto hace al proceso por el cual una empresa pyme crece y decide migrar al panel principal de negociación. El mismo se desarrolla más adelante.

relativos con respecto a las métricas operativas alcanzadas el panel principal del mismo país. Por eso, con el fin de identificar ciertas jurisdicciones destacadas, este trabajo evaluará la capitalización bursátil del panel pyme con respecto a la capitalización bursátil del panel principal y el número de compañía listadas del panel pyme con respecto al panel principal, entre otras mediciones, tal que brinde una imagen más certera del verdadero éxito del mercado de capitales pymes corregido por el grado de desarrollo del segmento principal del mercado de capitales.

Con respecto a una medida cuantitativa de éxito y de viabilidad del mercado, que complementa el análisis cualitativo mencionado previamente se desarrollarán dos indicadores operativos como proxy de las principales fuentes de ingresos del operador del mercado y de los agentes intermediarios:⁶⁵

- I. Una medida de incremento del número de emisores del mercado: el número de nuevas compañías listadas (en cantidad y en valor recaudado de la emisión) en términos absolutos y relativos al panel principal

- II. Una medida de transacciones realizadas: el monto operado anualmente, en términos absolutos y relativo al panel principal

Es pertinente remarcar que no existe una medida estandarizada que defina el éxito y la viabilidad de un mercado de capitales, ni tampoco existe un trabajo especializado que pretendiese alcanzar este resultado en términos cuantitativos. En rigor, la viabilidad en términos económicos solamente puede ser evaluada con los resultados financieros de las sociedades que operan un mercado de bolsa. No obstante, tal como se detallará en la sección V, esta información no se encuentra disponible para casi la totalidad de los casos, y cuando lo está, aparece a nivel consolidado (integrado) con las otras operaciones del negocio (por ejemplo el panel principal).

De estos análisis, se apreciará ciertas dificultades para que un mercado de capitales emerja de manera viable. Entonces, previo a extraer conclusiones, este trabajo expande su foco de análisis y se propone sondear iniciativas y acciones de experiencias internacionales (haciendo énfasis en los casos destacados previamente identificados) que han intentado superar estas dificultades y por lo tanto permitan generar un cuadro de recomendaciones final. Nuevamente, para tal fin, se recorren diferentes reportes especializados en esta

⁶⁵ Cabe advertir que en los últimos años, los mercados de capitales más grandes en el mundo han evidenciado una mutación en la composición de sus ingresos, disminuyendo la participación de lo que se origina producto de las transacciones dado el avance que han tenido otras cuentas como por ejemplo la venta de market data y la agencia de compensación y liquidación (en algunas bolsas llega hasta el 50% de sus ingresos). Este asunto no será tenido en cuenta en este trabajo. Ver por ej reporte anual 2016 de Intercontinental Exchange, p.37: <http://ir.theice.com/~media/Files/I/Ice-IR/annual-reports/2016/2016-annual-report.pdf>

materia, tanto de IOSCO, WFE, Banco Mundial, Oliver Wyman y otros mencionados en la sección.

Finalmente, en base a estas lecciones, se presenta una conclusión en complemento de una serie de recomendaciones a tener presente a la hora de edificar un mercado de capitales pymes, extraídas de las principales iniciativas visualizadas de las experiencias internacionales.

Como último comentario, es preciso aclarar que este estudio omite considerar otros factores sumamente relevantes al momento de analizar la viabilidad de un mercado de valores pymes en determinada región, como por ejemplo si efectivamente existe un número mínimo empresas pymes con necesidades, voluntad y capacidad de financiarse en este mercado, si existe una base de inversores locales amplia como para comenzar a impulsar el mercado, si se cuenta con un marco regulatorio e institucional adecuado, si existe una infraestructura de comunicación y de tecnología del sistema financiero correcto, entre otros aspectos.⁶⁶

IV. SITUACIÓN PROBLEMÁTICA. LAS BARRERAS DE ACCESO AL FINANCIAMIENTO PYMES

Las empresas requieren financiamiento a lo largo de todo su ciclo de desarrollo como respaldo de sus necesidades operativas de corto plazo y de sus necesidades de desarrollo de mayor plazo. El acceso al financiamiento permite movilizar y distribuir recursos de manera eficiente, administrar riesgos y encarar con planificación un proyecto productivo de largo alcance. De ahí, el crédito privado interno en el mundo se encuentra en un 150% del PBI.⁶⁷

Si bien la importancia del financiamiento compete a todo el universo empresarial, las grandes empresas suelen disponer de una amplia gama de alternativas financieras. Esto les otorga una mayor capacidad para expandirse a bajos costos en épocas de prosperidad, así como una fuente de oxígeno para sobrevivir en climas más hostiles. ¿Podrían acaso estas grandes empresas tener tal nivel de expansión y extensión si enfrentasen barreras para acceder a fondos crediticios? Lo más lógico es considerar que cuando la fuente de financiamiento se contrae, toda empresa (sin importar el tamaño de la misma) debe reducir los proyectos de expansión así como luchar para que no se ocasione una parálisis en la estructura operativa del negocio.

En particular, la falta de acceso al financiamiento pone rápidamente en peligro a las pymes dada la menor capacidad para afrontar en el tiempo limitaciones de caja y/o disponibilidades. En efecto, esta situación afecta a estas empresas, ya sea en ciclos de estabilidad económica, cuando las mismas requieren de fondos para fortalecer su posición y

⁶⁶ Al igual que advierte World Bank, *ob cit.*, p.5.

⁶⁷ Stein et al (IFC), *op cit.*

expandirse (aprovechando ese contexto favorable), como en ciclos de retracción, cuando la liquidez puede ser el determinante para definir la supervivencia de la empresa.

En definitiva, sin financiamiento, la pyme desperdicia negocios potencialmente rentables, descarta proyectos con horizontes de rendimiento de largo plazo, no puede administrar eficientemente la liquidez y sufre limitaciones en el manejo de su capital de trabajo.⁶⁸ Esto puede conducir a que estas empresas fracasen y deban definir si continuar o no con su proyecto de negocio. De ser así, tal situación despertaría el interés por desarrollar vías de financiamiento alternativo, tal como se propone indagar este trabajo. Por tal motivo esta sección pretenderá corroborar y explorar la problemática de la restricción de crédito, comenzando por dimensionar el rol que juega las pymes en la economía para dar sustento al interés por atender los problemas de este sector.

INTERES GLOBAL POR LAS PYMES. Importancia de las pymes en la economía.

Originariamente, con el advenimiento de la sociedad capitalista, se había fortalecido la creencia de que las grandes empresas son el principal motor de la economía.⁶⁹ Sin embargo, a mediados del siglo XX varios economistas comienzan a cuestionar esta afirmación y en su lugar empiezan a destacar el rol clave que exhiben las pequeñas y medianas empresas en la economía de un país. Hoy en día, la importancia de las pymes en el entorno económico es una verdad incuestionable: las **pymes** son una especie de **termómetro** que **mide con precisión el bienestar económico de un país**.

Básicamente, las empresas pymes suelen caracterizarse por ser mano de obra intensiva (generadoras de fuentes de empleo), con alta participación en la creación de valor agregado, significativa contribución a la masa de recursos impositivos del Estado y con fuerte potencial de crecimiento (es el germen en potencia de la gran empresa), factor que atrae al mundo inversor. La totalidad de los trabajos mencionados en el marco teórico, además de indagar los problemas de asimetría de información, destacan que las empresas pymes son los motores de crecimiento de los países y que un gran porcentaje del total del empleo industrial es aportado por las pymes.⁷⁰ Similarmente, esta visión es ratificada por diversos organismos internacionales por medio de numerosas acciones dirigidas al cuidado y la atención de este sector.⁷¹

⁶⁸ Stein et al (IFC), *op cit*.

⁶⁹ Ver Yao Wang, *op cit*.

⁷⁰ Por ejemplo, entre los trabajos que más se focalizaron en este aspecto: Stein et al (IFC), *op cit*.

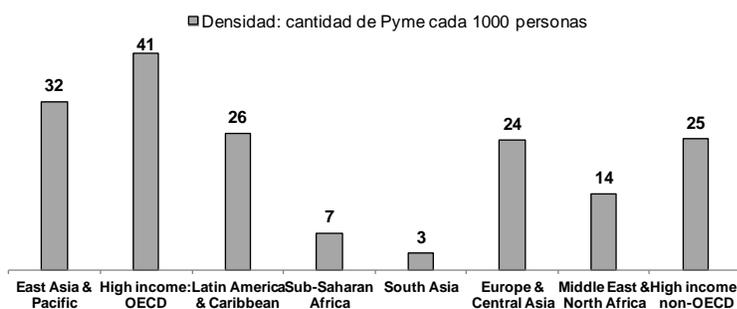
Ayyagari, Demirguc ç-Kunt, y Maksimovic, "Small vs. Young Firms across the World Contribution to Employment, Job Creation, and Growth". Banco Mundial. 2011.

Thorsten Beck, Asli Demirguc-Kunt, Ross Levine, "SMEs, Growth, and Poverty". NBER, 2005.

⁷¹ Entre algunos ejemplos, en 2007 un grupo de trabajo del Banco Mundial focalizado en pequeños negocios ("Review on Small Business Activities") fijó el compromiso para que el Banco defina al sector Pymes como un

Para contrastar estas hipótesis, es factible recurrir a la información que se desprende de la base de Micro, Pequeña y Mediana Empresa elaborada por el Banco Mundial (MSME-CI).⁷² Según esta fuente de datos se estima que hay más de 135.000.000 millones de empresas pymes registradas en el mundo.⁷³ Traducido de otra forma, esto significa que hay, en promedio, 21 empresas pymes cada 1.000 personas. Asimismo, en zonas tales como Latinoamérica, Asia del Este y el Pacífico y países de altos ingresos, este *ratio* es considerablemente mayor:

Gráfico 7 Densidad: cantidad de empresas pymes registradas cada 1000 personas⁷⁴



Una primera lectura de esta información, indicaría que en las regiones con mayor grado de desarrollo económico, la proporción de pymes registradas por persona es más grande. No

elemento central para el desarrollo económico, el empleo y la disminución de la pobreza. Asimismo, en ese año, el Banco Mundial aprobó alrededor de USD 2.8 billones en créditos destinados a las micro, pequeñas y medianas empresas (Ver Ayyagari, Beck y Demirguc-Kunt, “Small and Medium Enterprises Across the Globe”, Banco Mundial, 2008). Por otro lado, el Banco Mundial hace unos años comenzó a generar una base de datos que recopila información específica del sector pyme a nivel mundial y ha establecido un Foro específico del sector (SME Finance Forum).

Similarmente, en 2009, el G20, reunido en Pittsburgh se comprometió a mejorar el acceso al financiamiento para la pymes. En virtud de este acuerdo, se creó un grupo de expertos de Inclusión Financiera y entre sus primeras medidas se propuso mejorar la recopilación de información sobre el crédito hacia las pymes.

Por su parte, uno de los organismos integrante del Banco Mundial más activos con respecto a la problemática de financiamiento pymes es el IFC quien, luego de asociarse con el “Global Partner for Financial Inclusion (GPFI), han sobrellevado varios estudios para difundir la problemática del sector pymes.

⁷² Por sus siglas en inglés. MSME-CI recopila información de 155 países. La información proviene de fuentes nacionales oficiales, de cámaras y entidades sectoriales, bancos centrales, ministerios de finanzas o instituciones similares y de organismos regionales. Ver <https://smefinanceforum.org/data-sites/msme-country-indicators>.

⁷³ Es de notar que los datos surgen del sector registrado. Es de esperar que los valores que proporciona la base de datos se encuentren subestimados dado que las empresas pymes suelen estar más presentes en el mercado informal. Adicionalmente, la base de datos no tiene en cuenta el sector agrícola, omitiendo considerar un sector relevante para diversos países.

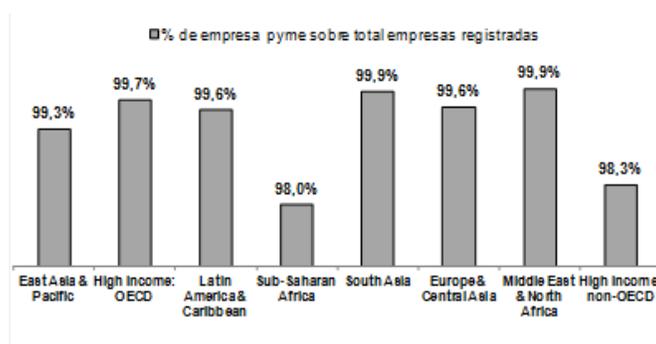
Adicionalmente, se informa que estos datos considerados cuando se menciona pyme, se está incluyendo el valor de las empresas de tamaño “Micro”.

Por último, es preciso aclarar que dado que cada país cuenta con diferente definición sobre qué es una pyme, la base de datos utilizada en esta sección respeta las definiciones utilizadas en cada país (un detalle sobre la definición pyme en el mercado de capitales se presenta en **Anexo I**).

⁷⁴ Elaboración propia en función de bases de datos del Banco Mundial: MSME-CI Country Indicators 2014.

obstante, debe tenerse en cuenta que la cantidad de empresas creadas en un país de mayor desarrollo económico también es mayor que las creadas en un país de menor grado de desarrollo. Por total motivo, es preciso corregir estas diferencias, y para eso es importante comparar el número de empresas pymes registradas con respecto al número de grandes empresas registradas. De esta forma, se aprecia que la importancia de la pymes no necesariamente está ligada al grado de desarrollo de un país, ni a la cantidad de personas, sino que su grado de extensión es general en todos los países: la proporción de empresas pymes respecto al total de empresas de un país es de más del 98% para cada una de las regiones observadas:

Gráfico 8 comparación de cantidad de empresas registradas de tamaño micro, pequeño y mediano (pyme) con empresas grandes.⁷⁵



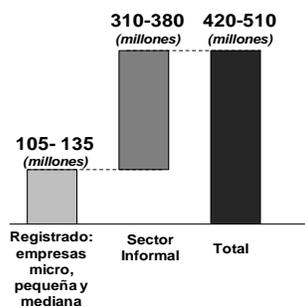
Es pertinente remarcar el hecho de que estos valores corresponden a empresas registradas. En caso de contabilizar los datos de la economía informal (no registrados) de cada el país, se estima que estos porcentajes son mayores: el sector pyme es más preponderante en la economía informal, sobre todo en aquellos países con menores recursos. En rigor, el IFC estima que el número de empresas informales correspondiente al sector pyme es considerablemente más alto de lo recién informado, alcanzando casi un 300% de incremento con respecto a los valores mencionados:⁷⁶

⁷⁵ *Ibid.*

⁷⁶ Los datos surgen del documento de un documento del Stein et al (IFC), *op cit.* El estudio utiliza la base de datos de la "IFC Enterprise Gap" del 2011 - por eso puede haber mínima diferencia con números presentados en otro cuadros - a diferencia de los cuadros presentados en este trabajo que son de elaboración propia en base a esta misma base pero actualizada al 2014. Los autores estimaron que las empresas del sector informal representan el 74% del total de pymes a nivel global, y que este porcentaje es aún mayor en los países en desarrollo. Para detalles sobre la definición de informalidad y la metodología utilizada ver el documento mencionado.

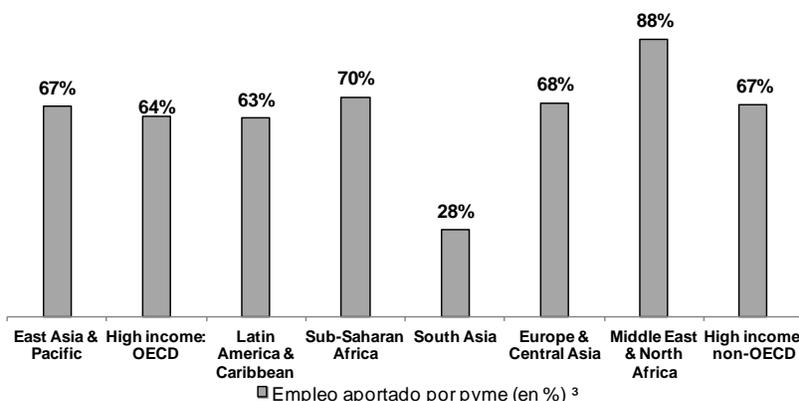
Lo importante a remarcar es que de adicionar estos valores a los datos previamente mostrados (o a los que se mostrarán a continuación), se deduce cómo incrementa la importancia del sector pyme.

Gráfico 9 Informalidad: cantidad de Pymes registradas y no registradas a nivel mundial⁷⁷



Complementando el análisis, más allá de la cantidad de empresas pymes, una forma más correcta de medir la importancia de las pymes en la economía es a través de su aporte en el nivel de empleo. Para eso a continuación se calcula el aporte de empleo de empresas pymes registradas sobre el total de empleo registrado, desagregado por regiones. En virtud de los números alcanzados y presentados a continuación se aprecia con claridad la importancia de las pymes en el entorno económico en donde operan:

Gráfico 10 Empleo aportado por empresas pymes registradas en total de economía⁷⁸



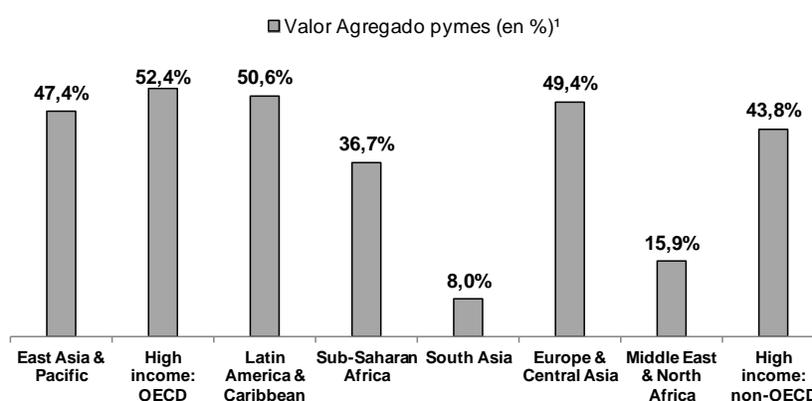
Estos números arrojan algunas conclusiones importantes. Por un lado se observa que casi en la totalidad de las regiones, el aporte de empleo generado por las pymes es sustancial: los números indican que de cada tres empleados dos corresponden al sector pyme. Incluso, esto sucede en los países desarrollados donde se hubiese esperado una menor contribución al empleo por parte de las empresas pymes (dado que ahí se radican gran parte de las grandes empresas multinacionales). Por otro lado, expandiendo el foco hacia los mercados menos desarrollados, se aprecia que la contribución al empleo por parte de las pymes es

⁷⁸ Elaboración propia en función de bases de datos del Banco Mundial: MSME-CI: MSME Country Indicator 2014.

significativa. En definitiva, esto permite entender el grado de sensibilidad e importancia de las empresas pymes en la economía de un país.⁷⁹

Adicionalmente, es factible identificar el valor agregado aportado por las pymes registradas en el total de la economía de un país. Similarmente a las conclusiones que se vienen manifestando, la contribución de las pymes en el valor agregado de la economía es de una dimensión significativa. No obstante, los números dejan abierto el interrogante para indagar qué ocurre con aquellas regiones de menores ingresos, tales como el este y norte de África o el sur de Asia que arrojan porcentajes menores al 20%.⁸⁰

Gráfico 11 Valor agregado de pymes en economía



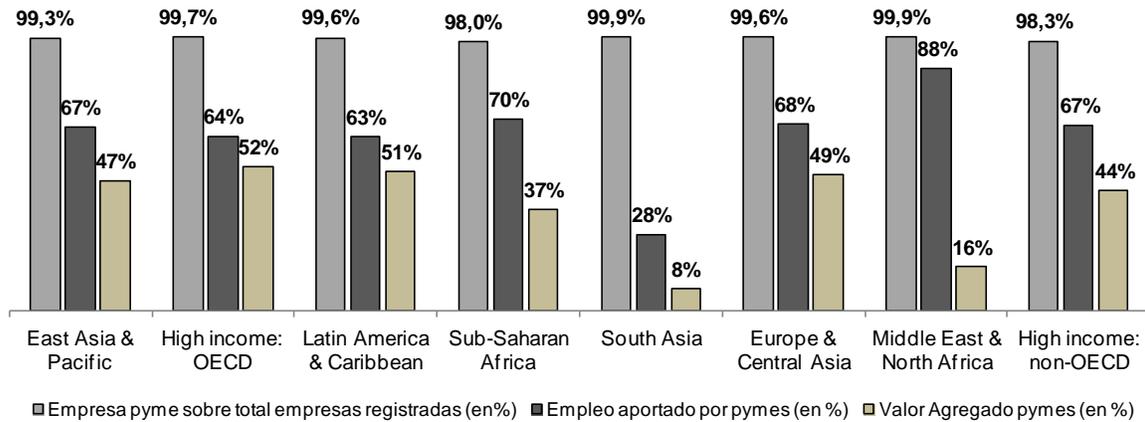
Más allá de esta última mención, en resumen, se aprecia la importancia que tienen las pymes en cuanto a la cantidad de empresas registradas, la creación de valor y de trabajo en una economía, tanto en los países desarrollados como en países de menores ingresos. Por último, al generar un cuadro comparativo como el que se muestra a continuación, se detecta que aún existe un alto potencial para que las pymes continúen en etapa de crecimiento visto que la creación de valor es considerablemente más baja comparada con los otros ratios mencionados:

⁷⁹ Este trabajo se diferencia de algunos estudios donde a partir de la grafica mostrada concluyen la importancia de generación de empleo de las pymes en países pocos desarrollados, por considerar que esta conclusión se encuentra sesgada en el sentido de que la proporción de grandes empresas en esos países es baja.

No obstante, es pertinente remarcar un estudio del IFC, autoría de Saliola and Bernt, *op cit.*, donde concluyen que las pymes cuentan con la mayor tasa de crecimiento de empleo.

⁸⁰ El estudio utiliza la definición de valor agregado de Eurostat que se refiere a “*the gross income from operating activities after adjusting for operating subsidies and indirect taxes*”. Para más detalles ver notas descriptivas a base de datos mencionado anteriormente.

Gráfico 12 Comparativo Cantidad de empresas pymes, Empleo aportado y Valor agregado de pymes en economía



NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES (life cycle)

Toda empresa en estado embrionario o en crecimiento requiere constantemente de fuentes de financiamiento (estable) para hacer frente a sus necesidades operativas de corto plazo (capital de trabajo intensivo), y en mayor grado para iniciar proyectos de inversión que le permitan mejorar su posición en su entorno operacional. En definitiva, el financiamiento es un aspecto central y crítico en la vida diaria del negocio. Su acceso permite movilizar y distribuir recursos de manera eficiente, administrar los riesgos del mercado y encarar con planificación un proyecto productivo de largo alcance. ¿qué recursos financieros finalmente son los más utilizados por las pymes? ¿Cuáles son las necesidades financieras de las pymes? ¿Qué grado de diversificaron de fuentes financieras presentan a medida que van creciendo tal como sugiere el su ciclo de vida (*life cycle*) o el “*funding escalator*)?

Conforme lo revelado más arriba, el sector pyme es de significativa importancia en la economía de un país: maneja un volumen considerable de empleados, participa en gran proporción del valor agregado del país a la vez que interactúa con una amplia red de proveedores, clientes, productores, distribuidores minoristas y mayoristas, entre otros. Esto sugiere un amplio abanico de necesidades financieras, incluyendo fundamentalmente aquellas de mediano y largo plazo que les permita recorrer satisfactoriamente su etapa de crecimiento. Por tal motivo, un manejo financiero eficiente es determinante para el buen desempeño del negocio. Y para eso es necesario contar con diversidad de fuentes financieras constantemente.

En una primera etapa, las pymes se sostienen gracias a fuentes de financiamiento informal de largo plazo: aportes de capital y contribuciones suministradas por familiares y personas con un vínculo cercano a los dueños. A medida que la empresa se va consolidando, y empieza a manifestar los primeros signos de crecimiento, el requerimiento de fondos se

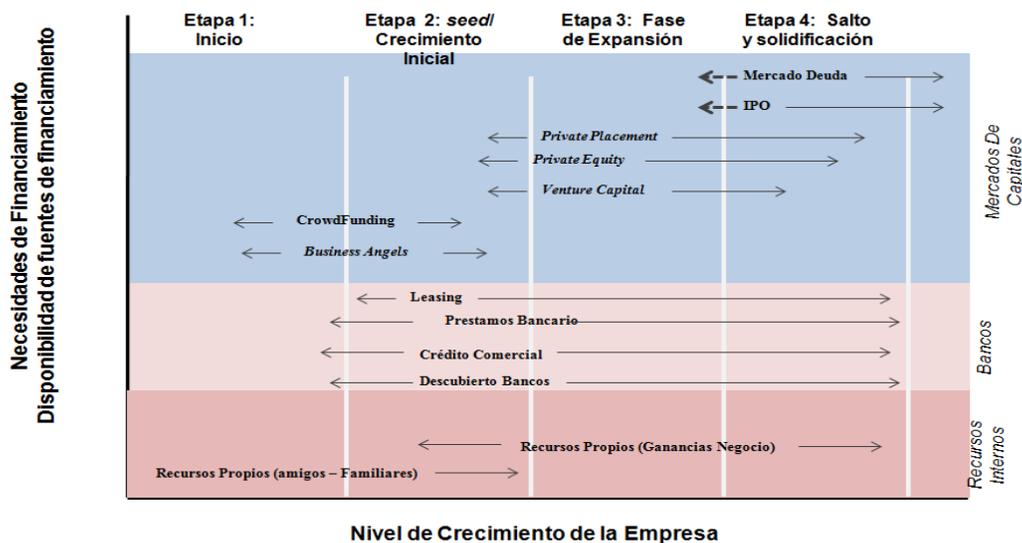
hace cada vez más exigente. A esta altura, se empieza a apreciar la importancia y la necesidad de un manejo eficiente del capital de trabajo (corto plazo) y de los nuevos negocios que van emergiendo (mediano y largo plazo). La fuente de capital original deja de ser suficiente para conducir de manera diaria un negocio más dinámico y con una renovación más frecuente de inventarios. Además si estas empresas tienen como clientes a empresas de gran tamaño, los requerimientos de capital de trabajo son mayores dado que las grandes empresas suelen determinar las condiciones de pago por los servicios prestados por las pymes. Las líneas de crédito bancarias, los instrumentos de pago diferido y las cuentas corrientes son los primeros auxilios financieros.

Luego, cuando la empresa continúa escalando firmemente en su nivel de negocios, comienzan a reflotar nuevas fuentes de financiamiento de largo plazo, tales como contribuciones del tipo de *venture capital* y/o *private equity*, interesados en la potencialidad de crecimiento del proyecto. En este sentido, la inyección de fuentes de capital, siempre son estimulantes aunque la empresa pyme puede rehusarse por temor a ceder participación de su proyecto. Ya en esta instancia, el crédito bancario de un mayor plazo - ya sea bajo la forma de préstamo o una línea crediticia de mayor plazo – comienza a ser una necesidad central y frecuente en estas empresas para ir acompañándolas a lo largo de todo este trayecto de vida. A medida que la empresa crece requiere de fuentes financieras de mayor plazo que permitan sostener proyectos de expansión y una solvencia financiera más sólida.⁸¹ El uso de financiamiento de corto plazo, tal como la cuenta corriente en descubierto, el descuento de papeles o las líneas de crédito, siguen siendo de gran utilidad pero empieza a ser decisivo y determinante conseguir un costo financiero cada vez más bajo o de mejores condiciones.

En definitiva, y de manera general, a medida que la empresa va recorriendo y escalando las distintas etapas de su ciclo de crecimiento los requerimientos financieros van evolucionando. En particular, cuando el nivel de negocio de la firma va incrementando, no solo aumenta las necesidades financieras de la misma, sino también las exigencias de un manejo más eficiente de los fondos. Por tal motivo, **el tipo y la clase de financiamiento de las pymes, está significativamente asociado a la instancia y el grado de desarrollo de las mismas**. Gráficamente, es común identificar y denominar esta relación como el ciclo de vida ("*life cycle*") de financiamiento de las pyme, que se resume en la gráfica a continuación:

⁸¹ Oliver Wyman, *op cit.*, p.4

Gráfico 13 Ciclo de financiamiento a los largo de la vida de las Pymes⁸² (HACER) uno de los tres



Es importante advertir que este esquema no debe aplicarse de manera genérica a toda pyme. Su significado es más bien ilustrativo y pretender subrayar que a medida que la empresa se desarrolla, es **indispensable tener la oportunidad de contar con alternativas de financiamiento** - este proceso es conocido bajo el nombre de *funding escalator*.

Por último, es pertinente hacer la aclaración de que no todas las fuentes de financiamiento son acordes y están disponibles en todos estos momentos de las empresas. Por ejemplo, en la etapa de gestación del proyecto, la firma descansa principalmente en aportes de personas cercanas o familiares – en virtud de que en dicha etapa es difícil que la empresa acceda a relaciones de financiamiento sólidos con bancos u otras entidades de créditos (por ejemplo, aún no cuenta con colaterales ni con un historial de desempeño firme). A modo de esquema resumido, las fuentes de financiamiento usuales de las pymes son:

- financiamiento interno de equity (*internal equity finance*) producto del capital de sus dueños o de los propios beneficios de la empresa
- crédito comercial
- Créditos y distintas metodologías de fondos bancarios
- capital externo (*external equity*), como por ejemplo *business angels*, *venture capital*
- Mercado de capitales

La disposición de estas alternativas permitirá a las pymes cumplir y transitar con éxito las etapas de crecimiento.

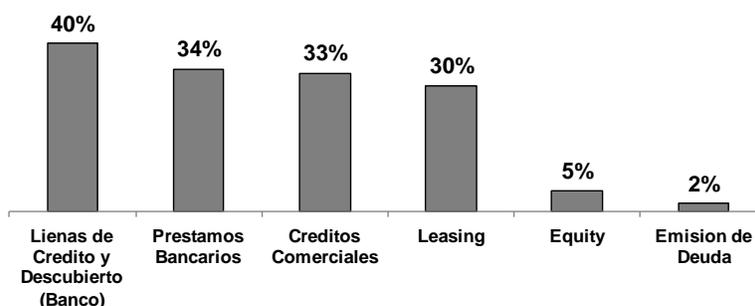
⁸²Elaboración propia en base a gráfica extraída de documento: European Commission, “Economic Analysis Accompanying the Document ‘Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Action Plan on Building a Capital Markets Union’”. Bruselas, 2015.

FUENTES DE FINANCIAMIENTO PYME. PREPONDERANCIA AL CRÉDITO BANCARIO. *El riesgo de “dependencia/concentración”*

A pesar de lo indicado en el reciente esquema de *life cycle*, se aprecia que la principal **f fuente de financiamiento** utilizada por las pymes **son los bancos comerciales**. “*The results of the survey indicated that bank loans typically constitute the primary source of financing for both publicly and privately held SMEs in the majority of jurisdictions, followed by equity finance, venture capital and other related governmental and international funds*”.⁸³

En efecto, la tabla a continuación elaborada en base a los datos del Banco Central Europeo, corrobora que la **principal fuente de financiamiento** para las pymes son **líneas crediticias de muy corto plazo**. Todas las fuentes de financiamiento disponibles refieren al crédito de origen bancario de corto plazo, salvo por el leasing. Adicionalmente se aprecia como el financiamiento por medio de equity es bajo, sobre todo considerando los países en desarrollo, al igual que las emisiones de deudas.

Gráfico 14 Uso de fuentes de financiamiento de pymes⁸⁴



De hecho, en Europa los bancos privados proveen alrededor del 70% del financiamiento total utilizado por micro empresas y casi el 60% por las pymes.⁸⁵ Este porcentaje aumenta si se incluye el financiamiento brindado a las pymes por los bancos de propiedad estatal - estas entidades suelen tener un rol preponderante en la oferta de créditos dirigidos a este sector. En Europa, estos préstamos representan hasta un 30% del financiamiento (se estima que las micro empresas adquieren un 21% de origen de bancos estatales). Asimismo, en Europa se estima que el resto del financiamiento proviene, menos del 10% restante, de instituciones no bancarias u otras entidades.

⁸³ IOSCO, *Op. cit.*

⁸⁴ Datos publicados por Oliver Wyman, *op cit.*, referidos al continente europeo y obtenidos del ECB. Es de esperar que la dependencia bancaria sea aún mayor en países de menor nivel de desarrollo económico.

⁸⁵ Estos datos surgen del estudio de Fouché, Neugebauer and Uthemann (2016), “SME Financing in a Capital Markets Union”. Swedish Institute for European Policy Studies (SIEPS).

Esta preponderancia del crédito bancario debe ser contrastada con la visión de que los bancos comerciales visualizan a los clientes pymes como un factor de alto riesgo, dada la acentuada presencia de información asimétrica, la falta de colateral y las *des-economías* de escalas de interactuar con este sector.⁸⁶ Pero **si las pymes en general no son líneas de negocio redituables para los bancos, resulta imprescindible comenzar a cuestionarse si este esquema de dependencia bancaria será perdurable en el tiempo.** Se deduce que las pymes se ven forzadas a recurrir constantemente al único vehículo financiero que está a su alcance.

De hecho, este esquema de financiamiento no puede ser el resultado de una elección eficiente y/o planeada. El hecho de que sobresalga el crédito de corto plazo significa una situación de riesgo altamente vulnerable para toda empresa, visto que los compromisos de pagos son muy cercanos. Esto significa la obligación de reprogramar constantemente los mismos y, en igual sentido, frente a una alta dependencia con la contraparte, se pierde el poder de negociación para fijar costos financieros más favorables.

En definitiva, el tamaño de estas empresas, su reducido alcance geográfico, la ausencia de historia financiera y otras cuestiones relativas a la débil gobernanza corporativa no solo dificultan la posibilidad de diversificar las fuentes de financiamiento sino que a su vez culminan generando un acceso concentrado hacia una única fuente de fondeo (*dependencia al crédito del banco comercial*). Ahora bien, este esquema de créditos con alta dependencia a una sola fuente construye un lazo de fuerte dependencia poco sostenible, con alto potencial de que en algún momento del tiempo, ni bien las condiciones económicas y la rentabilidad de los bancos de la región empeoren, empiece a resquebrajarse.

BARRERAS DE ACCESO AL FINANCIAMIENTO. Evidencias

Toda empresa requiere de financiamiento para el buen desenvolvimiento de su negocio. El acceso al financiamiento es vital para administrar eficientemente los recursos, los riesgos y los planes de expansión de las empresas. La falta de financiamiento impone un serio obstáculo operativo, limitando el desempeño y la expansión del negocio. Una empresa pyme ¿sufre en mayor grado una restricción al acceso de financiamiento?

En el marco teórico se brindó una respuesta a esta consulta. Ahí se presentaron numerosos trabajos académicos que en su totalidad concluían afirmativamente a este interrogante. Como marco la literatura utilizó la teoría de imperfección de mercado para validar que el racionamiento de crédito originado por la presencia de *información asimétrica* se acentuaba cuando la empresa era pequeña (factor tamaño), con poca historia financiera (factor edad), menor capacidad de gestión (factor alcance), menor sofisticación técnica (factor capacidad

⁸⁶ IFC (c), The SME Banking Knowledge Guide”, 2010.

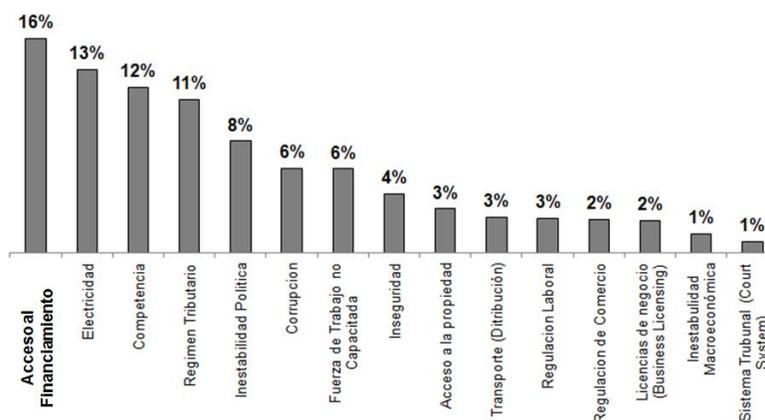
técnica), menor nivel de gobernanza corporativa (factor transparencia) y sin suficiente reputación, factores que se encuentran generalmente en las pymes.

Como síntesis de la extensa literatura focalizada en esta problemática – en el marco teórico se hizo un breve recorrido por alguno de estos textos - es factible extraer las siguientes conclusiones:⁸⁷

- Las pymes enfrentan mayores dificultades de acceso a fuentes financieras con respecto a las grandes empresas
- El tamaño y la edad de la empresa tienen una correlación negativa con la probabilidad de que la misma acceda al financiamiento
- Otros factores, como la experiencia de los manager y el sector de la empresa, también se correlacionan negativamente con la probabilidad de acceder a financiamiento
- las medidas regulatorias impuestas al sector bancario como consecuencia de la reciente crisis financiera mundial, limitó la cartera de créditos de las instituciones bancarias dirigidas a las pymes por sobre las grandes empresas (esto se tratará más adelante).

Adicionalmente, conforme la encuesta empresarial (ES) elaborada por el Banco Mundial, cuando se le consulta a una pyme cuál es el principal obstáculo que afecta su propio desarrollo, la mayor cantidad de respuestas se asocian a la “la falta de acceso al financiamiento”:

Gráfico 15 Principal obstáculos para su crecimiento identificado por empresas pymes⁸⁸



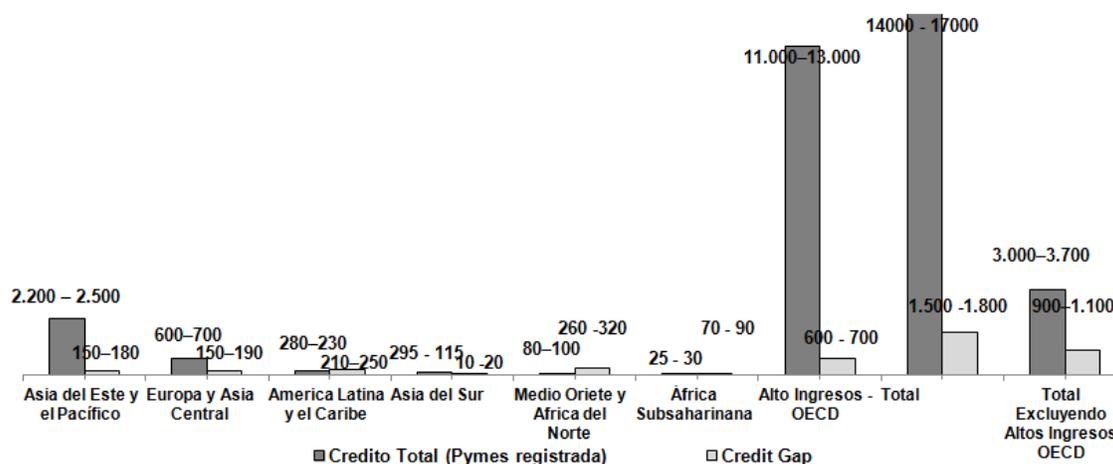
⁸⁷ Yao Wang, *op cit.*

⁸⁸ Elaboración propia en base a la base de datos Enterprise Survey (ES) del Banco Mundial. Esta base se construye a partir de una encuesta a más de 130.000 empresas en 135 países.

Complementariamente, de esta misma base de datos, se extrae que si bien este inconveniente es más acentuado en los países en desarrollo, lo cierto es que en promedio, para cualquier ubicación geográfica, las empresas pymes tienen una tercera parte más de probabilidad de sufrir contracciones crediticias que una empresa grande.⁸⁹

Por otro lado, en países en desarrollo, se estima que entre el 55% y el 68% de las pymes registradas **no consiguen** (“*unserved or underserved*”) **financiamiento** en el sector formal de crédito. En esta región, el IFC calcula **la falta de crédito** (“Credit Gap”) en un monto de **USD 0.9 a USD 1.1 trillones de dólares**, lo que es equivalente a un porcentaje de entre 19% al 23% del total del crédito utilizado por las pymes. Por su parte, en los países desarrollados, el IFC calcula que alrededor del 16% de las pymes no acceden al financiamiento efectivamente necesario para sobrellevar su negocio (“*unserved or underserved*”). En esa región estiman una falta de crédito de alrededor del 5% al 6% del monto total de crédito actual de las pymes de estas economías.⁹⁰

Gráfico 16 Falta de financiamiento a las pymes (cálculo de “Credit Gap” – IFC) en Billones de Dólares⁹¹



Conforme concluye el Banco de Desarrollo Asiático (ADB) “*Such a supply–demand gap suggests the limitations of bank lending for enterprises in raising sustainable and safe funds for business, especially for SMEs*”.⁹²

De igual manera, en un estudio enfocado sobre el territorio europeo, Oliver Wyman encuentra que el diferencial de costo promedio de financiamiento en Europa entre empresas

⁸⁹ IFC (b), *op cit.*

⁹⁰ Referida a la IFC b, *op cit.* Esta información consolidado surge del estudio Stein et al (IFC), *op cit.* La base de datos, IFC b, *op cit.*, es la primera muestra a nivel global que consulta esta problemática y surgen estos valores que son utilizados por distintos reportes.

⁹¹ Elaboración propia en base a datos del IFC b, *op cit.*

⁹² Asian Development Bank (ADB), “Capital Market Financing for SMEs: A Growing Need in Emerging Asia”, (2014), ADB Working Paper Series on Regional Economic Integration, No 121.

pymes y grandes empresas es altamente significativo.⁹³ El principal argumento esgrimido es la falta de información adecuada para analizar su nivel de solvencia y valorar el riesgo, y luego se menciona el mayor temor de la capacidad de este tipo de empresas para atender sus pagos futuros más allá de lo que indiquen sus números, sobre todo teniendo en cuenta que en muchas oportunidades las pymes no presentan garantías suficientes.⁹⁴ En consecuencia, esta problemática coincide con lo tratado en el marco teórico en donde se expusieron las consecuencias de la asimetría de información en el mercado de créditos.

Por su parte, la falta de acceso al crédito y el encarecimiento del mismo es aún más acentuado cuando se incluyen en esta base de cálculo los valores de las micro empresas. Ahí se aprecia que, a nivel global, alrededor del 60% de las empresas micro y pymes informan como un principal obstáculo las barreras para el acceso al financiamiento.⁹⁵

Por otro lado, también hay que remarcar que en muchas ocasiones la falta de acceso al financiamiento está condicionada por otros factores, distintos a los mencionados. Por ejemplo, el factor regional: determinados tipos y formatos de financiamiento están sujetos a las normativas de la jurisdicción en donde la empresa opera, debido a que se observan diferencias considerables en el desarrollo de herramientas financieras disponibles en cada región. A su vez, el objeto de la actividad de la pyme también predomina como un factor crítico a la hora de determinar la capacidad de acceso del financiamiento que tiene la empresa. Y la actividad de la pyme esta intrínsecamente ligada a las fortalezas económicas que se propician en cada país.

Asimismo, también es relevante mencionar otros rasgos sobresalientes que se aprecian con respecto a las barreras de financiamiento pyme. Existe una notoria diferencia en el uso de fuentes de financiamiento en empresas pymes con alto grado de capacidad técnica de las gerencias versus otras con estructura accionaria y gerencial de fuerte presencia familiar y con poco desarrollo técnico en temas financieros. En este sentido, juega un rol clave la relación y la red de contactos que posee la firma. Por último, se suelen identificar otros factores generales en la capacidad de acceso al financiamiento de las empresas como por ejemplo el grado de innovación, la actitud tomada frente al riesgo, o los propios objetivos de la empresa, entre otros.

En resumen, el acceso al financiamiento de una pyme depende de factores tales como:⁹⁶

- el grado de desarrollo
- la disponibilidad de financiamiento en jurisdicción que opera la pyme
- la naturaleza y el objeto de negocio de la pyme

⁹³ Oliver Wyman, *op cit.*

⁹⁴ http://sedici.unlp.edu.ar/bitstream/handle/10915/49961/Documento_completo.pdf?sequence=4 p.5.

⁹⁵ Stein et al (IFC), *op cit.*

⁹⁶ IOSCO, *Op. cit.*

- las habilidades del *managment*
- la relación comercial y contactos profesionales de los dueños de la pyme
- otros

En definitiva, la falta de financiamiento es un inconveniente altamente nocivo para el desarrollo del sector pyme - el principal obstáculo según los propios integrantes del sector. En función de lo mencionado previamente, se corrobora que el problema de información asimétrica desarrollado en el marco teórico se enfatiza cuando el solicitante es una empresa pyme. Por tal motivo es preciso conocer qué necesidades financieras tienen este tipo de empresas y cómo administran estas fuentes crediticias para luego poder evaluar si el potencial riesgo de restricción crediticia (barreras a financiamiento) puede ser sustituido por un mercado de capitales pymes.

CONTEXTO QUE ACENTÚA PROBLEMA DE ACCESO AL FINANCIAMIENTO. Efectos de una alta dependencia bancaria.

Conforme lo indicado hasta aquí, las pymes interactúan en un entorno de financiamiento desfavorable, evidenciando serias barreras de acceso al financiamiento. Ahora bien, el hecho de que las pymes manifiesten esta dificultad está asociado a la falta de recursos propios, la baja capacidad para incrementar su capital social ante nuevos requerimiento de fondos ya sea para expandir su negocio o para atender necesidades de su capital de trabajo. Por lo tanto, además de manifestar dificultades para acceder a los fondos requeridos, las pymes dependen casi exclusivamente del crédito que ofrece la institución bancaria. ¿Qué vulnerabilidad incuba esta alta dependencia bancaria?

El hecho de que la principal fuente de financiamiento accesible para las pymes se concentre en una sola institución - en este caso los bancos comerciales -, encubre un alto grado de fragilidad y de **riesgo. Cualquier situación que afecte el desempeño operativo de los bancos se contagiará indefectiblemente hacia estas empresas, agravando aún mas esta problemática.** En efecto, esto sucedió luego de la reciente **crisis financiera** cuando se **impusieron un conjunto de normas regulatorias (Basilea III)**⁹⁷ que apuntaron a reforzar los niveles de capitalización de los bancos y a mejorar las métricas de liquidez y de solvencia financiera.⁹⁸ Como consecuencia, los bancos se vieron obligados a recomponer su cartera de activos, **lo que se tradujo en una restricción y encarecimiento de los**

⁹⁷ Hace referencia a un conjunto integral de reformas elaborado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para fortalecer la regulación, supervisión y gestión de riesgos del sector bancario. Las reformas están dirigidas a: (i) la regulación de los bancos a títulos individual (dimensión microprudencial), para aumentar la capacidad de reacción de cada institución en periodos de tensión, (ii) los riesgos sistémicos (dimensión macroprudencial) que puedan acumularse en el sector bancario en su conjunto, así como la amplificación procíclica de dichos riesgos a lo largo del tiempo. Ver http://www.bis.org/bcbs/basel3_es.htm

⁹⁸ Hyun, J.S. and B.K. Rhee, "Bank Capital Regulation and Credit Supply", Journal of Banking & Finance, Vol. 35(2), 2011, p. 323-330.

O Griffith-Jones, S, Tyson, J and Calice, ECLAC, *op cit.*

préstamos bancarios, sobre todo para aquello de **mediano y largo plazo**.⁹⁹ Varias empresas sufrieron el impacto financiero ante la dificultad de reordenar sus líneas tradicionales de crédito – ya sea porque esta se interrumpió o porque se encareció el costo financiero-, propagando así el problema al terreno productivo y económico. Pero por sobre todas las cuestiones, y tal como se viene desarrollando en este trabajo, los principales afectados ante una reacción semejante de los bancos son indefectiblemente las pymes: ya sea porque esta es su principal y casi única fuente de financiamiento como por el hecho de que el mundo crediticio castiga rápidamente a todo sector con riesgo crediticio alto, como las pymes.

Es ilustrativo citar una de las principales conclusiones de un trabajo elaborado por la OCDE en 2014, cuyo objeto de estudio fue precisamente recorrer los distintos trabajos académicos referidos al impacto de la crisis financiera en las condiciones crediticias de las pymes: “*The Crisis has had detrimental consequences for borrowers and lenders; SMEs were most affected.*”¹⁰⁰ Asimismo, conforme una encuesta realizada por el Banco Central Europeo (ECB), la disponibilidad de préstamo bancario se contrajo fuertemente desde el inicio de la crisis financiera con dos fuertes caídas, una del 33% en 2009 y otra del 22% en 2012, producto de la inminente aplicación de las nuevas normas regulatorias, ambos porcentajes exceden la contracción crediticia que reportaron las grandes empresas.¹⁰¹

En efecto, la crisis financiera sirvió de disparador para despertar con mayor ímpetu la discusión de la problemática de financiamiento que afecta a las pymes.¹⁰² Así, han aparecido distintas iniciativas a los fines de mejorar la infraestructura financiera existente dirigida a las pymes, el surgimiento de nuevos esquemas de garantías, ajustes sobre el modelo crediticio bancario y la aparición de otras líneas crediticias privadas especialmente dirigidas al sector pyme.¹⁰³ A nivel global, el “*Global Partnership for Financial Inclusion (GPFI)*” y el “*IFC*” promovieron varios estudios focalizados en mejorar la situación crediticia de de estas pequeñas empresas, incluyendo mejoras en la disponibilidad de datos referidas a las mismas

Otro ejemplo surgió de la Comisión Europea que preocupada ante una regulación que forzaba a los bancos a desapalancarse, puso en marcha un plan para unir los mercados de capitales, *Capital Markets Union (CMU)*, con el foco puesto en estimular los canales de

⁹⁹ Centre for Entrepreneurship, SMEs and Local Development, “The Impact of the Global Crisis on SME and Entrepreneurship Financing and Policy Responses” OCDE, 2009.

¹⁰⁰ Gert Wehinger, “SMEs and the credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature”, OCDE, 2014.

¹⁰¹ Banco Central Europeo (2012), “survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area”.

¹⁰² Según Thomson Reuters, nota publicada al 31 de mayo de 2017: “*Small and medium companies in Europe receive 75 percent of their funding from banks, and have struggled to get capital as the banking sector faced higher capital requirements*”. <http://www.reuters.com/article/us-eu-funds-venturecapital-idUSKBN18Q2B9>

¹⁰³ Stein et al (IFC), *op cit*.

financiamiento para las Pymes europeas.¹⁰⁴ Basta recordar que incluso en condiciones económicas favorables, las pymes son reconocidas con distintos programas de incentivo y subsidio, en respuesta a la asimetría financiera que enfrentan, tal como se fue desarrollando en este trabajo.¹⁰⁵ Entonces, bajo este escenario de extrema adversidad y vulnerabilidad, se refuerza la necesidad de construir nuevas medidas alternativas que den oxígeno a este tipo de empresas.

Ante este contexto, el mercado de capitales toma impulso y recibe el apoyo de varios sectores dado que puede ser una vehículo de gran importancia a la hora de brindar una alternativa de financiamiento que compita con los formatos preestablecidos, y que se acerque a las empresas pymes no solo cuando éstas se encuentren maduras sino que puedan ser un sostén a lo largo de su ciclo de vida, sobre todo teniendo presente los beneficios de un mercado de capitales pymes. Para eso, habrá que comenzar a indagar qué capacidad tiene este mercado para cumplir airoosamente este rol.

V. MERCADO DE CAPITALES PYMES. ANALISIS DE VIABILIDAD.

El mercado de capitales emerge como una oportunidad única para responder airoosamente a la problemática de financiamiento de las empresas pymes. Un buen funcionamiento de este mercado sería de vital importancia para que estas empresas puedan transitar con éxito su ciclo de despegue y crecimiento, desprendiéndose de las ataduras impuestas por la dependiente relación crediticia con los bancos, sobre todo en los momentos en que por la situación de la economía se contrae esta fuente de fondos. Para cumplir tal fin, el **mercado de capitales pymes** no solo debería presentarse como una alternativa financiera al momento en que las empresas alcancen su total madurez o un tamaño de mercado considerable, sino que debería **acompañarlas también** en las **instancias previas** a este proceso, **ofreciendo la posibilidad de incrementar el capital social** en condiciones razonables (o diversificar la colocación de deuda a un costo financiero menor que el mercado privado).

De hecho, conforme se apreció en la sección II, en los últimos años han aparecido varios paneles de negociación exclusivamente para pymes. Ahí se exhibió cómo la evolución de la cantidad de empresas listadas y la capitalización bursátil de este panel arrojó ciertos logros importantes. Pero **a los efectos de indagar la capacidad de estos mercados para emerger como una alternativa de financiamiento**, es **preciso profundizar el análisis**, en el sentido de poder **identificar si este segmento** particular del mercado de capitales **cuenta**

¹⁰⁴ Fouché, Neugebauer and Uthemann, "SME Financing in a Capital Markets Union". Swedish Institute for European Policy Studies (Sieps), 2016

¹⁰⁵ Centre for Entrepreneurship, SMEs and Local Development, *op cit.*

con las **herramientas requeridas para desarrollarse y sostenerse saludablemente en el tiempo por sus propios medios.**

Para responder este interrogante, este trabajo analiza en primer lugar cuáles son los **atributos** que hacen al éxito y viabilidad de un mercado de capitales para luego contrastarlos con el verdadero funcionamiento y las características de un mercado de capitales pymes. Y complementariamente, se acompaña este análisis con el estudio de ciertos **indicadores operativos (cuantitativos)** que permitan extraer algunas conclusiones adicionales acerca de la viabilidad o no de estos mercados.

Para identificar tales **atributos** se **lleva a cabo un análisis cualitativo** de los elementos y factores que resultan necesarios para que haya un buen funcionamiento del mercado de capitales. En este marco, se desarrolla la idea de que la viabilidad de una bolsa de valores la hacen sus participantes (emisores, intermediarios, inversores). De ahí, se deduce que una condición *sine qua non* para el éxito de un segmento de negociación en un mercado de capitales es que el mismo genere los incentivos necesario para atraerlos. Por tal motivo, para abordar correctamente esta problemática, será preciso analizar detenidamente los incentivos requeridos y percibidos por los participantes en un mercado pyme.

A modo de anticipo, se demostrará que varios de los atributos requeridos para el éxito de un mercado de capitales no se presentan en un segmento de negociación pyme y por ende existe un fuerte desincentivo a que estos participantes se involucren. En palabras del WFE (refiriéndose a un estudio sobre el mercado de capitales pyme): “*this research indentified globally-consistent barriers and opportunities for enhancing access to equity market finance*”.¹⁰⁶

Sin detenerse ahí, este trabajo se propone además complementar el análisis con un estudio cuantitativo basado en ciertos **indicadores operativos** representativos del desempeño de un mercado de capitales. En rigor esta fuente de datos permitirá, en primer lugar, identificar los casos de desempeño más destacados para luego evaluar (por medio de indicadores operativos) a la fecha, la medida en que los mercados de capitales pymes han logrado atraer a las empresas como sustituto de sus restricciones financieras. Tal como se desarrollará lo cierto es que si bien muchos países pueden estar bien encaminados en esta dirección, aún la mayoría de los mercados de valores pymes no se afirman como un vehículo viable, en término de ser rentables con independencia de los subsidios cruzados que puedan existir con los paneles de negociación principal. Esto es reconocido por todos los actores que se preocupan por la problemática del financiamiento pyme o por el desarrollo del mercado de capitales, como el World Federation of Exchange, IOSCO, y las agencias de desarrollo del

¹⁰⁶ WFE a, *op cit*. Esta conclusión se alcanza luego de llevar a cabo una investigación que consistió en tomar una amplia muestra de compañías, inversores e intermediarios de cinco mercados de capitales en países desarrollados y de países emergentes.

sector pyme de diferentes organismos multilaterales,¹⁰⁷ cuyos reportes más recientes han sido de marco para este trabajo en particular. Según conclusiones del Banco Mundial: “*While SME exchanges may be valuable to have, many countries have attempted to develop them but few have succeeded*”.¹⁰⁸

ELEMENTOS PARA MEDIR LA VIABILIDAD. ATRIBUTOS DE UN MERCADO DE CAPITALES EFICIENTE

El mercado de capitales es un espacio para la transacción de instrumentos financieros donde interactúan emisores, intermediarios, inversores minoristas, mayoristas y organismos reguladores del sistema financiero. El funcionamiento eficiente del mercado de capitales es vital para la actividad económica gracias a los beneficios financieros que genera entre sus participantes. En tal sentido, un panel de negociación que atraiga a las pymes sería de suma importancia para que éstas puedan generar fondos de largo plazo y/o diversificar sus fuentes de financiamiento – y al mismo tiempo expandir el abanico de oportunidades de productos para los inversores. Pero para eso, es necesario detectar qué factores y atributos determinan un eficiente funcionamiento del mercado de capitales a los efectos de indagar si acaso estos elementos pueden reproducirse en un segmento de negociación pymes dentro del mercado de capitales.

Una forma de comprender con mayor claridad el basamento sobre el cual se apoya la viabilidad de un mercado de capitales es entender los atributos que hacen a su buen funcionamiento. En efecto, el concepto de *network* (en adelante sistema o esquema de red) permite describir de manera estilizada el comportamiento de un mercado de capitales.¹⁰⁹ Técnicamente, una red es un conjunto de enlaces que vinculan un conjunto de nodos. A la hora de describir un mercado, cada uno de estos nodos representa simbólicamente a un participante. En un sistema de red clásico, a medida que aumenta el número de nodos (clientes), se expande el sistema en general y en consecuencia incrementa el valor de la red (esto se denomina: *network effect*).

Adicionalmente, otro factor determinante que aporta valor a la red es el hecho del nivel de participación de cada nodo: cuanto mayor sea el grado de interacción de cada participante, mayor es el beneficio general de la red en su conjunto (*network externality*). **En resumen**, dos elementos (que nacen de los propios participantes) determinan **el valor de la red** a la vez que aportan a generar un **ecosistema virtuoso**:

I. La expansión de participantes (*network effect*)

¹⁰⁷ Ver WFE a, *op cit.*, WFE b, *op cit.*, World Bank, *ob cit.*, IOSCO, *Op. cit.*

¹⁰⁸ World Bank, *ob cit.*

¹⁰⁹ Este marco conceptual que se introduce a continuación se base en el reporte del Banco Mundial, “Payment systems worldwide a snapshot. Outcomes of the Global Payment Systems Survey 2010”, 2011, Cap. 5.

II. El nivel de actividad de los participantes (*network externality*)

Tal estructura de funcionamiento es similar a cómo se comportan en términos económicos varios mercados. Principalmente, el esquema de red suele asociarse a los sistemas de pagos, de compensación, de liquidación y fundamentalmente al mercado de capitales. Básicamente, todas estas infraestructuras son ecosistemas que se desarrollan en base a la retroalimentación constante entre sus participantes. Cuanto mayor número de participantes haya y cuando mayor actividad de cada uno de ellos, mayor será el valor que tiene cada uno de estos sistema. Un ejemplo claro son las tarjetas de créditos. Estos sistemas tiene como clientes a los comerciantes - quienes brindan el servicio de pago con tarjeta en función de la atracción de clientes que pueda generar - y a los propios clientes - quienes suscriben a determinada tarjeta en función de la cantidad de comercios adheridos a la misma. Así, cuanto mayor número de comerciantes estén asociados a ese sistema de pago, mayor será el número de clientes interesados en poseer dicha tarjeta (o viceversa dado que es un círculo virtuoso), y mayor valor habrá en caso de que se utilice regularmente esta tarjeta.

En particular, en un mercado de capitales, el hecho de que cada participante decida operar (*tradar o listarse*), incrementa el potencial beneficio del resto del sistema (*network externality*). Cuantos más participantes envíen órdenes de compra y de venta en el mercado de negociación, mayor es la probabilidad de que las órdenes se combinen y, por ende, se ejecuten efectivamente en las condiciones deseadas. En términos cotidiano, esto se traduce en una mayor liquidez, factor determinante para evaluar la eficiencia del mercado en su conjunto.

Otra característica relevante de los sistemas de red, es que estos producen naturalmente un esquema que obstruye el desarrollo y la introducción de nuevos competidores - estos serían la generación de redes paralelas que deseen competir por los participantes de mercado.¹¹⁰ Por lo general estos sistemas de red se asocian a mercados con **infraestructura de altos costos hundidos** (costos fijos elevados). En efecto, para que una red pueda ser viable, **requiere contar con muchos nodos (clientes), tal que se diluya los costos fijos y sea atractivo para sus clientes**. En caso de que haya una red desarrollada (gran número de participantes), ¿Cuál sería el incentivo de que un nodo migre a una red naciente con pocos participantes y por ende menor valor (y mayor costo: comisiones)? Es importante remarcar este punto dado que levanta otro atributo importante de estos mercados. ¿Cómo cubrir los altos costos de entrada?

La **infraestructura** requerida para desarrollar un **mercado de capitales** es **altamente costosa** (sobre todo en términos de costos fijos), tanto por los procesos requeridos para cumplir con las exigencias **regulatorias** como por la necesidad de invertir fuertemente en **tecnología y comunicación** - además de los considerables gastos diarios de mantenimiento.

¹¹⁰ Este concepto es similar a lo que se conoce como Monopolios Naturales en Microeconomía.

En este sentido, los **altos costos de entrada desestimulan** la creación de este tipo de infraestructuras, sobre todo **cuando la red** (*network*) **no generará una cantidad de nodos** tal que pueda generar los beneficios requeridos para la red. De ser así, se desprende una tercera arista para determinar la viabilidad de un mercado de capitales: es necesario contar con un determinado número mínimo de participantes y de actividad (punto i y ii definido recientemente) a los efectos de cubrir los altos costos de entrada.

III. **Existencia de barreras a la entrada** para edificar un segmento de negociación pyme. Los altos costos fijos exigen contar con una mínima extensión de red y un mínimo volumen de operación (para poder diluir el costo hundido), lo cual sugiere limitar segmentos que compitan entre si o promover subsidios cruzados con otro panel de negociación)

En microeconomía, esta situación se denomina **barreras a la entrada** para nuevos competidores (nuevos mercados de capitales). Para algunos teóricos esto es un quebramiento (falla) a la libertad de mercado (mercado imperfecto). Por lo tanto esta situación sugiere la importancia de edificar estructuras que no compitan con otros paneles de negociación y en lo posible que puedan distribuir parte de la estructura de costos.

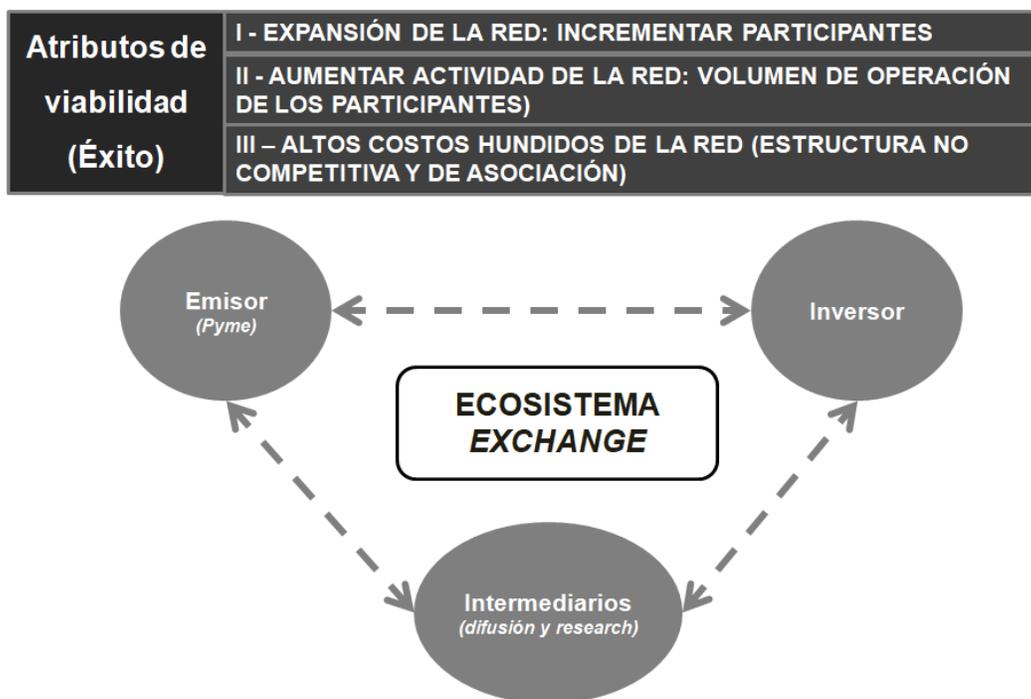
Por último, es importante remarcar acá, que esta falla de mercado es utilizada por varios autores para justificar la introducción de políticas *ad-hoc*, externas a las propia fuerza del mercado, que puedan rebalancear y corregir el mismo (*políticas pública de regulación económica*). Por ejemplo, una de las aplicaciones más usuales sobre este concepto se corresponde con las políticas que segmentan a los usuarios (esto se aprecia en los servicios públicos y en numerosas industrias, no solamente la financiera).¹¹¹ La idea detrás de estas iniciativas es que las redes (*network*) no siempre están constituidas por usuarios finales (nodos) homogéneos - lo que se denomina como “*one-sided market*” – sino que, por lo general, cada usuario presenta diferentes características entre si - “*two-sided market*”. En consecuencia, una política generalizada a todos los participantes no generará un óptimo mercado, esto posibilita que los operadores apliquen esquemas diferenciados por clientes (por ej. segmentación en los pliegos tarifarios), mejorando los *network effects* y atrayendo un mayor número de nodos posibles a su red. En efecto, esta idea será de utilidad al momento de desarrollar distintas iniciativas que son referenciadas como políticas de estímulo exitosas en estos mercados (se verá en sección VI. Experiencias internacionales).

En resumen, se desea remarcar con este análisis que el mercado de capitales opera como un sistema de red - descrito previamente -, y que su éxito depende de la cantidad de

¹¹¹ Por ejemplo, una forma de sortear estos problemas es la separación de servicios que puede ofrecer cada red. Este tipo de situaciones es ampliamente visualizada en economía por ejemplo en el sector telecomunicaciones, transporte, la industria financiera (los sistemas de pago, de custodia, de liquidación, para mencionar algunos), entre otros, en donde existen entes reguladores que segregan y reparten el mercado entre los oferentes del servicio (es decir, limitan la competencia).

participantes (extensión de la red) y del nivel de participación de cada nodo (volumen operado) – *network effect* y *network externalities* –, en una determinada cantidad tal que le permita cubrir los altos costos hundidos del sistema. Este esquema se traduce gráficamente en un **ecosistema** virtuoso que exige de una retroalimentación constante entre los participante, único factor que estimula el interés de los mismos y por ende el éxito del mercado.¹¹²

Gráfico 17 ECOSISTEMA. Esquema red en mercado de capitales. Identificar incentivos a participantes (nodos) del sistema¹¹³



ANÁLISIS DE VIABILIDAD (INCENTIVOS) EN EL MERCADO DE CAPITALS PYMES.

En base al desarrollo teórico presentado previamente, se clarifica **cuál debe ser el camino para evaluar la capacidad para que emerja un mercado de capitales pyme viable**. Primero se deben **identificar** los **incentivos** que atraen a **cada uno de estos actores (nodos) a participar** al mercado (la red). Esto permitirá construir un marco para **analizar qué aspectos de un mercado de capitales pyme limitan o estimulan estos incentivos**. De ahí se podrá obtener un panorama nítido de la viabilidad para que este mercado se

¹¹² Existe algunos factores adicionales que configuran este ecosistema aunque no serán analizados en detalle en este trabajo. Estos se refieren a la tecnología de la infraestructura (para transacción y comunicación) y el marco regulatorio.

¹¹³ Elaboración propia

desarrolle por sus propios medios y se convierta en una alternativa de financiamiento. Por tal motivo, a continuación se hace un análisis detallado de los incentivos que enfrentan cada uno de los participantes (**los emisores, los intermediarios, y los inversores**) y sus repercusiones en el segmento de negociación pyme.

EMISORES. El conflicto de la Regulación equilibrada.

Una empresa que es emisora en el mercado de capitales se convierte inmediatamente en una empresa pública –esto es, debe migrar de su estadio de privacidad a uno de completa transparencia y publicidad de la información. Esta situación demanda la presentación periódica de documentos (*disclosure* de información), la disposición para abrirse a los requerimientos de auditores y reguladores, y el cumplimiento constante de varios requisitos legales y/o financieros. En rigor, listar títulos de valores en el mercado de capitales significa un proceso complejo que demanda dedicación, modificaciones internas y costos para las empresas.

De hecho, la decisión de salir a emitir en un mercado de capitales suele estar asociado a empresas con determinada estructura operativa e institucional dado que esto les facilite satisfacer las numerosas exigencias de este proceso. Para una empresa pequeña o mediana que no ha logrado establecerse ni consumir su proceso de desarrollo, y que enfrenta restricciones crediticias tal como presupone este trabajo, no presentaría las condiciones necesarias para navegar exitosamente por los desafíos (requerimientos) que impone un mercado de capitales. En efecto, estas **exigencias regulatorias, significarían para una pyme un distanciamiento tajante con el mercado de capitales**. Pero ¿por qué el mercado de capitales requiere de una demanda tan exigente de información?

La problemática del grado de **apertura de la información** hace al concepto de **regulación equilibrada**, que es **determinante para el buen funcionamiento de un mercado**. En rigor, este requerimiento no puede ser evitado en un mercado público y organizado si desea **atraer una base amplia de inversores** (*expansión de participantes*)¹¹⁴ - y sin una base amplia de inversores, no hay mercado de capitales. Por tal motivo, el mercado público exige contar con información precisa, transparente y actualizada de las empresas a los efectos de **brindar confianza, protegiendo** el funcionamiento general del sistema y al conjunto de participantes del mismo. El riesgo de una falla operativa, y la capacidad de contagio, es enorme dado que los daños pueden ser de una dimensión inimaginable.

No obstante, **el exceso de solicitud de documentos y/o de información**, ya sea en términos de frecuencia o de cantidad de los mismos, **también perjudicaría el funcionamiento** del mercado **si acaso aleja a emisores**. Básicamente, estos requerimientos

¹¹⁴ A continuación se utilizarán términos desarrollados en el punto anterior (ELEMENTOS PARA MEDIR LA VIABILIDAD. ATRIBUTOS DE UN MERCADO DE CAPITALES EFICIENTE) al momento de analizar la viabilidad de un mercado de capitales.

representan un costo que desestimula el ingreso de empresas al mercado - la dedicación que se precisa para cumplir con todos los documentos, medido en tiempo y costos, es crítico. Por ende, **una regulación equilibrada requiere cierto balance** y medida entre los costos que genera el cumplimiento de la documentación exigida al emisor y la importancia de la información con la que debe disponer el inversor y el regulador para permitir que el sistema funcione de forma segura y confiable (*investor protection*).

En rigor, conforme indican las propias empresas emisoras pymes en base a una encuesta llevada a cabo por WFE, en donde se solicitó a los emisores - muchos de ellos son empresas de dimensión un poco mayor al promedio pyme -, que comparen sus expectativas previas a hacer un IPO con respecto a su experiencia posterior¹¹⁵, se aprecia que el **tiempo** y el **costo** de cumplir con los **requerimientos de emisión**, la **gobernanza corporativa**, la **adecuación de los estados contables** resultan entre los aspectos críticos que más desilusionaron a los emisores.

Gráfico 18 Encuesta realizada a emisores luego de realizar un IPO¹¹⁶

Variables	Empleados	
	< 500	< 1000
Tiempo y costo de cumplir con "on-going" listing requirements	1.45	1.44
Volatilidad de la acción	1.46	1.45
Tiempo requerido para reformar gobernanza corporativa	1.48	1.46
Liquidez de la acción	1.57	1.6
Tiempo y costos de adecuar estados contables	1.66	1.67
Tiempo dedicado a "investor relation"	1.66	1.65
Efectos en desempeño financiero	1.68	1.68
Interés de Inversores institucional	1.69	1.7
"Coverage" de la compañías	1.76	1.76
Shareholder Pressure	1.77	1.78
Escrutinio público	1.89	1.9
Responsabilidad social de la firma	1.89	1.88
Impacto en visibilidad o reputación	1.92	1.95
Difusion en medios	2	1.99
Pérdida de control de la compañía	2.01	2.02

Estos obstáculos, si bien pueden resultar abordables con cierto nivel de dedicación para una empresa grande y estable, resulta un indudable impedimento para empresas más pequeñas. En el caso de una empresa pyme, su estructura, su tamaño, su trayectoria operativa y la sofisticación técnica del *management* que exige el mercado de capitales, no suelen ser compatibles con el nivel de exigencias de *disclosure* típicos del mercado. Básicamente, **más allá de sus intenciones y de su voluntad**, los tiempos, los costos, los formatos y ciertas exigencias de la documento **impiden el estricto cumplimiento con estas normas**.

¹¹⁵ Según un listado de variables que se detallan en la misma tabla, se solicitó poner el valor 1 a aquellas que se consideren peor a lo esperado, 2 en línea con lo esperado y 3 mejor a lo esperado

¹¹⁶ WFE a, *op cit.*

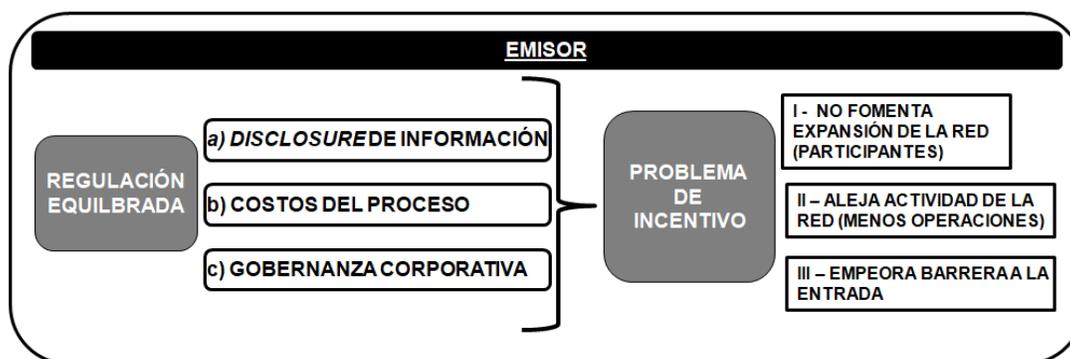
Entre las **principales dificultades** con la que se presenta una **empresa pyme para cumplir en tiempo y forma con la documentación requerida**, se puede mencionar:¹¹⁷

- a) En primer lugar, la cantidad y los formato de la documentación exigida no corresponde con la naturaleza operativa de un empresa pyme (por ejemplo, los pocos años de vida operativa, la falta de balances contable trimestrales, auditados o en cumplimiento con **normas internacionales**, certificaciones de contratos varios, entre otros). En consecuencia, la **propia naturaleza** de estas empresas puede significar incumplir con los requerimientos exigidos en el mercado de capitales. Esto mismo también incluye cierta **negligencia técnica** del personal por no estar acostumbrado a este tipo de operatoria. La falta de experiencia en el mercado de capitales se asocia a desconocer los procesos, las obligaciones derivadas del mismo, entre otros
- b) Los costos asociados a este proceso resultan de una dimensión considerable para la estructura de gastos y de costos de una pyme. El conjunto de tales presentaciones de documentos y de procesos, además de significar una dificultad técnica para la empresa, representan una erogación monetaria considerable en **gastos de asesoría, sellos, certificaciones y comisiones**.
- c) Al mismo tiempo, una empresa pyme carece del registro y cumplimiento de los **estándares de gobernanza corporativa**, tales como una estructura de propiedad y de gerencia difusa, reglamentos internos, certificaciones de actas de directorio y de asamblea, y otras cuestiones que hacen a la calidad institucional.

Estos tres factores son los principales aspectos requeridos por una regulación equilibrada que afectan drásticamente el ingreso de emisores pymes (por ende afectando la extensión de red), quebrantando así la retroalimentación necesaria para el desarrollo de un ecosistema virtuoso entre los participantes del sistema.

¹¹⁷ IOSCO, *Op. cit.*

Gráfico 19 Principales variables que desalientan la participación de emisores pymes



A los efectos de profundizar sobre esta problemática, se han seleccionado tres temas para ser tratados con mayor profundidad a continuación,

a) *Disclosure de información – Admisión, registro y emisión de títulos.*

Listar un título para su posterior emisión en un mercado de capitales es en si mismo un proceso de naturaleza enteramente legal y/o contractual. Este proceso es la etapa final de una gran cantidad de instancias previas que exigen numerosas presentaciones de documentos en pos de que aquellos terceros ajenos a la empresa y potencialmente interesados en adquirir el título cuenten con información precisa, suficiente y confiable.

Previo a que los valores puedan comenzar a operar y/o a cotizar, es necesario haber recibido una autorización de **admisión** por parte de la entidad regulatoria y por el mercado. Similarmente, es preciso tener la aprobación del **registro** de los títulos. Ambos procesos hacen a la difusión de las condiciones técnicas y legales de título, los compromisos asumidos por la parte emisora y el detalle del desempeño contable, financiero y administrativo de la empresa (*listing disclosure*). Además de estos procesos previos al momento de emisión, el solo hecho de ser una entidad pública se traduce en la obligación de difundir información de manera frecuente al mercado (*on-going disclosure*).

En concreto, este tipo de exigencias pueden referirse a aspectos cuantitativos (aspectos financieros del título a emitirse o del desempeño de la empresa) como a aspectos cualitativos (información transparente y clara respecto funcionamiento, compromisos, responsabilidades y documentación contable y legal), ambos en pos de brindar transparencia, seguridad y buen funcionamiento al mercado de capitales.

En cuanto a los aspectos cuantitativos, estos suelen variar en cada jurisdicción y en función de cada título, pero por lo general se refieren a mínimos valores que debe demostrar la

empresa o el título a listarse para asegurar cierto grado de confianza al inversor. Como más general se suele apreciar:¹¹⁸

- mínima cantidad de años operativos o mínimos ratios de rentabilidad histórica de la firma
- una cantidad determinada de balances auditados (según el criterio de norma contable que asuma la bolsa)
- tamaño del patrimonio de la firma (capitalización bursátil)
- *free float* mínimo de las acciones a emitirse
- número mínimo de accionistas y de acciones (fundamentalmente para el mercado de acciones)

Similarmente, si bien los aspectos cualitativos también varían conforme las normativas de cada legislación y de cada instrumento, de manera general estas presentaciones suelen incluir el **programa de la emisión**, el **prospecto** y **suplemento de precio** del título. En ellos se detallan las condiciones técnicas del instrumento y del proceso, los compromisos asumidos por cada parte, se delinear las responsabilidades frente a cualquier eventualidad y se presentan las certificaciones de contratos y registros contables auditados en correspondencia con las normas regulatorias, las actas de directorio y de asamblea, el reglamento interno de la empresa, y otros aspectos de gobernanza corporativa y contractuales.

Adicionalmente, tal como se comentó previamente, las empresas son conscientes que este cúmulo de presentaciones contractuales no culmina cuando la empresa finalice el proceso de emisión, y que el título ya se encuentre cotizando. Por el contrario, una empresa pública debe continuar respetando plazos de presentación de documentos (*on-going disclosure*) a los efectos de que los inversores tengan conocimiento de la actualidad del estado operativo de la empresa y del buen funcionamiento del título conforme lo pautado originalmente en los contratos: el cumplimiento de los *covenants*, información de hechos relevantes, presentación de información contable actualizada y seguimiento de estándares de gobernanza corporativa, entre otros. Este factor contribuye **a incrementar el desinterés de una empresa pyme** y a apaciguar las bondades que potencialmente podría ofrecer un **mercado de capitales**.

En función de esto, es lógica pensar que al momento de necesitar capital o financiamiento para sus negocios, las **pymes perciben el mercado de capitales como un vehículo distante e inaccesible**. El cumplimiento en tiempo y forma de este tipo de información **resulta un limitante** difícil de superar para estas empresas. Los requerimientos de una regulación equilibrada que resguardan los interés de los inversores y protegen el sistema

¹¹⁸ Informe Bovespa, *op cit.*

financiero en el panel principal de negociación de un mercado de capitales, limitan tajantemente la entrada a las

b) **Costos relacionados al proceso de listado** (*el caso de Initial Public Offering – IPO*)

Además de tener que satisfacer todos los requerimientos del proceso de *disclosure* de información mencionado, **hay otra variable crítica** por la que algunas **empresas se resisten a incursionar en el mercado de capitales: los costos asociados a proceso de listado** (o IPO). Los principales costos directamente relaciones se corresponden con los costos de registro, de admisión, de custodia, los gastos de mantenimiento (*maintanance fee del exchange*), las comisiones de los agentes colocadores (*bróker*), las comisiones de los servicios de asesoría o consultoría legales, entre otros. A estos costos adicionalmente es pertinente incorporar todos los costos indirectos referidos al tiempo dedicado por el personal y los gastos adicionales requeridos para presentar en tiempo y forma toda la documentación mencionada previamente (gastos de escribanía, de sellos, impresiones, el salario del personal dedicado, entre otros).¹¹⁹

Para comenzar a dimensionar esta problemática, la siguiente tabla ilustra de manera aproximada el costo (solo los costos directos de listado) que implica el IPO con respecto a la totalidad de fondos captados, extraído de un informe realizado por Bovespa en paneles de negociación alternativos (pymes):

Tabla 3 Costo asociado a IPO, ejemplo ilustrativo para cuantificar el impacto monetaria en los incentivos para iniciar un IPO¹²⁰

	Tamaño del IPO (Alternativo - Principal)	Porcentaje del Costo Fijo sobre la Captación de Fondos
Brasil	USD 75 MM - USD 120 MM	1,98% (Promedio)
Canada	USD 65 MM - USD 150 MM	2,36% (Promedio)
Inglaterra	USD 64 MM - USD 120 MM	3,6% (Promedio)
Australia	USD 50 MM - USD 100 MM	2,2% (Promedio)
Polonia	USD 65 MM - USD 130 MM	2,06% (Promedio)

¹¹⁹ Es pertinente comentar que según el Informe Bovespa, *op cit.*, los costos asociados al IPO no resultan ser la principal causa de desestimulo a la hora de que una empresa pyme decida convertirse en empresa pública. Pero en verdad, esta conclusión debe ser puesta en contexto para una mejor comprensión. Estos datos se obtuvieron a partir de una muestra de datos en los años posteriores a la crisis financiera. En aquellos años el mercado fue azotado por una fuerte aversión al riesgo, lo cual transformó indefectiblemente a la falta de inversores y el riesgo global como el principal obstáculo al desarrollo de los IPO (tanto en pyme como en el mercado principal), por encima de los costos asociados al IPO.

¹²⁰ Esta tabla fue extraída del Informe Bovespa, *op cit.*, ¶135.

Es pertinente advertir, en primer lugar, que estos costos no incluyen las comisiones que corresponden a los intermediarios, los cuales se consideran costos variables para este tipo de operaciones. Conforme un estudio realizado, Oliver Wyman estima que el costo fijo y de mantenimiento de listarse, asumiendo una capitalización bursátil de un millón de dólares, se aproxima a un valor de USD 100.000 dólares (y el costo de mantenerse listado agrega otro monto de USD 100.000 dólares).¹²¹ Entre los costos más importantes, se destaca el costo del *underwriting*.

Nuevamente, a estos costos cabría agregar los costos indirectos asociados al tiempo dedicado por los diferentes gerentes y empleados de la firma para realizar el IPO y fundamentalmente, los costos de mantenimiento que abona una empresa a la bolsa de valores donde cotiza. Asimismo, y tal como advierte el Informe Bovespa, estos números deben ser considerados con extrema cautela dado que toda información referida a este asunto es aproximada y cada bolsa de valores suele contar con múltiples variantes de costos, lo que vuelven verdaderamente difícil alcanzar números precisos y/o desarrollar un análisis comparativo de los mismos.

Por último, no puede dejar de mencionarse que estos costos fijos se deben abonar independientemente de si el IPO, es decir la captación de fondos, es exitoso o no. En el caso extremo en que la salida al mercado no sea fructífera, la empresa pyme se queda sin el financiamiento en *equity* requerido y con una considerable carga de costos y tiempo relativamente significativos comparada a su tamaño. En definitiva, si bien los porcentajes parecen bajos, la verdad es que para una empresa pyme este nivel de costo es significativo, **y puede significar el desinterés para acceder al mercado de capitales.**

c) Estándares de Gobernanza Corporativa vs Tradición pyme

El Gobierno Corporativo (en adelante GC) es definido ampliamente como la correcta asignación de poderes y responsabilidades entre el directorio, la administración (gerencia) y los propietarios de una empresa.¹²² La correcta implementación de las prácticas de GC significa encarar una adecuada institucionalización de una empresa, definiendo las estructuras de mando y de control interno. Si bien no existe una obligación legal de adoptar principios de un buen GC, la implementación de sus mejores prácticas ayuda a las compañías a reformar su gestión, así como a mejorar la percepción de los accionistas y terceros interesados, generando mayor valor a la empresa.¹²³ En efecto, el hecho de que las **compañías exhiban códigos de conducta empresarial** adecuadas, es un **factor que ponderan y atrae a los grandes inversores.**

¹²¹ Oliver Wyman, *op cit.*, p.6.

¹²² Banco de Desarrollo de América Latina, "Gobierno Corporativo en América Latina", 2012, Serie Políticas Públicas y Transformación productiva N°6 / 2012.

¹²³ Deloitte, "Buenas prácticas de Gobierno Corporativo versus prácticas ineficientes", septiembre 2014 Boletín de Gobierno Corporativo

No existe una definición ni un listado concluyente de cuáles son principales estándares de una buena gobernanza corporativa. No obstante, a modo general se asocia la GC a (i) un sistema de relación entre la dirección de la empresa, los accionistas y el equipo de gestión, (ii) a una estructura de poder que incluye mecanismos de dirección y control, y (iii) a un sistema normativo que delimita el marco de actuación de la empresa.¹²⁴ En rigor, los estándares de GC se encuentran agrupados en las siguientes categorías: papel del Consejo de Administración, estructura del Consejo de Administración (presidente y consejeros), los comités corporativos (de auditoría, de riesgos, de financiamiento corporativo, entre otros). **Las deficiencias en alguno de estos elementos no impactan en el funcionamiento del negocio pero sí repercuten inevitablemente en los riesgos del negocio. Por tal motivo, para un mercado de capitales, cumplir con estos estándares es de suma importancia.**

Sin embargo, **la estructura familiar o altamente concentrada de la propiedad** de una pyme representa un gran obstáculo al momento de superar estas cuestiones, ya sea para separar la gerencia con el directorio y con la gestión, adoptar un reglamento interno, incorporar directores independientes o la figura de un CEO o CFO (y los respectivos gastos de personal asociado). Estas cuestiones no son usuales en empresas pequeñas y medianas y por ende **afecta el interés por acceder a un mercado de capitales.**

La mayor parte de las empresas pymes están acostumbradas a una estructura de gobernanza corporativa extremadamente informal, muchas de ellas con el directorio y la gerencia compuestos por la propia familia accionaria (o dueño del negocio). Al mismo tiempo, su funcionamiento carece de las prácticas y de los elementos de GC mencionados previamente. Por lo tanto, reacomodar la calidad de la GC es un aspecto central al momento de que una empresa se convierta en pública, y un gran esfuerzo para aquellas empresas con falta de costumbre para cumplir con los estos estándares de buenas prácticas en asuntos de GC.

Un ejemplo práctico es considerar una empresa saliendo a emitir acciones, es decir que va a incorporar nuevos participantes en el paquete accionario. Aceptar la intromisión de nuevos dueños significa, entre otros casos, replantearse la composición del directorio. Un inversor institucional seguramente exija incorporar personas independientes en el directorio (por ejemplo un CEO o CFO), definir un reglamento interno que permita brindar un clima de equidad entre los diferentes accionistas, y muchas otras reglas asociadas a la supervisión y a una gestión independiente. Saber que existen reglas claras de convivencia y de control, además de ser un gran desafío para una pyme - por tener que salir del formato tradicional de su negocio -, es una exigencia importante de parte de los inversores al momento de invertir en los títulos de una empresa.

¹²⁴ Banco de Desarrollo de América Latina, *Op. Cit.*

En rigor, uno de los principales miedos que atraviesa una empresa pyme a la hora de listar acciones en el mercado de capitales es la percepción de perder cierto control de la propiedad de la empresa y tener que atravesar por un arduo trabajo de perfeccionar la calidad institucional de su estructura. Esto surge de una encuesta realizada por IOSCO, cuando se consulta a los emisores pymes que identifiquen los principales impedimentos a la hora de iniciar este proceso de admisión. Así, los aspectos relacionados con la estructura accionaria recibieron la misma cantidad de respuestas que los costos asociados a este proceso, tal como se aprecia en la siguiente tabla:

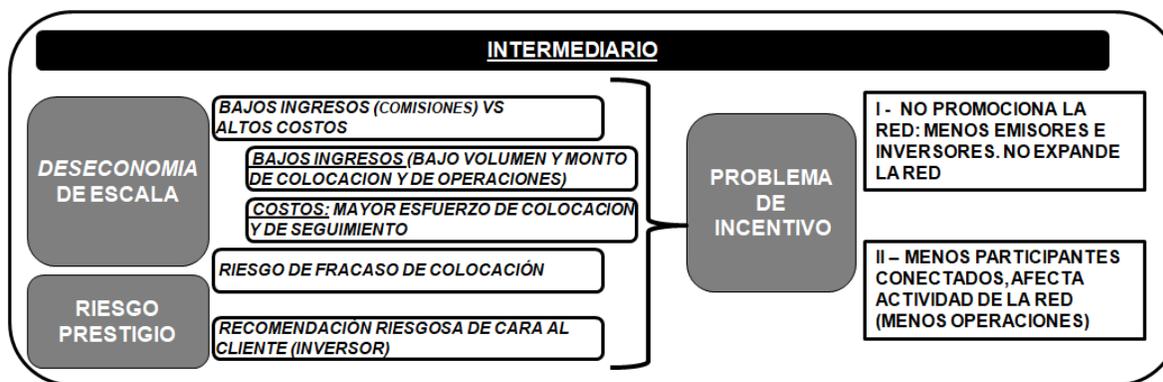
Tabla 4 principales impedimentos para salir al mercado de capitales (equity) mencionados por empresas pymes¹²⁵

Ranking	Impedimento identificados por pymes listadas	Porcentaje (%)
1	Tradición de propiedad familiar y miedo a perder control sobre la compañía	20
2	Los costos asociados a las exigencias regulatorias durante el IPO	20
3	Falta de familiaridad y conocimiento del mercado de capitales	15
4	Falta de personal técnico y capacitado	10
5	El precio de emisión (el descuento que aplica el mercado a la hora de emitirse)	10
6	Idea de que la empresa es muy pequeña con respecto al mercado de capitales	10
7	Falta de liquidez en mercado secundario	10
8	Falta de inversores y la incertidumbre del mercado que podría afectar el éxito de la emisión	5

Por tal motivo, varios de los requerimientos regulatorios del proceso emisión de acciones (IPO), o mismo la emisión de títulos están referidos a satisfacer prácticas estándares en lo que refiere a la gobernanza corporativa. Estas pueden ser establecer normas que separa el nivel de gerencia con los directores o de los accionistas, a los efectos de independizar estas aéreas, establecer directores independientes, cumplir en forma con las reuniones de directorio, entre otros. De ahí, si bien no todas las regulaciones tienen el mismo nivel de rigurosidad con respecto a este tema, el no cumplimiento es un factor grave que aleja la participación de los grandes inversores.

INTERMEDIARIOS. Economía de Escala & Riesgos de prestigio y credibilidad

¹²⁵ IOSCO, *Op. cit.*



Los intermediarios cumplen un **rol central para el buen funcionamiento** de los mercados de capitales. Estos agentes son el puente que une a los emisores con los inversores, dado que su objetivo primordial es expandir su cartera de clientes tanto de inversores como de emisores: su negocio crece *vis-a-vis* con el desarrollo de la industria financiera. En este sentido, estas compañías son las principales interesadas en el crecimiento del mercado de capitales – mayor número de emisiones (**IPO**) y de transacciones de títulos (**liquidez**). **Sin intermediarios fracasarían** gran parte de las **colocaciones en un mercado público**: ni inversores *retailers* ni grandes inversores institucionales podrían tener acceso y conocimiento de cada uno de estos títulos.

Por tal motivo es importante **destacar dos funciones** de estos agentes: su capacidad de **difusión** de los títulos a colocarse en el mercado a un amplio abanico de inversores y su activa participación en el seguimiento (**research**) y **recomendación** de estos títulos una vez que ya cotizan en el mercado. Ambos aspectos, son elementos claves que hacen a la extensión y desarrollo del sistema de red que define el éxito de un mercado de capitales. A modo de ejemplo, los emisores, tal como se apreció en la sección previa, dedican tiempo y esfuerzo económico con el fin de alcanzar una colocación exitosa en el mercado. No obstante, para que esto ocurra es necesario que los inversores conozcan su colocación y luego se comprometan a ofrecer fondos. Pero dado que ni el ámbito operativo de la empresa, menos aún su *expertise*, está centrado en la industria financiera (se agrava el tema si se circunscribe al universo pyme) ¿cómo **contactarse con inversores** que se encuentran por fuera de su red laboral a los efectos de **difundirles** las condiciones del título y asimismo incentivarlos a que coloquen sus fondos ahí?

Esta función determinante para el éxito de la operación es llevada a cabo por los intermediarios: agentes colocadores, bancos de inversión, fondos mutuales, fondos de pensión, etc. En particular, los agentes intermediarios son designados por su capacidad para generar una disminución de costos de *research* (frente a una situación que tuviese que ser generado por cada potencial inversores), para contribuir a una mejor administración de riesgos (al manejar una cartera amplia de información de productos) y para facilitar el

proceso que canaliza el ahorro de inversores *retailers* hacia las necesidades de inversión de las empresas.¹²⁶

De hecho, la figura del intermediario, en especial el financiero, es ampliamente estudiada por la literatura económica¹²⁷ a los efectos de determinar si es un elemento que aporta eficiencia al sistema o por el contrario, encarece los procesos y debería prescindirse de ellos. Sin la intención de introducirse en esta discusión, acá se desea remarca que varios estudios confirman la importancia de estos agentes a la hora de mitigar los costos de adquisición y procesamiento de información, la capacidad para monitorear y analizar estos datos de una manera objetiva (en el sentido de que no están influenciado por síntoma de pesimismo u optimismo que puede afectar a un inversor), y la eficiencia en lo que respecta a la conducción de transacciones y procesos relacionados al mercado de capitales.

Básicamente, estas organizaciones disponen de una amplia cartera de clientes – de distintos tamaños y de distintas jurisdicciones-, a quienes contactan y les promocionan distintos instrumentos de inversión. A *grosso-modo*, los intermediarios **intervienen** en el **mercado primario** y/o en el **mercado secundario**. En cuanto al primer punto, las emisoras seleccionan un conjunto de agentes para que actúen como colocadores del instrumento a emitirse, quienes asumen el compromiso de difundir el mismo entre sus clientes. Esto implica adicionalmente una serie de obligaciones y compromisos en el proceso de emisiones, motivo por el cual reciben una comisión del mismo.¹²⁸ En cuanto al mercado secundario, estos mismos intermediarios y otros en un rol de independencia respecto a la colocación primaria, se dedican a hacer *research* de títulos cotizando en el mercado en pos de recomendar y asesorar a sus clientes (inversores) cuando una alternativa de inversión es redituable o no.

En ambas situaciones, tanto en el mercado primario como en el secundario, cuanto más extenso sea el alcance del intermediario entre los inversores, y cuanto más tiempo dedique en hacer análisis y *research* de los títulos en cotización, mayor será la probabilidad de incrementar el número de operaciones por el título, por ende mayor liquidez en el mercado y mayor beneficio para la comunidad y para el emisor (en términos de menor descuento por iliquidez). Entonces, dada la importancia de estos agentes, **¿Qué elementos determinan el interés y acercamiento de los intermediarios al mercado de capitales?**

¹²⁶ Bencivenga y Smith, *Op. Cit.*

¹²⁷ El origen de la problemática es de naturaleza similar a la que origina este trabajo: problemas de información asimétrica presente entre emisores e inversores. Ver por ejemplo Bencivenga y Smith “Financial Intermediation and Endogenous Growth”, (1991) Review of Economic Studies; Diamond D., “Financial Intermediation and Delegated Monitoring” (1984), Review of Economic Studies; Leland y Pyle, “Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation” (1977), Journal of Finance; Mahdi Salehi, “The Role of Financial Intermediaries in Capital Market” (2008), Journal of economic literature.

¹²⁸ Por ejemplo, es práctica usual que el agente colocador se compromete a suscribir un monto mínimo de la emisión, transmitiendo así compromiso con el producto.

El principal y único factor mencionado que motiva la participación de un intermediario en el mercado es el rendimiento económico, en el corto y largo plazo, que pueda esperar de cada transacción. Cabe mencionar que los ingresos de los intermediarios resultan de comisiones por las colocaciones, transacciones y servicios presentados. Por tal motivo, un mercado con una baja participación de empresas emisoras y una baja percepción de volumen, tal como exhibiría un segmento de negociación pyme, obstaculizaría el interés de participación de estos agentes.

De hecho, a continuación se presentan los principales factores, mencionados por los propios intermediarios de un mercado de capitales pymes, que desincentivan su participación:

Tabla 5 Factores identificados por intermediarios que desalientan su participación en el mercado de capitales para pyme¹²⁹

Ranking	Factores que desaminan la participación de intermediarios	Porcentaje (%)
1	Hay pocas empresas pymes interesadas en listar acciones en la bolsa	30
2	Hay pocos inversores con interés en invertir en empresas pymes (debido a factores de liquidez, composición de cartera, entre otros)	25
3	Su red de contactos no corresponde con aquella de inversores interesados en empresas pymes	15
4	Riesgo crediticio	15
5	Reputación y prestigio	10
6	Los ingresos no son suficientes para solventar los costos	5

En efecto, el primer aspecto relevante que aleja la intermediación en un panel pyme, hace referencia a **la racionalidad económica**: ¿es rentable este negocio? A los grandes intermediarios, justamente aquellos con una amplia cartera de clientes (inversores), no les resulta viable hacer el seguimiento y la colocación de un título emitido por una empresa pyme. Estas funciones implican un gran esfuerzo en término de tiempo y costo, ya sea de personal como de estructura corporativa. Por lo tanto, si el **monto colocado y operado** por estos títulos **es bajo** - sobre cuyo valor dependen gran parte de los ingresos (comisiones) de los intermediarios¹³⁰ - las **comisiones recibidas serán bajas, no permitiendo cubrir** los altos **costos fijos** que tienen estas instituciones. Esto hace al término de **deseconomías de escala** para los intermediarios. En consecuencia, no resulta atractivo para un intermediario participar en un mercado (difundir y hacer un *research* sobre estos productos) cuyo volumen de negociación y diversificación de productos es tan bajo, tal como puede exhibir *a priori* un mercado de capitales pyme.

¹²⁹ IOSCO, *Op. cit.*

¹³⁰ Cabe remarcar que los ingresos de los intermediarios se componen de las comisiones recibidas por cada transacción de colocación, de operación de compra y venta y de servicios de información.

En efecto, la siguiente tabla presenta un detalle de los factores que atraen la participación de intermediarios en paneles de negociación pyme (según la encuesta llevada a cabo por WFE donde la respuesta es binaria: 0 si no consideran importante ese factor y 1 si lo consideran).

Tabla 6 ¿Qué factores promueven aumentar la participación en el segmento pyme?

Variables	Media
Un conjunto más amplios de potenciales empresas	76%
La oportunidad de comprometerse con la empresa desde instancias más tempranas	75%
Posibilidad de utilizar documentación estandarizada y simplificada para este sector	61%
Posibilidad de contar con formatos y metodologías de reportes estandarizados para este sector	59%

Una forma clara de expresarlo es mencionando la siguiente cita del Banco Mundial: “*Bulge bracket*¹³¹ firms typically do not want to work with companies with less than \$50 million market capitalization because they are less financially viable for them as the time and effort going into an SME listing is the same as for that of a large firm, and commissions are typically charged as a percentage of offer size”.¹³²

Adicionalmente al bajo volumen de transacciones, es pertinente remarcar que también surge el temor derivado del hecho de hacer un gran esfuerzo económico para llevar a cabo un proceso largo y trabajoso (como es una colocación en el mercado) a sabiendas que estas empresas enfrentan serias dificultades para superar todas las barreras requeridas por el mercado (*disclosure* de información, costos, gobernanza corporativa) para listar los títulos de manera exitosa. Ergo, la probabilidad de fracaso de la emisión es alta y por ende, es alto el riesgo de recibir las comisiones relacionadas con el éxito de la colocación. Y similarmente, incluso de haber superado airoosamente esta instancia, se presume una mayor dedicación de tiempo y esfuerzo a la hora de promocionar, a su red de cliente, títulos originados por una empresa con pocas trayectoria operativa (es decir potencialmente ilíquidos y de elevado riesgo intrínseco).

Esto último da origen a un **segundo motivo** que aleja la intermediación en este sector: el **prestigio** y el **posicionamiento** del intermediario en el mercado. En rigor, a raíz de su participación en el proceso y la recomendación, el intermediario **asume** una cuota importante de responsabilidad en la transacción de cara con el inversor, quien en definitiva es su cliente. Los intermediarios, como toda empresa, compiten por mantener la fidelidad

¹³¹ Bulge Bracket firms hace referencia a los bancos de inversión multinacionales (intermediarios) más grandes, cuyos clientes son grandes instituciones del ámbito financiero.

¹³² World Bank, *ob cit.*

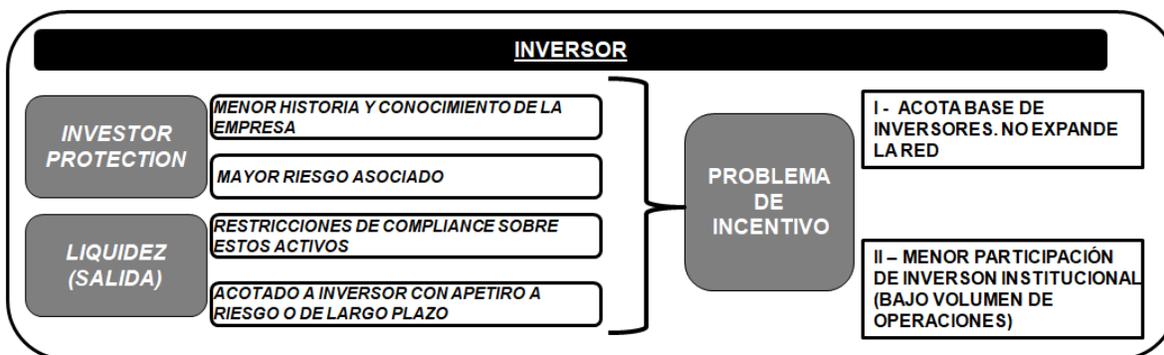
de sus clientes. El beneficio económico del intermediario es aumentar su cartera de clientes y mantener la fidelidad de los mismos. Pero el prestigio se pone en juego en cada una de sus recomendaciones.

Por tal motivo, las recomendaciones deben responder a criterios sólidos y confiables. Ahora bien, **cuanto más pequeña es la empresa emisora, cuanto menos historia operativa, mayor será el riesgo** de promocionarla y difundirla. Un título pyme, contiene un nivel de riesgo mayor que el ofrecido por una empresa de mayor tamaño (la información visible es más escueta, la capacidad de superar un contexto adverso es más bajo, la escala de negocios es más reducida, etc).

Por otro lado, si bien esta situación podría ser solucionada por medio de la aparición de intermediarios más pequeños, es pertinente tener presente que estos tienen un menor acceso al mundo inversor, menor es su capacidad de difundir la emisión (en el caso de una colocación primaria) o de generar transacciones del título (mercado secundario), y por ende se corre más riesgo de que la emisión no sea exitosa. Además, estos intermediarios podrían carecer del nivel de experiencia y sofisticación técnica tan requerido en este mercado, tal como sucede con los grandes intermediarios.

En definitiva, las empresas pymes contemplarán no solamente el desgaste asociado a la cantidad de documentación necesaria a presentar para listar un títulos o los costos relacionados con este proceso, tal como se presentó previamente, sino también el hecho de que ciertos factores que hacen a su propia naturaleza (tamaño de la empresa, historia operativa, *etc*) conducen a que los **intermediarios tengan pocos incentivos en involucrarse y difundir sus títulos**. Esta falta de incentivos impacta directamente en el volumen operado (liquidez) de los títulos emitidos, así como en el costo de financiamiento (equity o deuda) del emisor. Y en consecuencia, también aumenta la probabilidad de que la emisión fracase o que el mercado solicite (castigue) un rendimiento mayor por el título emitido (mayor costo de financiamiento). Nuevamente, desde esta óptica, las particularidades de un **mercado de capitales pymes no resultan un vehículo atractivo para sus participantes, lo que indefectiblemente atenta contra la posibilidad de emerger como una alternativa viable en el tiempo**.

INVERSORES. Tipo de inversor y los beneficios del operador.



El inversor es el último eslabón de la cadena que define el éxito o no del mercado de capitales. En efecto, este participante es quien en última instancia decide si colocar o no sus ahorros, o los fondos que administre, en este mercado. Por tal motivo, la preocupación de todo mercado de capitales que desea ser exitoso es incrementar expandir el universo de inversores. ¿Qué tipo de inversores existe y qué factores del atraen a estos participantes al mercado de capitales?¹³³

El mercado de capitales es un ámbito de transacción accesible para toda persona con interés de colocar sus ahorros. En este sentido, este mercado se destaca por el hecho de que ofrece una amplia variedad de instrumentos de inversión y que habilita el acceso a un conjunto ilimitado de inversores: pueden ser locales o extranjeros, institucionales o minoristas, con proyección de corto o de largo plazo. Dada esta variedad de apetito de inversión, uno de los pilares que configura el éxito de los mercados de capitales **es contar con una base de inversores amplia y variada**. Asimismo, una bolsa de valores que **desea crecer**, para aumentar esta base, **lo recomendable es enfocarse** principalmente en **inversores institucionales**, en virtud de que son estos jugadores quienes manejan un volumen de cartera considerable y por lo tanto brindan liquidez constante a los mercados (es decir incrementa actividad y por ende el valor al sistema de red, lo que generará indirectamente nuevos inversores retail).

Tal vez el principal factor que se piensa que atrae a un inversor es la perspectiva de rendimiento del producto (o de la cartera). No obstante esta visión es parcialmente correcta. El buen inversor contempla los **riesgos**, la **liquidez** (posibilidad de salida), el **marco operativo** (buen desempeño de los intermediarios) **jurídico** y **regulatorio**, entre otros factores. **Por lo tanto**, un segmento de negociación pyme **presenta varios obstáculos para la atracción de este tipo de inversor**. En efecto, los inversores identifican principalmente estos factores al responder sobre los factores críticos que definen su elección de invertir en una empresa pyme

¹³³ De hecho se aprecia la importancia de estos participantes al momento de presentar el problema de la regulación equilibrada en la sección de los emisores pyme. Ahí se puede observar cómo las empresas emisoras pyme deben modificar su estructura tradicional a los efectos de generar información y normas tal como solicita un inversor calificado.

Tabla 7 ¿Cuáles de los siguientes factores te resultan importantes para invertir en una empresa pyme?¹³⁴

Variables	Inversor Retail	Inversor Institucional
Liquidez de las acciones	67%	84%
Disclosure de Inf.	67%	68%
Marco Regulatorio	57%	68%
Disponibilidad de Research	57%	53%
Incentivos Impositivos	52%	53%
Agencias de calificación de cr	43%	47%
Costos de Transacción	33%	42%
Diversificación de Productos	48%	32%
Vehículos de inversión	29%	32%

La liquidez, información transparente de la empresa y un marco de protección al inversor (*investor protection*) son aspectos críticos para el inversor en todo mercado de capitales. A contramano, la naturaleza de un título pymes es la alta percepción de riesgo, baja liquidez y debilidad institucional de la empresa (ya que no ha logrado un nivel de desarrollo y madurez estable). Por eso, tal como se apreciará, el tipo de inversor captado por los mercado de capitales pymes es mayoritariamente local y principalmente *retail*, con la participación de inversores instituciones solo cuando el mercado se encuentra desarrollado.

Es cierto, tal como se mencionó recientemente que hay varios tipos de inversores con distintos apetito al riesgo. Por ello, estos factores de riesgo se podrían compensar con el hecho de que el **inversor del sector pymes es aquel que tiene un horizonte de inversión de largo plazo**, y que está dispuesto a asumir los riesgos de la coyuntura de mercado sobre el valor de los títulos. No obstante, si bien esto puede atraer algún tipo particular de inversores, lo ciertos es que **esto no brinda volumen de operación** en el mercado y por ende atenta contra la viabilidad del mismo (cabe recordar que esto no estimula los elementos que hacen al éxito de un sistema de red tal como se presento al principio de esta sección). Adicionalmente, la falta liquidez del mercado secundario desanima la entrada de otros inversores por el temor de no poder desprenderse (exit) de estos activos, acentuando el problema de liquidez (generando así un círculo sumamente destructivo sobre el mercado).

Pero se aprecia que además del rendimiento y los riesgos, hay otros factores de índole más cualitativos que forman parte de la ecuación analítica de los grandes inversores que desean formar parte del capital accionario de nuevas empresas. Estos factores se asocian a la calidad institucional y al grado de información disponible para analizar una empresa, elementos de índole problemática para varias empresas pequeñas y medianas, tal como se

¹³⁴ Conforme la encuesta llevada a cabo por WFE: la respuesta es binaria: 0 si no consideran importante y 1 si lo consideran. WFE a, *op cit.*

expuso *ut-supra* sobre emisores pymes. Cabe recordar que las empresas pymes cuentan con limitaciones en cuanto a lo que es una gobernanza corporativa adecuada, documentación acorde con las exigencias de un inversor instituciones (por ejemplo balances contables históricos auditado por un organismo confiable) y niveles de solvencia financiera solido frente a cualquier eventualidad. En definitiva, la ausencia de estos factores constituye otro elemento que aleja inversores institucionales y de largo plazo de este mercado, y por ende afectan significativamente la viabilidad de los mismos. Ergo, un **mercado de valores pymes en la práctica genera incentivos más acotados que tamiza el abanico de inversores interesados.**

De hecho, una clasificación del grado de participación de los distintos tipos de inversores puede apreciarse en la tabla elaborada por IOSCO - se muestra a continuación – donde se **desprende la significativa deserción de inversores institucionales en un panel pyme, a diferencia de lo que ocurre en un panel principal:**

Tabla 8 Tipo de inversor en paneles pymes¹³⁵

PANEL PYME	INVERSOR LOCAL		INVERSOR EXTRANJERO
	Retail	Institucional	
India NSE Emerge	90%	10%	0%
Taiwan GreTai	84%	10%	6%
Brasil Bovespa Mais	15%	55%	18%
Polonia WSE NewConnect	69%	24%	7%

Adicionalmente, esto se refuerza con lo concluido por el trabajo realizado por la bolsa de valores Bovespa en conjunto con otras instituciones de mercado y el sector público de Brasil, quienes seleccionaron una muestra de los principales mercados pymes a nivel global y, entre otros análisis, pusieron el foco en el grado de participación de los distintos tipos de inversor.¹³⁶ Del mismo, citan a continuación algunas de las características y conclusiones más salientes referidas a esta problemática:

- Inversores extranjeros: estos participantes deciden formar parte del mercado, únicamente cuando las ofertas superan un determinado monto mínimo, desestimando su participación en proyectos con bajo nivel de capitalización, como se apreciará en un panel pyme.
- Inversores institucionales: este tipo de actores son sumamente determinantes en el éxito de un mercado de capitales pymes, al igual que en el mercado principal, y se aprecian considerables diferencias en el grado de participación según los distintos

¹³⁵ World Bank, *ob cit.*

¹³⁶ Informe Bovespa, *op cit.*

países (esto corresponde a la existencia de distintas normas regulatorias en cada jurisdicción a nivel local que imponen ciertas restricciones y obligaciones sobre el manejo de cartera de estas instituciones). En algunas bolsas de valores, por ejemplo, como muestra la tabla más arriba, la participación de estos actores alcanza menos de un 50% del mercado.

- Personas físicas (*retail*): estos actores también suelen tener una participación relevante en los mercados alternativos. En Corea, Tailandia y Turquía, por ejemplo, esta categoría alcanza hasta un 90% en las ofertas de menor tamaño.¹³⁷ Por otro lado, en bolsas más desarrolladas hay que tener presente que varias personas físicas invierten por medio de fondos especializados en el mercado pymes. Por ende, su participación es aún más grande.

La mayor participación de inversores *retail* en el mercado pyme también se puede apreciar en la siguiente tabla elaborada por IOSCO:

Tabla 9 Participación de inversor *retail* en paneles pymes y paneles principales de negociación¹³⁸

INVERSOR RETAIL		
	Panel Pyme	Panel Principal
Egipto	88%	47%
Grecia	78%	36%
Islandia	9%	8%
Italia	0%	25%
Corea	92%	52%
Portugal	0%	23%
Tailandia	97%	53%
Turquia	93%	19%

En definitiva se aprecia que un mercado de capitales pyme se caracteriza por una mayor participación de inversores *retail* y de inversores locales. En cuanto los primeros, esto se explica por la menor participación del inversor institucional por los aspectos mencionados más arriba. En cuanto a los segundos, esto se debe a que la información sobre la empresa pyme estará principalmente disponible un inversor local, fundamentalmente por la carencia de la traducción de la información y el conocimiento del mercado.

En consecuencia y a modo de resumen, se **aprecia que el mercado de capitales pyme cuenta con serias dificultades para atraer inversores que aporten volumen y participación** frecuente en el mercado, lo cual afecta gravemente la viabilidad de este mercado. Se observa que el principal agravante es la percepción de la falta de liquidez de este mercado, que va alejando inversores e intermediarios, y que tal efecto, retroalimenta de manera negativa el origen mismo del problema: la liquidez. Así, el operador del mercado de valores, cuyos ingresos dependen del volumen operado de los títulos listados, presentará

¹³⁷ Este dato es extraído de la tabla presentada a continuación que corresponde al informe IOSCO, *Op. cit.*

¹³⁸ IOSCO, *Op. cit.*

serias dificultades monetarias a los efectos de mantener la infraestructura del sistema. Con excepción de los paneles en donde hay un número considerable de inversores institucionales, esta particularidad dispara el cuestionamiento de si una estructura de negociación con estas características resulta viable en el largo plazo. De ser así, el operador, el arquitecto del mercado de capitales, es el primer actor que rehusará la construcción de este mercado.

En conclusión, un mercado de capitales pymes que procura crecer y desarrollarse requiere de varios inversores, de distintas regiones y con alta participación de aquellos que le puedan dar profundidad, dinamismo y estabilidad, como lo son los inversores institucionales, lo cual no se aprecia en la mayoría de los segmentos de negociación pyme.

RESUMEN. *Factores desestimulantes al ecosistema del mercado de capitales pymes*

A modo de resumen, se puede decir que las empresas pymes presentan una serie de características intrínsecas - de naturaleza similar a aquellas que originan un racionamiento de crédito más acentuado en estas empresas que en las denominadas grandes - que afectan la viabilidad del funcionamiento de un mercado de capitales. En particular, los emisores pymes no cuentan con las dimensiones, la estructura y la calidad informativa conforme requiere un mercado de capitales. En virtud de esto, los intermediarios, sobre todo aquellos más grandes y de mayor alcance mundial, no se sienten estimulados de participar en él y de solventar una estructura de costo acorde con los potenciales beneficios que este mercado les generaría. Y por último los inversores con cartera de activos importante y de mayor involucramiento con estos mercados, como ser un inversor institucional, no se siente atraído por un mercado poco líquido, riesgoso y con potenciales problemas de calidad de la información. En efecto, un operador del mercado, contará con grandes obstáculos si quisiese que esta plataforma genere sus propios beneficios.

Gráfico 20 Resumen de los factores que desestimulan (problemas de incentivos) la viabilidad de un mercado de capitales pymes



De esto se deduce que se aprecian serios problemas de incentivo en un mercado de capitales a los efectos de poder emerger como una alternativa de financiamiento viable. Existen varios factores que desestimulan la participación de los agentes principales, lo cual atenta contra el ecosistema virtuoso que define el éxito de un mercado de capitales (tal como fue presentado al inicio de esta sección).

No obstante, previo a sacar conclusiones es importante analizar con mayor detenimiento el estado actual de los mercados de capitales pyme y de corroborar este análisis con algunas métricas cuantitativas.

INDICADORES OPERATIVOS. ANALISIS COMPLEMENTARIO DE VIABILIDAD

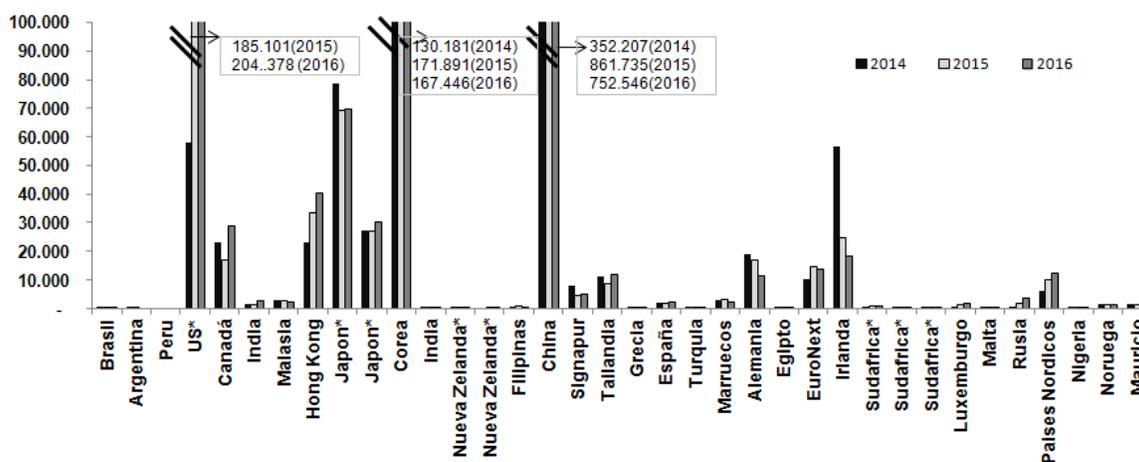
CASOS DESTACADOS

En la sección II se presentó superficialmente una radiografía del estado actual del mercado de capitales pymes, valioso como marco de referencia a lo largo del trabajo pero preliminar a los efectos de identificar casos con un desempeño destacado que *a priori* brinden una primera señal de la viabilidad de estos mercados. Para saldar esta deuda, a continuación se profundiza el análisis mediante la reconstrucción de algunos de los indicadores operativos comúnmente utilizados para analizar el desempeño de un mercado de capitales.

Antes de recorrer este camino, es pertinente hacer algunas aclaraciones metodológicas. La base de datos utilizada es la que brinda el WFE.¹³⁹ Esta fuente de información no abarca el universo completo de bolsas de valores y solo agrupa paneles de negociación de *equity*.¹⁴⁰ Ahora bien, esto no representa un obstáculo dado que la información contenida en esta base es globalmente utilizada como una referencia autorizada del mercado de capitales – agrupa más de 50 bolsas de valores y segrega información de más de 35 paneles pymes. De hecho, no existe otra fuente de información (base de datos cuantitativos) similar a la que recolecta la WFE – esto se debe al alcance y la cantidad de miembros que componen WFE. Por otra parte, no es factible recolectar información caso por caso de manera independiente dado que varios mercados no difunden sus métricas públicamente, además del hecho que ciertas bolsas pueden ir modificando estructuras y/o formas de contabilizar cada operación, lo cual haría inviable esta metodología. En línea con esto, es complejo extraer los datos de las empresas pymes cuando éstas están integradas al panel principal.

Dicho esto, es necesario comenzar con un análisis detallado del nivel de desempeño de estos mercados para lograr identificar casos destacados, en base a los datos recolectados por el WFE. Como primera aproximación, es útil observar la **capitalización bursátil** de cada una de los mercados pymes:

Gráfico 21 Capitalización bursátil del Mercado (en millones de dólares)¹⁴¹



Si bien este puede ser un primer indicador de los mercados más destacados, es pertinente

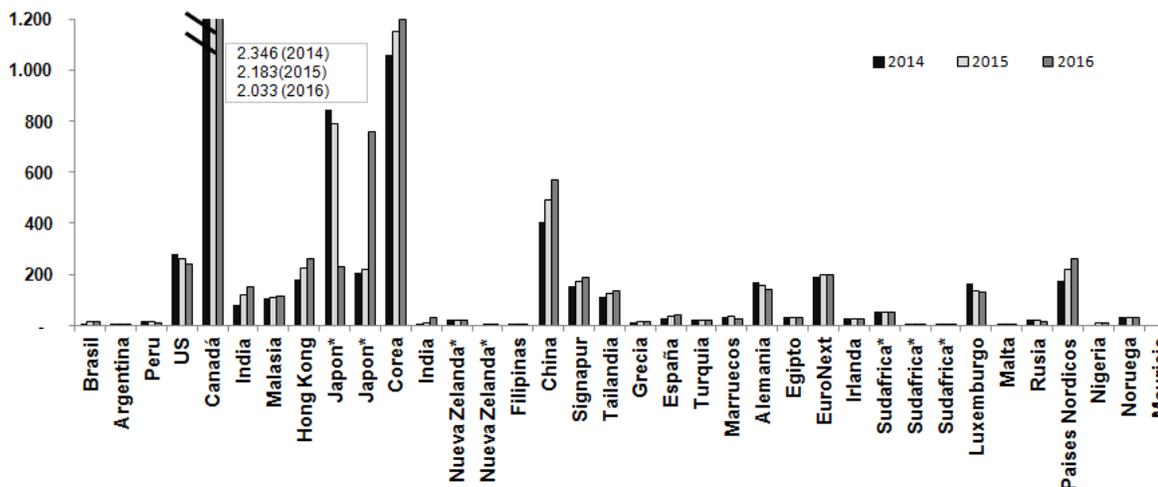
¹³⁹ La tabla de datos utilizado para los gráficos a continuación provienen de la base de datos WFE c, *op cit*, En Anexo I se detalla el listado de paneles de negociación pyme que integran esta base de datos.

¹⁴⁰ Las principales ausencias, sobre todo en lo que concierne a las bolsas de valores pymes, es el London Stock Exchange (y su panel pyme AIM), la Warsaw Stock Exchange (y su panel pyme NewConnect), el Korea exchange (y su panel pyme Kosdaq/Konex), ni el panel pyme del Bombay Stock Exchange, como los más importantes.

¹⁴¹ Elaboración propia en base a WFE c, *op cit*. Cabe recordar para este y los siguientes gráficos que WFE no reporta datos de AIM (inglaterra) ni Kosdaq/Konex (corea), NewConnect (Polonia), Bombay Stock Exchange (India). Asimismo los países que en esta y las siguientes graficas se repiten refieren a distintas bolsas pymes dentro del país, por ejemplo a JASDAQ y Mothers (Japón), NZAX y NXT (Nueva Zelanda), ALTX, Dev. Cap. Mkt y Venture Cap. Mkt (Sudáfrica).

advertir que ésta es una variable nominal y por ende está directamente correlacionada con el grado de desarrollo económico de cada país. Por lo tanto, es esperable que aquellos países más desarrollados, presentan un mercado pyme de mayor capitalización bursátil. Como complemento de esta métrica, que corrige la nominalidad de la misma, se puede observar la **cantidad de compañías listadas** en el mercado:¹⁴²

Gráfico 22 Número de compañías listadas¹⁴³



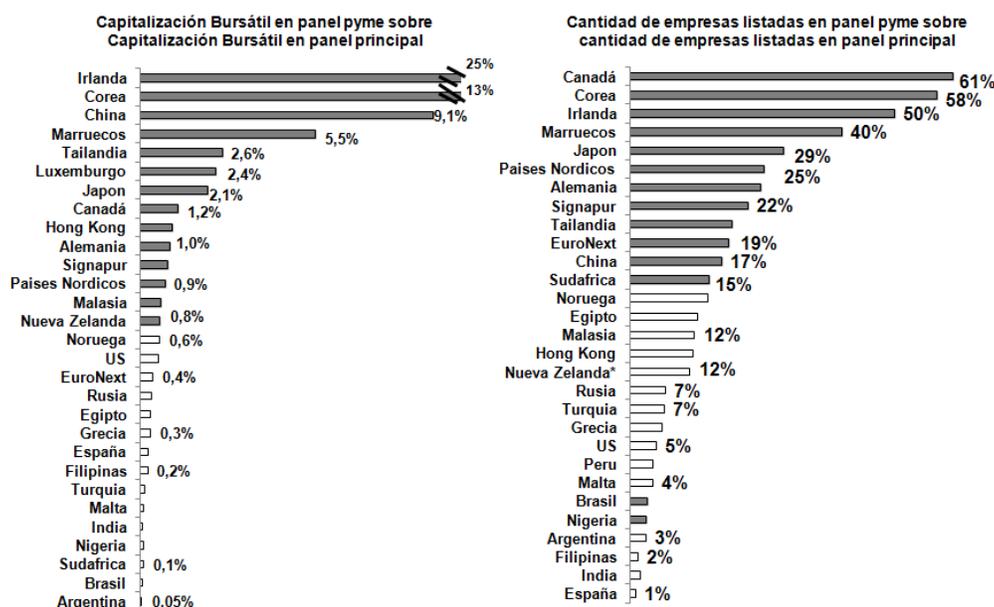
Nuevamente se aprecia que los países con mayor desarrollo económico y mayor profundidad financiera, exhiben la mayor cantidad de compañías pymes listadas. En definitiva si bien los valores ofrecen una primera señal de aquellas jurisdicciones más destacadas la realidad es que **ambas variables se ven sesgadas por el grado de desarrollo financiero y económico de cada país**. Para tal fin, se muestra la relación de la capitalización bursátil del panel pyme con respecto a la capitalización bursátil del panel principal. Y de igual se forma, el número de compañías listadas panel pyme con respecto al monto del panel principal.

Los resultados se presentan en la gráfica a continuación. Ahí se destacan casos como el de Irlanda, Canadá, Corea, Japón, China, Malasia, Hong Kong, Singapur y Marruecos. Asimismo, alguna bolsas presentan valores significativos principalmente por el reducido número de compañías listadas en su panel principal (ver el **¡Error! No se encuentra el origen de la referencia.**), como el caso de Perú o Argentina que presentan porcentajes similares a de Brasil, Estados Unidos e India donde en realidad existen un gran número de empresas listadas en el panel principal. Por ende, esta consideración también es pertinente a la hora de identificar las bosas más destacadas.

¹⁴² De hecho, la utilidad de esta corrección se pudo apreciar para el caso de china, que en términos de capitalización bursátil superaba con crecer al resto de los mercados.

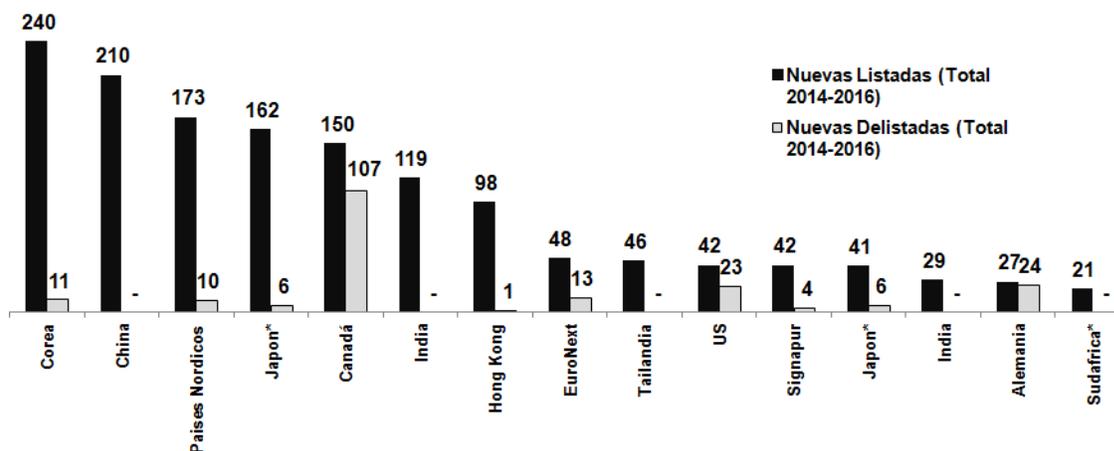
¹⁴³ Elaboración propia en base a WFE c, *ob cit.*

Gráfico 23 Análisis relativo entre panel pyme y panel principal¹⁴⁴



Asimismo, para afinar el análisis, es importante identificar el número de nuevas compañías listadas en los últimos años. Para eso en el siguiente grafico se selecciona a los 15 mercados de capitales pymes con mayor número de compañías listadas en el periodo 2014 a 2016 (de estos 15 a su vez se agrega el número de compañías delistadas a los fines comparativos):

Gráfico 24 Los 15 mercados de valores pymes con mayor número de compañías listadas durante 2014 y 2016 (se agrega de forma comparativa el número de compañías delistadas en el total del periodo bajo estudio)¹⁴⁵



*Para las referencias ver gráfico anterior

¹⁴⁴ Elaboración propia en base a WFE c, *op cit.*

¹⁴⁵ Elaboración propia en base a WFE c, *op cit.*

Es de utilidad detenerse en los valores de compañías delistadas que exhibe TSXV (Canadá) para entender los potenciales errores que pueden cometerse al intentar alcanzar conclusiones rápidamente en este tipo de mercado tan complejo por la cantidad de elementos particulares de cada jurisdicción. Una rápida lectura habría concluido que Canadá no exhibe un buen desempeño en su mercado de capitales pymes debido a la significativa cantidad de empresas que se delistan. No obstante, al analizar este mercado con detenimiento se aprecia que lo que está sucediendo en Canadá es que varias de las empresas que estaban listadas en el segmento pymes, alcanzaron tal grado de reconocimiento, difusión y prestigio, que han transitado por procesos de adquisición y fusión de empresas más grandes y otras han logrado un estado de maduración tal que han preferido migrar al mercado principal o a la bolsa de estados unidos. En definitiva, lo que hubiese parecido un signo de debilidad, en la práctica termina resultan una señal de un gran desempeño de este mercado.¹⁴⁶

Por tal motivo, también es útil visualizar una última medida asociada justamente al marcar el proceso de que las empresas pymes listadas hayan crecido, madurado y migrado a paneles principales (lo que se conoce como *graduarse*). Cabe agregar que esto suele ocurrir en aquellos mercados cuya estructura pyme funciona con un mercado junior del panel principal. La graduación es una señal de éxito fundamentalmente para el propio operador dado que la bolsa pyme comienza a interactuar en el panel de grandes empresas donde el volumen transado y las comisiones de mantenimiento tienden a ser mayores. Estos valores son extraídos de lo informado por IOSCO, y permiten confirmar a las mismas empresas como los casos más destacados:

Tabla 10 Cantidad de Compañías pymes graduadas¹⁴⁷

2007-2012			
0	1 - 5	6 - 10	más de 10
Argentina, Brasil, Colombia, Dubai, Egipto, Grecia, Islandia, India, Italia, Lituania, Malawi, Paquistán, Maldivia, Panamá, Perú, Portugal, España	Mauricio, Tailandia, Nueva Zelanda	Dinamarca	Canada, China, Alemania, Hong-Kong, Corea, Malasia, Polonia, Sudafrica, Reino Unido
2012 - 2014			
Macedonia, palestina, India, Finlandia	Tunez, Italia y Turquía	China, Corea, Muricio	China y Malasia

Esta primer aproximación de paneles pymes más destacados se puede complementar con las conclusiones de los distintos reportes especializados en esta materia. En un trabajo de Oliver Wyman, se menciona a AIM (Inglaterra), a TSX Venture (Canada), HK GEM (Hong

¹⁴⁶ Ver por ejemplo: <http://www.pinnacledigest.com/tsx-venture-investing/tsx-venture-drops-37-issuers-september/>

¹⁴⁷ IOSCO, *Op. cit.*

Kong), Mothers (Japon), Alternext (Europa), Corea (Kodak) y AltX (Sudafrica) como las bolsas con desempeño más destacado.¹⁴⁸ Conforme el WFE, se destacan el AIM, el Chinext, Kosdaq, Enternext y Bombay Stock Exchange.¹⁴⁹ Según el Banco Mundial, los casos referencias de éxito son el AIM, New Connect, Chinext AltX y Bovespa Mais.¹⁵⁰ Asimismo, de gran utilidad es la selección de bolsas de valores pymes que surge de un trabajo coordinado entre el sector bancario de Brasil, el sector público y Bovespa destinado a analizar iniciativas de experiencias internacionales exitosas de mercados de capitales pymes, donde los países seleccionados para tal muestra fueron: AIM, TSXV, Mercado Alternativo (España), NewConnect, Kosdaq, Chinext y ASX.¹⁵¹

Estas selecciones se encuentran en sintonía con los mercados más destacados que surgían del análisis previo en base a la datos del WFE, con excepción de los paneles del AIM (Inglaterra) y NewConnect (Polonia) que no forman parte de esta base de datos.¹⁵² Estos dos mercados de capitales pymes son reconocidos globalmente como las bolsas de mayor desempeño. Con unanimidad, toda fuente especializada en esta materia referencia al “Alternative Investment Market (AIM)” - perteneciente a la bolsa de valores de Londres (LSE) - como la experiencia más exitosa. AIM fue creado en junio de 1995, lleva listadas más de 3.500 empresas y ha generado emisiones por un valor mayor a los £90 billones, ambos desde su creación.¹⁵³ A su vez, este mercado se encuentra bien diversificado, con compañías listadas de más de 100 países distintos y de 40 sectores industriales diferentes. Por su parte, NewConnect, perteneciente al Warsaw Stock Exchange (Polonia) se creó en 2007, logrando listar más de 510 empresas con un recaudando (*raising funds*) de fondos por más de USD 1.2 billones.

En conclusión, además de estas dos jurisdicciones, los mercados pymes destacados en países desarrollados son las bolsas de Canadá (TSXv), Japon (Mothers), China (Chinext), Corea del Sur (tiene dos *boards* importantes: Kosdaq y Konex),¹⁵⁴ Polonia (New Connect), Europa¹⁵⁵ (Nyse Euronext) y Australia (ASX), Estados Unidos (NYSE mkt) y Alemania

¹⁴⁸ Oliver Wyman, *op cit.*

¹⁴⁹ WFE b, *op cit.*

¹⁵⁰ World Bank, *op cit.*

¹⁵¹ Reporte realizado por Grupo de Trabajo integrado por BNdes, BM&FBovespa, CVM, ABDI, FINEP, Ministerio de Ciencia, Tecnología e Innovación (en adelante **Informe Bovespa**), “Financiamiento para Pymes en el mercado de capitales a través de acciones”.

¹⁵² Cabe aclarar que si bien no están incluidos en la base de WFE, su destacado desempeño es referenciado por la propia WFE: “The table below shows predominantly World Federation of Exchanges (WFE) member exchanges, but also includes LSE Group’s AIM market and the Warsaw Stock Exchange, as these markets are often held up as benchmark SME markets”. WFE b, *op cit.*, p. 9.

¹⁵³ Ver <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim.pdf>

¹⁵⁴ A modo de ejemplo, el caso de éxito de corea fue disertado por Honghee Shin, Executive Director de Korea Exchange en “World Exchanges Congress” en marzo de 2016. <http://www.africancapitalmarketsnews.com/3179/korea-exchange-success-story-with-smes/>

¹⁵⁵ Esta bolsa es un mercado pan-europeo integrado por Belgica, Francia, Países Bajos, Portugal e Inglaterra.

(Entry Standard). Claramente estos valores representan a mercados con economías desarrolladas, y fundamentalmente con una infraestructura financiera avanzada. En efecto, es claro que en mercados emergentes la creación de un mercado de capitales pyme se torna un desafío mucho más complejo. Por eso, es preciso incluir entre los casos destacados aquellos paneles que si bien en términos absolutos no se destacan en el conjunto, en términos relativos con respecto a lo que sucede en el mercado de capitales principal demuestran un desempeño sobresaliente. Por tal motivo, es de destacar las bolsas de Brasil (*Bovespa Mais*), India (BSE), Tailandia (MAI), Marruecos (*Development and Growth Market*) y Sudáfrica (Altx).

VIABILIDAD. ANÁLISIS DE INDICADORES COMPARATIVO CON EL PANEL PRINCIPAL.

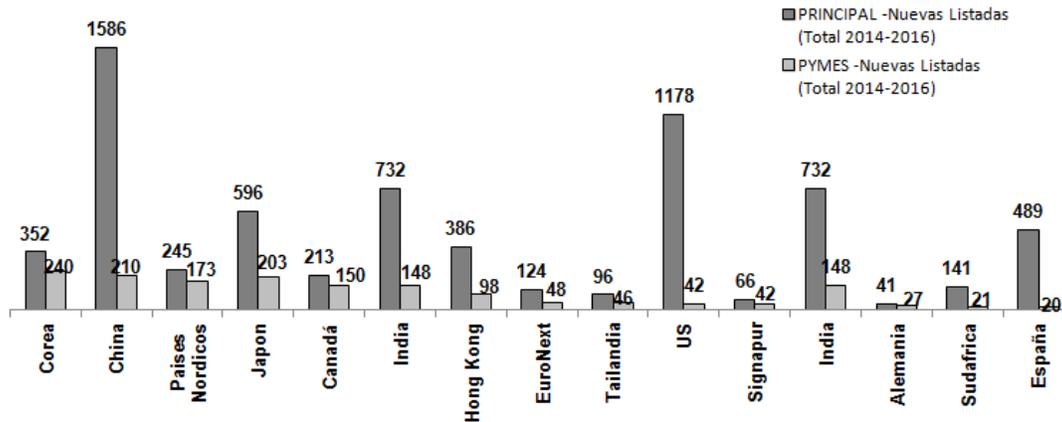
Tal como se presentó recientemente, la viabilidad de una bolsa de valores, está directamente asociada a la sustentabilidad económica y financiera de la empresa que opera el mercado (obtener resultados netos positivos), lo que en definitiva depende de una profusa y continua participación de emisores, intermediarios e inversores. En términos operativos, dado que no es factible extraer datos contables de bolsas que operen exclusivamente el mercado de capitales pymes,¹⁵⁶ esta participación se visualiza directamente en el resultado neto de un operador de en dos indicadores: **nuevas emisiones y el volumen operado.**

Tanto de las nuevas emisiones como del volumen operado se generan los ingresos (comisiones) de los operadores e intermediarios, y se cumplen los objetivos de los emisores y de los inversores.

Con respecto a las nuevas emisiones, previamente en **¡Error! No se encuentra el origen de la referencia.** se exhibieron los 15 mercados pymes con mayores emisiones en el periodo 2014-2016. Sin embargo, a los efectos de identificar la viabilidad es necesario comparar estos números con respecto a los que se presentan en una bolsa de valores principales. En el siguiente gráfico se puede apreciar la diferencia que existe entre el número de emisiones que se visualizó entre el panel principal y el panel pyme, incluso bajo la selección de aquellas bolsas pymes más destacadas. Esto marca la señal de que aún el mercado pyme tiene mucho por avanzar o justamente que manifiesta ciertos obstáculos para su total desarrollo.

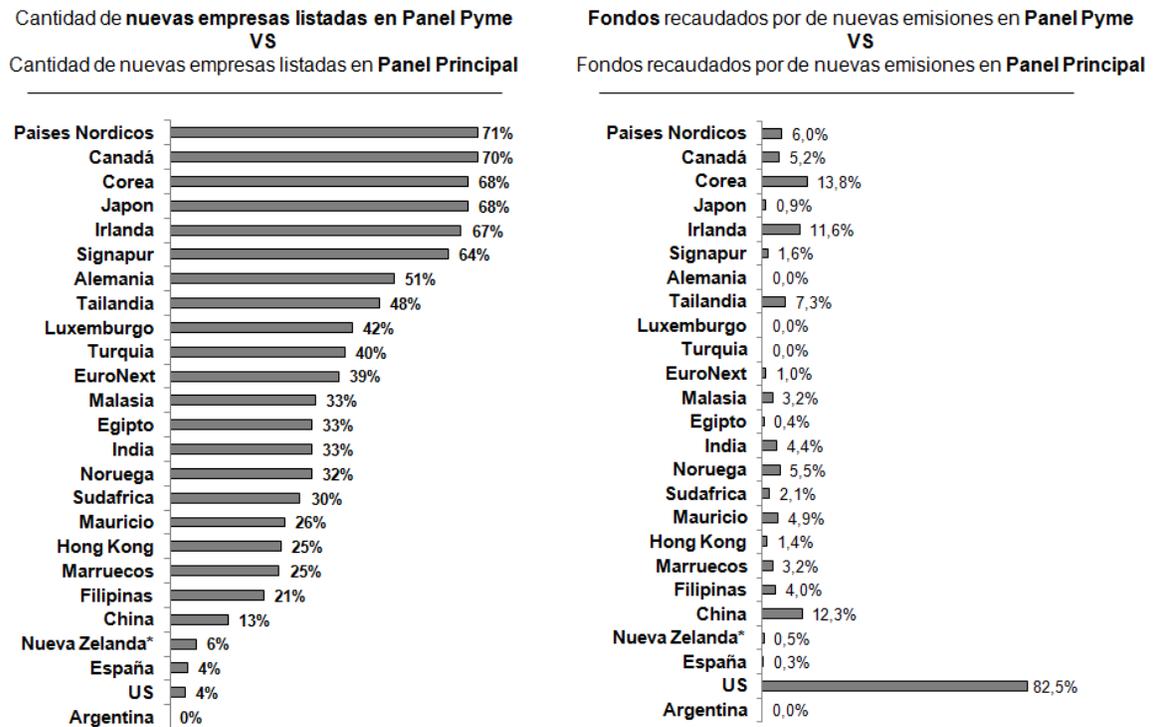
¹⁵⁶ Pocas bolsas reportan estos valores, y la mayor parte que lo hace forma parte del reporte consolidado del segmento de negociación principal, en donde se aprecian numerosos subsidios cruzados.

Gráfico 25 Nuevas empresas listadas en panel pyme y principal, seleccionado los 15 mejores performance de mercados pymes, en conformidad con [Error! No se encuentra el origen de la referencia..]¹⁵⁷



Asimismo, se puede expandir este análisis, incorporando la totalidad de bolsas, y agregando (en el gráfico izquierdo a continuación) la proporción de nueva empresas listadas en el panel pyme con respecto al panel principal, para el periodo 2014 a 2016. A la derecha, se compara este valor con respecto al monto de capital emitido (*raise funds*) producto de la emisión, valor que es relevante a la hora de calcular las comisiones en el mercado y en los intermediarios.

Gráfico 26 Nuevas emisiones y fondos recaudados en periodo 2014-2015 entre panel principal y panel pyme. Los fondos recaudados se expresan en Millones de USD¹⁵⁸



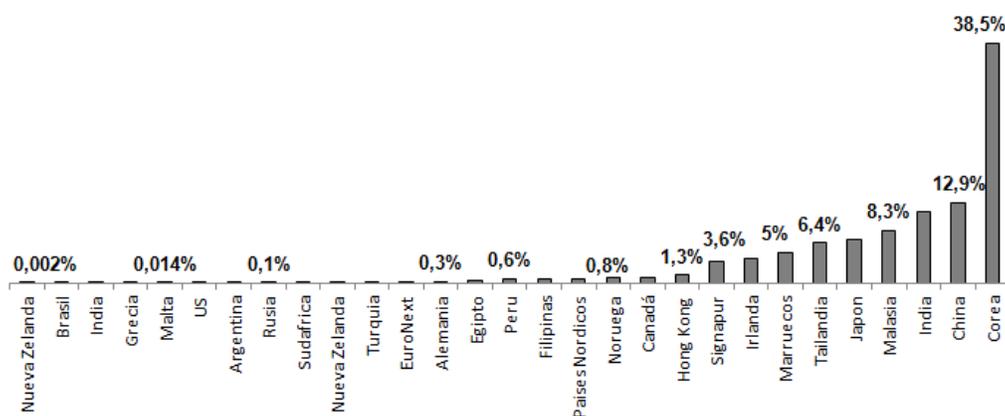
¹⁵⁷ Elaboración propia en base a WFE c, ob cit.

¹⁵⁸ Elaboración propia en base a WFE c, ob cit.

En cuanto a la proporción de nuevas compañías listadas, en algunos países se aprecia un valor aceptable aunque siempre mínimamente se presenta un 30% por debajo de lo ocurrido en el panel principal. Adicionalmente **este valor deja de ser sorprendente si se toma en consideración la proporción de empresas pymes que existe en cada país con respecto a las empresas grandes**, tal como se vio en el Gráfico 8, en donde el prácticamente el 98% de las empresas registradas en cada región correspondían a las pymes. Claramente el mercado pyme tiene un potencial de emisores ilimitado y sin embargo **solo es capaz de captar un porcentaje ínfimo**. Adicionalmente, **cuando se observan los fondos recaudados** de cada una de estas emisiones con respecto a lo ocurrido en el panel principal, **se puede apreciar el verdadero obstáculo**: el monto de capital es **demasiado bajo**, factor por el cual **desincentiva la incorporación de intermediarios** y la **sustentabilidad del propio operador del mercado, cuyos principales ingresos dependen de este valor**.

Con respecto al segundo indicador, el volumen negociado en un *exchange* es una de las medidas tradicionales para evaluar la liquidez diaria de un mercado. Asimismo, cada orden negociada efectivamente significa ingresos para el operador del mercado y para los intermediarios (comisiones), además de haberse cumplido la voluntad de los oferentes y demandantes del título en transacción. Adicionalmente un bajo volumen operado no solo demuestra una baja adhesión de sus participantes sino que a su vez desestimula el ingreso de nuevos participantes al percibir la poca capacidad de generar transacciones a los precios y volúmenes potencialmente deseados. Al observar el volumen negociado de empresas pymes en relación con el volumen negociado de los paneles de negociación principales, la diferencia es notoria:

Tabla 11 Volumen operado en Panel Pyme en proporción del volumen operado en panel principal (valores promedios para el periodo 2014-2016. En %)¹⁵⁹



La falta de liquidez permanece como el principal obstáculo para la aparición del mercado de capitales pymes en distintos países. Tanto el tamaño de la emisión, la poca difusión e interés de los intermediarios, la falta de *research*, así como el tipo de inversor presente –

¹⁵⁹ Elaboración Propia en base a WFE c, *op cit*.

aspectos críticos que se desarrollaron en la sección previa -, no configuran un mercado con perspectivas de generar un volumen operado considerable. En efecto, los operados no contarán con incentivos para atraer a empresas pymes a su mercado.

Desde esta perspectiva es factible comenzar a reflexionar cuán viable es hoy en día un mercado de capitales pymes, sobre todo para países emergentes o con bajo desarrollo del mercado financiero. En general, en los principales lugares en donde se visualiza un grado de desempeño importante, este estaría directamente relacionado con el grado de desarrollo financiero que se observa en el panel principal y en tal sentido susceptible de aplicar subsidios cruzados (esfuerzos económicos solo con el fin de estimular este mercado).¹⁶⁰ Sin embargo, estos números no permiten deducir que este mercado, con los niveles de desarrollo que realmente requiere el sector pyme, pueda ser considerado como una alternativa de financiamiento.

De hecho, otra señal que apoya esta postura es citando algunos de los cálculos presentado por Oliver Wyman: en Europa, región de alto desarrollo económico y con significativa participación en el mercado de capitales, solo el 5% de las pymes han utilizado el mercado de capitales para incrementar su patrimonio neto (mercado *equity*). En el mercado de capitales pymes para deuda, también en Europa, solo el 2% de las pymes han utilizado instrumentos de deuda pública, a pesar de los considerables avances mostrados en la sección II.¹⁶¹ Es decir, casi la totalidad de las empresas pymes aún no ha interactuado con este mercado.

Por lo tanto, resta analizar qué políticas y acciones implementaron los mercados pymes con un desempeño destacable, a pesar de esta insuficiencia del mercado para alcanzar una alternativa de financiamiento viable en la actualidad.

VI. EXPERIENCIAS INTERNACIONALES. LECCIONES PARA ESTIMULAR LOS INCENTIVOS DE UN MERCADO DE CAPITALES PYME

Conforme se desarrolló en el capítulo anterior, un mercado de capitales exitoso requiere de una extensa red de participantes que interactúen entre sí de manera frecuente (emisiones y alto volumen de operaciones). No obstante a la hora de analizar si este esquema se puede generar de manera natural en un segmento de negociación pyme, el panorama resultó ser poco satisfactorio. En particular, durante el desarrollo ya se identificaron serios problemas

¹⁶⁰ "The data of SME market capitalization depicted [] also shows that the main market's level of development may be one of the most significant impediment to SME access to finance in emerging market". Ver IOSCO, *Op. cit.*, p.8

¹⁶¹ Estos datos provienen de Oliver Wyman, *op cit.*

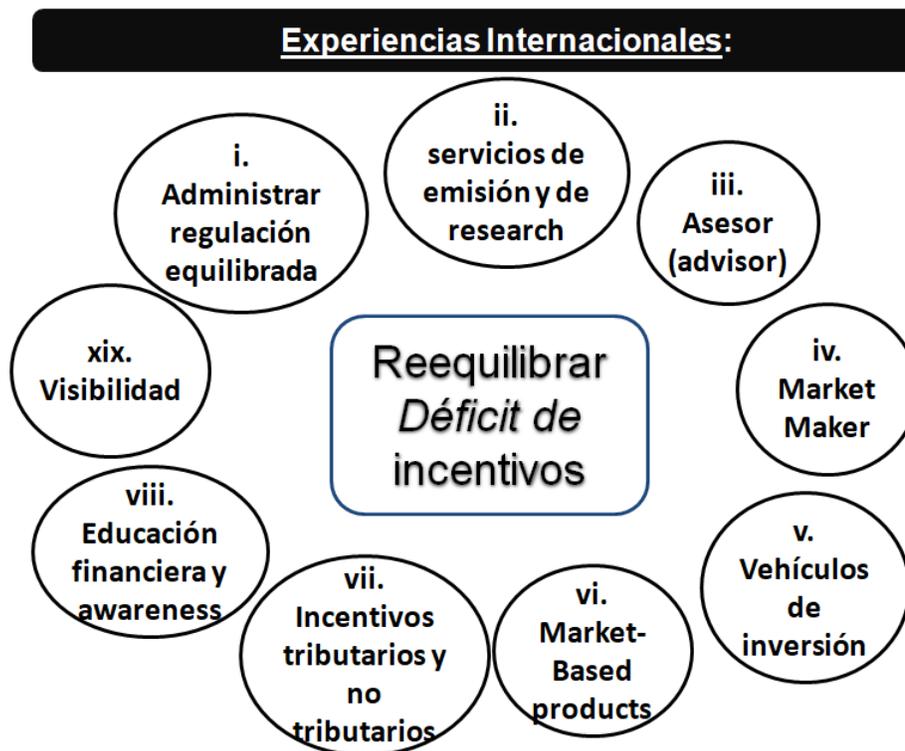
de incentivos que alejan a los participantes y que al mismo tiempo pronostican una baja actividad de los mismos.

Básicamente, una empresa pyme enfrenta dificultades para cumplir con las exigencias de un mercado de capitales: poca historia operativa, reducido volumen de negocios, bajo valor de activos con respecto al mercado, ausencia de colaterales, concentración de negocios, entre otros. Ergo, **la asimetría de información** que limita y/o encarece el financiamiento bancario (tal como se expuso en sección I y IV) **también se hace presente en un mercado de capitales, aunque con sus propias manifestaciones**. De ahí que el mero desarrollo de un mercado de capitales por si solo no supera esta problemática: los emisores, intermediarios e inversores reportan numerosas razones para no sentirse estimulados ni atraídos económicamente. Por tal motivo, **en virtud de que el mercado de capitales es un ecosistema virtuoso** donde **cada participación** genera efectos positivos al resto de la red (y que se **retroalimenta**) se hace **necesario implementar políticas** que **recompongan la ecuación de incentivos**, fomentando la participación (emisiones y operaciones).

Adicionalmente es pertinente recordar el interés creciente por parte de distintas entidades públicas y organismos multilaterales para fomentar e impulsar este mercado, lo cual facilitaría encarar este camino. De hecho, también hay que reconocer que varios paneles pymes han logrado una atracción considerable de empresas pymes y de hecho han ido mejorando sus ratios de desempeño – tal como se destacó más arriba. Por lo tanto, este trabajo expande su foco de análisis y se propone hurgar en experiencias internacionales a los fines de identificar procedimientos y acciones llevadas a cabo para regenerar un ecosistema viable del mercado pyme.

INICIATIVAS INTERNACIONALES

A continuación se seleccionan distintas iniciativas llevadas a cabo por bolsas de valores pymes conjuntamente con los entes reguladores, con el fin de incrementar la emisiones de instrumentos pymes, aumentar la confianza y participación del mundo inversor, estimular la participación de intermediarios y fomentar la liquidez del mercado.



Medidas de incentivo

- i. *Administrar requerimientos y obligaciones de una Regulación equilibrada*¹⁶³
 - a. *Disclosure de información*

La documentación y las exigencias requeridas durante el proceso de emisión tienen como objetivo preservar la seguridad del sistema y fortalecer la confianza del inversor (*investor*)

¹⁶² Cabe aclarar que en varias acciones se remarcarán los objetivos primordiales de las mismas, aunque es importante tener presente que en virtud de que cada mejora retroalimenta al conjunto del ecosistema, podrían existir múltiples efectos indirectos no mencionados. Adicionalmente se advierte que las iniciativas seleccionadas no acaban con el conjunto de acciones desarrolladas por todos los paneles pymes. Solo se han seleccionados algunas medidas, consideradas como representativas e ilustrativas para recomponer la ecuación de viabilidad en un mercado de capitales para pymes tal como concluyen los trabajos más comprometidos con esta temática: WFE, IOSCO, Bovespa y World Bank. Ver WFE a, *op cit.*, WFE b, *op cit.*, IOSCO, *op cit.*, World Bank, *op cit* e Informe Bovespa, *op cit*.

¹⁶³ Es de utilidad remarcar que en **Argentina**, recientemente (el **15 de junio de 2017**) se **aprobó una resolución** que crea un **régimen simplificado** para la **emisión de ON** de empresas **pymes**. Esta resolución tiene como fin exclusivo simplificar el proceso de presentación de documentos: registrarse y subir un prospecto en forma on-line, facilitar una guía para algunos documentos (facilidad en el formato), pone a disposición un agente colocador, se exige solo un balance anual y un acta de asamblea. Adicionalmente, esta resolución pretende además achicar los plazos de la colocación, lo cual impacta directamente en una disminución de los costos del proceso.

protection): en última instancia el éxito de una emisión depende exclusivamente, sea en el panel de negociación principal como en el pyme, en la capacidad que se genera para atraer inversores. No obstante, muchas de estas obligaciones están fuera del alcance de cumplimiento por parte de una gran mayoría de pymes.¹⁶⁴ En este sentido, el **desafío de un mercado de capitales** pymes es **atenuar la carga regulatoria** y la documentación exigida, implementando medidas que **no afecten la calidad del contenido** y la **suficiencia de la información presentada** por el emisor.

En rigor, se aprecian **numerosos esfuerzos** de varias bolsas de valores pymes en pos de aplicar métodos para **disminuir y simplificar el proceso** de presentación de documentos a la hora de listar títulos de valores sin que esta prerrogativa deteriore la protección del inversor. Estas acciones se dirigen tanto a los **aspectos cualitativos** identificados previamente - como el programa, el prospecto, los estados contables auditados, el suplemento de precio, otra información accionaria - como a los **requerimientos cuantitativos** - como mínimos ratios de rentabilidad histórica, de free float, etc-. Básicamente, las principales iniciativas permiten a las empresas pymes:

- **sustituir la cantidad de presentaciones** exigidas en emisiones de grandes empresas por documentos **más amigables** a la estructura pyme
- **simplificar la información** requerida por medio de unificar documentos, achicar instancias de procesos (en algunas oportunidades aparece una sociedad garante que avala determina información lo cual permite evitar algunos procesos burocráticos)
- adecuar los **formatos de la presentación de documentos** a modelos que resulten **más accesibles** para las pymes: ofrecer guías estandarizadas, facilitar presentaciones on-line, excluir información no relevante en una empresa pyme
- Contar con **extensión de plazos** ante vencimientos de plazos
- **incluir agentes dedicados a colaborar y atender consultas técnicas** relacionadas con estas presentaciones.
- **Disminuir las exigencias mínima de ratios** tales como rentabilidad histórica de la empresa, el free-float y capitalización bursátil de la emisión, entre otros

A continuación se detallan algunas de las acciones más usuales desarrolladas por distintos mercados de valores para pymes (primero los aspectos cualitativos y luego cuantitativos):

¹⁶⁴ Cabe recordar que en la sección V se concluyó que la abundancia y rigurosidad de la documentación exigida durante este proceso desalienta la capacidad de cumplimiento de las empresas pymes.

Tabla 12 Iniciativas de mercados de valores pymes a los efectos de atenuar costos de *disclosure*¹⁶⁵

Algunos ejemplos de reducción de las exigencias de disclosure (aspectos cualitativo)		
Nombre	Resumen	Detalle
Inglaterra (AIM)	<ul style="list-style-type: none"> - Facilita formato de la presentación. - Exime algunos requerimientos. - Utiliza guías Online. - Ofrece la figura del asesor experto (NOMAD)¹ - Admisión requiere solo aprobación del NOMAD. - Se mantiene on-going disclosure. 	<p>Se debe presentar un único documento que agrupa toda la información requerida para listarse. El sitio oficial on-line provee una guía de ayuda para completarlo. Este documento solo exige información general de la estructura accionaria, una descripción del negocio, información del agente colocador y un diagnóstico financiero del negocio. La aprobación de la admisión no depende de la bolsa ni del ente regulador si no de un experto (asesor externo) - advisor. Ongoing disclosure se deben respetar aunque no todas las acciones de la empresa deben ser informadas como hechos relevantes.</p>
Polonia (NewConnect)	<ul style="list-style-type: none"> - Sustituye formato por uno más accesible. - Menores exigencias de documentos - Ofrece figura del Asesor (Authorized Advisor)¹ - Requiere aprobación solo de Asesor - On-going disclosure: menor frecuencia y menos documentos 	<p>En cuanto al prospecto, este se sustituye por un Memorandum simplificado (salvo que la emisión sea menor a USD 3.5 millones). A su vez, se reemplaza la presentación de estados contables trimestrales por un reporte acotado y estandarizado, y no se exige cumplimiento de estándares contables internacionales. Se ofrece la figura del asesor (authorized advisor) que guía y evalúa la capacidad de la empresa para entrar al mercado. El proceso de admisión es aprobado por el asesor (no por el ente regulador), disminuyendo costos y tiempos del proceso. En cuanto a on-going disclosure, la presentación de la información es menos frecuente que la que se exige en el panel principal: exonera la presentación de estados</p>
Canadá (TSXV)	<ul style="list-style-type: none"> - Sustituye prospecto por Memorandum más accesible. - Introduce la figura del Sponsor¹ que guía a las empresas. - Simplifica la presentación de documentos. - On-going disclosure: menor riguroso en plazos y documentos 	<p>Se exige la presentación de varias de las exigencias requeridas en los prospectos y en su lugar, habilita un memorandum. Se exige la presentación del Formulario Anual de Informaciones exigido en el mercado principal y la auditoría de los estados contables trimestrales. Se ofrece un experto (sponsor) que evalúa la capacidad para hacer IPO y que asesora con la preparación de la información. En cuanto on-going disclosure, se ofrece un mayor plazo para la entrega de los estados contables anuales y solo exige informar al mercado determinadas transacciones muy relevantes.</p>
India (BSE SME)	<ul style="list-style-type: none"> - No difusión de toda la información contable - Requiere aprobación del Asesor - On-going disclosure: reduce frecuencia de las presentaciones 	<p>Por lo general, salvo para algunas de índole cuantitativa, el grueso de la presentación es similar al panel principal. Alguna información, como los datos contables requieren ser presentados pero no difundidos públicamente. La empresa debe contratar un agente colocador quien acompaña y aprueba y el proceso, sin la necesidad de recibir aprobación por el ente regulador. En cuanto a on-going disclosure, se permite reportar resultados cada 6 meses, a diferencias del panel principal que debe reportar cada trimestre.</p>
NyseEurope (Alternext)	<ul style="list-style-type: none"> - Sustituye prospecto por información más acorde a Pyme+ - exigencia de documentación más accesible - Introduce figura del asesor (listing Sponsor) 	<p>Se exige la presentación del prospecto (para el listing). Para el proceso de admisión, las pymes solo deben proveer información sobre su actividades operativas, la composición del <i>management</i> y de los accionistas, con principales datos financieros de la empresa. Se introduce la figura del Sponsor que asesora durante el proceso. No se exige cumplimiento con normas contables internacionales</p>
Brasil (Bovespa Mais)	<ul style="list-style-type: none"> - Exenciones ante reiteración de un mismo inversor. - Otorga extensión de plazos 	<p>Habilita un esquema de exenciones automáticas para la registración de títulos cuando este es emitido por un mismo emisor dentro un periodo de un año, siempre y cuando cuando la emisión sea menor a un determinado monto. Asimismo, se ofrece mayor tiempo a las empresas para preparar la documentación.</p>
China y Corea	Respetan normas de disclosure de información y en algunas casos amplía exigencias de on-going disclosure	

* Fuente: Elaboración propia en base World Federation of Exchange y IOSCO.

¹ La figura del asesor se presentará en detalle más abajo en esta sección

¹⁶⁵ Elaboración propia en base a casos destacados por los documentos citados de WFE a, *ob cit.* WFE b, *ob cit.* y IOSCO, *Op. cit.* Se advierte que esta tabla no acaba con el total de iniciativas realizadas por cada bolsa con respecto a esta problemática, sino que se selecciona algunos casos en pos de ilustrar la diversidad de opciones.

Tabla 13 Aspectos cuantitativos exigidos para admisión de valores a negociar. Selección de casos ilustrativos¹⁶⁶

Nombre	Algunos ejemplos de reducción de las exigencias de disclosure (aspectos cuantitativos)		
	Variables	Mercado Principal	Mercado Alternativo
Inglaterra	Mínimo Tamaño		
	Free Float: rentabilidad histórica	(LSE): exige valores mínimos	(AIM) - No exige
Polonia	Capitalización de Mercado		
	Cantidad de Accionistas	(WSE) - exige un valor mínimo	no exige
Canadá	Free Float:		
	Capitalización de Mercado		(TSXV) - No exige
	Base de acciones		
	Cantidad de acciones a emitir	(TSX) - exige un valor mínimo	(TSXV) - exige en menor grado que Mdo. Principal
India	Free Float:		
	Financial performance	(NSE) - 3 años con resultado neto positivo	(NSE emerge) - 3 años de historia financiera
	Cantidad de Accionistas	mínimo 1000 accionistas en IPO	(NSE emerge) - Mínimo 50 accionistas en IPO
Nyse Euronext	Cantidad EECC auditados		
	Capital a emitir	(Euronext) - exige mínimo	(Alternext) - reduce el mínimo exigido
Sudáfrica	Free floor		
	Capitalización de mercado	(JSE) mayor a USD 240 millones	(ALTX) mayor a USD192.000
	Métrica de rendimiento	Exigencias de rentabilidad histórica	No requiere presentación de rentabilidad histórico aunque exige presentación proyecccion financiera a un año.
Brasil	Cantidad de Accionistas	Mínimo 300	Mínimo 100
	Capitalización de mercado	(Bovespa) - exige mínimo de capitalización	(Bovespa Mais) - no exige mínimos
China	Métrica de rendimiento	Exige mínimos ratios de rendimiento histórico	No exige
	Métrica de rendimiento	Panel Principal - 3 años con resultado neto positivo	Chinext: 2 años
Corea	Capitalización de Mercado	(KRX) - exige un valor mínimo	Growth Enterprise Board: no hay (Kosdaq/Konex) - exige en menor proporción

* Free Float hace referencia a la cantidad de acciones en circulación

De la tabla de aspectos cualitativos, se aprecia que las distintas acciones se dirigen a sustituir aquellos aspectos más trabajosos e inaccesibles para las pymes, habilitando formatos, instancias y tiempos más amigables en pos de que la empresa no se encuentre con un entorno prohibitivo ni restrictivo. En definitiva se observa que estas medidas apuntan a corregir aquellos aspectos de índole exclusivamente formal que no se ajustan al *modus operandis* de una empresa pyme, y sí al de una empresa desarrollada y con dimensiones más grandes, siempre y cuando estas prerrogativas no signifiquen bajar la calidad de la información (lo cual pondría en riesgo la protección del inversor y del mercado).

También es importante mencionar, que varios reguladores encaran el problema de la *protección al inversor* desde una perspectiva opuesta, aunque con el mismo objetivo de estimular el mercado de capitales pymes. En estos casos, se aprecia que el panel pyme puede aumentar la **rigurosidad** de algunos **requerimientos** presentes en el panel principal. Estas **medidas apuntan a compensar el riesgo** que asume el inversor al **invertir en**

¹⁶⁶ Elaboración propia en base a un trabajo presentado por Oliver Wyman, *op cit.*, Informe Bovespa, *op cit.*, datos del WFE a, *op cit.*, WFE b, *op cit.*, y IOSCO, *Op. cit.*

entidades (mayor riesgo), y por ende aumentando el grado de protección que estos necesitan, sin perjudicar los costos asumidos por las pymes. En China (Chinext), varios de los **requerimientos exigidos a las empresas pymes suelen ser más estrictos** que los demandados en el panel principal. Por ejemplo, ahí se exige a dichas empresas demostrar con detalle cómo han sido utilizados fondos obtenidos mediante la colocación primaria, supervisando que se dirijan exclusivamente al negocio principal de la firma o hacia objeto por el cual fueron solicitados. En Kosdaq (Corea) las empresas pymes listadas, con un total de activos determinados, están obligadas a un proceso de auditoría *permanente*, llevado a cabo por el mercado. En Hong-Kong, los emisores pymes están obligados a definir los objetivos de corto plazo de su negocio y los medios para alcanzarlos una vez que se consigan los fondos. En Canadá, si bien existen numerosas iniciativas que suavizan el *disclosure* de información (tal como se presenta en la tabla), existe un mayor grado de exigencia para que las empresas detallen cómo utilizarán los fondos, y cuáles son sus requerimientos de *working capital*. En definitiva, estas medidas más restrictivas no atentan contra la emisión por parte de empresas pymes sino que procuran mejorar el ambiente para expandir la base de inversión.

Similarmente, en cuanto a las iniciativas de índole cuantitativa, se puede apreciar que las políticas adoptadas están dirigidas a brindar un marco normativo que se ajuste a la realidad operativa de las empresas pymes. Estas acciones refieren mayoritariamente a reducir el porcentaje mínimo del *free-float*, la cantidad de accionistas a incorporar, dispensar la presentación de métricas financieras a nivel histórico y el monto del capital a emitir, los cuales resultan un impedimento inexorable para una empresa de menores dimensiones operativas. Por ejemplo, conforme el informe Bovespa, en los países bajo análisis (Inglaterra, España, Canadá, Polonia y Australia) abundan acciones dirigidas a suavizar los requerimientos para la oferta pública de títulos pymes: en AIM (Inglaterra), el 90% de los fondos alcanzados en IPOs pymes aplicaron exenciones similares a las comentadas, en NX (Polonia) casi un 100% de los fondos colocados recibieron similares prerrogativas y en TSXV (Canadá) alrededor del 70% manifiesta el mismo patrón.

Otro mecanismo usual es eximir el registro de la oferta cuando se cumplen con ciertas características como¹⁶⁷ (i) si la oferta se encuentra debajo de un determinado valor (por ejemplo, de hasta € 5MM en Europa y de hasta Aus. 2 MM en la bolsa de Australia), (ii) cuando la oferta está dirigida a un grupo particular de inversores (por ejemplo a inversores institucionales, inversores que demuestran un patrimonio o ingreso mínimo, a personas que tienen un lazo de cercanía con el controlante de la firma) y/o (iii) cuando la oferta está dirigida a un número delimitado de demandantes.

Estas iniciativas también se relacionan con lo que se conoce como el *private placement* o como *listed by introduction*. En muchos mercados de capitales, la empresa emisora puede

¹⁶⁷ Informe Bovespa, *op cit.*

decidir emitir acciones por medio de un IPO (oferta pública) o simplemente listarse en la bolsa y efectuar una colocación privada (*private placement*). Esto permite a los directivos de las empresas contactarse con un grupo reducido de inversores especializados en este tipo de colocación, donde se presenta información de la compañía pero sin los requerimientos formales, las exigencias regulatorias (no se requiere prospecto) ni los formatos estructurados de un IPO. En definitiva, el proceso de adquisición de financiamiento por medio de un *private placement* (una suerte de *OTC al momento de la colocación primaria*) significa menor exigencia de tiempos, menores costos asociados al proceso de emisión, menores requerimientos generales y menores comisiones en servicio de intermediación y asesoría. Por otro lado, una vez que se realiza el *private placement*, las acciones salen a cotizar al Exchange – el inversor tiene que conservar el título por un periodo de tiempo mínimo, *lock-up* – y el emisor debe ajustarse a los requerimientos de mantenimiento (*on-going requirements*) tales como los de gobernanza corporativa. Por otro lado, también es cierto que varias bolsas tales como BSE SME, Kosdaq y Chinext no permiten este proceso. En Polonia, WSE NewConnect casi un 70% del listado de títulos pymes corresponden a un *private placement*. Ahí se limita el número de participantes (inversores) a un total de 149, aunque según sus informes la base de inversores que forman parte de este proceso suele ser menor a 20.¹⁶⁸

b. Costos relacionados al proceso de listado (el caso de Initial Public Offering – IPO)

En cuanto a la reducción de los costos asociados al IPO, las iniciativas más adoptadas se enfocan en intentar (i) **disminuir o eximir los costos de listado**, de custodia y otros costos variables relacionados con este proceso,¹⁶⁹ (ii) **reducir los costos de mantenimiento** de tener un título listado y cotizando (incluyendo los costos asociados con los menores requerimientos en la presentación de documentos tal como se comentó previamente) y (iii) ofrecer servicios de intermediación y de otros asesores para **disminuir los costos de intermediación** (varias bolsas ofrecen servicios de asesorías de forma gratuita).

Al respecto, cabe mencionar que un factor crítico a la hora de poder generar subsidios o reducción de comisiones, es la estructura que adopta el mercado de capitales pyme en lo que refiere a si está integrado, separado o independiente del panel principal.¹⁷⁰ De estar integrado o asociado al segmento de negociación principal, esto le permite utilizar sus

¹⁶⁸ En muchos casos, esta instancia se crea en pos de que el emisor en poco tiempo, vaya adecuando su estructura y se comprometa a hacer un IPO. Por su parte el inversor en muchas ocasiones también prefiere esta instancia dado los costos de adquirir una gran cantidad de participación cuando la empresa sale directamente a cotizar en el mercado. En algunos casos, se edifica una plataforma especial directamente dirigida a inversores de Venture Capital, Private Equity o Business Angels que proveen únicamente el servicio de contactar al emisor con el inversor (por ej. el NASDAQ Private Market).

¹⁶⁹ Por ejemplo, en los últimos años se destaca el esfuerzo de la Borsa Istanbul (Turquía) y la NSE Emerge (India) que disminuyó considerablemente las comisiones de listado, negociación y custodia -

¹⁷⁰ Ver sección III

recursos (costos fijos), atenuando la ecuación de costos, tal como se puede apreciar en la siguiente tabla:

Tabla 14 Iniciativos para disminuir los costos asociados a la emisión de valores en el mercado de capitales¹⁷¹

PANEL PYME	Estructura de costos
India NSE	Panel principal subsidia gran parte del fee de registro y de mantenimiento
Emerge	
JSE AltX	Reduccion de fee de registro y mantenimiento (para ambos conceptos dispone de un monto máximo a pagar).
Gre Tai	Establece un monto máximo (cap) a pagar por la sumatorio de comisiones
Brasil Bovespa	Elimina los fee de registro y subsidia fee de mantenimiento
Mais	gradualmente hasta el cuarto año.
Polonia WSE	Dispone un fee máximo independientemente del market capitalization
NewConnect	
Bist ECM	Reduccion del initial, register y del maintenance fee

Otra alternativa, a los efectos de disminuir costos indirectos, es reducir el tiempo necesario para atravesar todas las instancias de este proceso. En distintos países, el periodo usual para realizar una oferta pública puede acortarse considerable si esta ocurre en el mercado alternativo. Esta reducción de tiempo, se aprecia también por la particularidad de que la empresa pyme está más expuesta a una mayor cantidad de factores de riesgo que puede afectar el éxito de su salida al mercado. Por ejemplo, en varios países, tal como se presento en Tabla 12, se exige la aprobación del órgano regulador, limitando las instancias burocráticas y por ende reduciendo considerablemente los tiempos del proceso.

Adicionalmente, cabe recordar que un factor crítico relacionado con este tema es el temor de que IPO no sea exitoso, lo que no eximiría a la empresa a tener que abonar ciertos costos del proceso. Para eso, en AIM, por ejemplo, existen acuerdos con los asesores y consultores a los efectos de que el pago de los servicios esté sujeto al éxito final de la operación. Similarmente, en TSXV, algunos IPO han surgido con la implementación de cláusulas de garantías y de ventas de acciones en caso que el proceso no sea exitoso. Adicionalmente, varios mercados permiten realizar acuerdos con inversores incluso antes de la presentación del prospecto en pos de poder asegurarse cierto éxito en la operación (este tipo de acuerdo incluso suele establecer en determinados IPO en diferentes mercados principales), siempre bajo la estricta aprobación del mercado y el ente regulador

c. Estándares de Gobernanza corporativa vs tradición pyme

Con respecto a las cuestiones de fondo referidas a la GC, la mayoría de los mercados se pronuncian tajantemente a favor de respetar y cumplir con estándares máximos, dándole prioridad a la protección del inversor. De una encuesta llevada a cabo por IOSCO a distintos participantes de estos mercados, la mayoría de los encuestados se pronunciaron a

¹⁷¹ WFE a, *op cit.*

favor de que la empresa prepare reportes en conformidad con los principios de GC.¹⁷² Para los operadores, la importancia de esta normativa descansa en el hecho de que ellos mismos asumen la responsabilidad y exponen su prestigio en caso de un incumplimiento grave producto de estos estándares, y por otro lado saben que no pueden delegar el monitoreo constante a los intermediarios de este mercado.¹⁷³

En definitiva, nuevamente, el punto a definir por cada operador y regulador es identificar qué y cuantas cosas que hacen a la gobernanza corporativa (GC) están dispuestos a relajar (o a adecuar con el verdadero contexto operacional de una pyme), a sabiendas que las pymes naturalmente presentan un nivel de calidad institucional más bajo que una gran empresa.¹⁷⁴

Algunas medidas están íntimamente asociadas a lo presentado en el punto (a) de *disclosure de información*. De hecho, en algunos casos, como en el Bovespa Mais (**Brasil**), se exigen requerimientos de gobernanza corporativa más rigurosos que el panel principal (o solo se permiten algunas exenciones al momento de emisión pero luego se provee un tiempo determinado para que el emisor vaya cumpliendo con estos estándares).¹⁷⁵ En **Singapur**, la bolsa organiza el “*Listed Company Director Program*” donde se provee capacitación y entrenamiento a los directores de las empresas pymes listadas para conducirlos técnicamente a ir cumpliendo gradualmente con estándares de GC. Similarmente en **Canadá**, se ofrecen distintas conferencias, seminarios y capacitaciones, como complemento de cursos especializados dedicado a orientar a las pymes en este tema. En **India**, el BSE SME dispone las mismas exigencias regulatorias que las del panel principal (aunque pone a disposición un **servicio de asistencia** a las empresas pyme). Por su parte, en AIM (**Inglaterra**), las empresas listadas se comprometen a cumplir con un código de GC adecuado a las pymes (Quoted Company Alliance), que establece mínimos requerimientos para el directorio, la demostración de dos directos independientes, y la certificación de que la auditoría interna es supervisada por uno de los directores independientes.¹⁷⁶ En **Sudáfrica** (AltX), las empresas pymes no están obligadas a cumplir con la totalidad de los requerimientos estipulados en la normativa regulatoria (*King Code of Corporate Governance*), aunque se provee de programas de inducción a los directores de las empresas para ir alcanzando niveles altos de cumplimiento. Asimismo, es cierto que en varios mercados los estándares menos solicitados en instancias iniciales son los referidos al

¹⁷² “Preparing a report in compliance with Corporate Governance principles is mandatory for the majority of survey respondents”. Ver losco, Op. Cit., p.50

¹⁷³ Ver WFE b, *op cit*.

¹⁷⁴ Ver World Bank, *ob cit*.

¹⁷⁵ Ver B3 - BM&FBOVESPA – Bovespa Mais. Los requisitos de gobernanza corporativa en Bovespa Mais se aproximan a las exigencias del panel de negociación creado en el año 2000, “Novo Mercado”, cuyo objetivo fue mejorar estos estándares respecto a las exigencias del panel principal, a los efectos de cumplir con practicas internacionales.

¹⁷⁶ Ver London Stock Exchange (2015), “A guide to Aim”, p.17.

comité de auditoría interna o la existencia de directores independientes, dado que todo inversor reconoce que estas son características típicas de la estructura operativa de una pyme.¹⁷⁷

ii. *Fomentar servicios de emisión y de research*

Las actividades del servicio de emisión y *research* la llevan a cabo a los agentes intermediarios, vitales para éxito del mercado de capitales dado que actúan de enlace entre el emisor y una base amplia de inversores. No obstante, previamente se mencionaron los factores que alejan a estos participantes del mercado pyme (*deseconomías* de escala, fidelidad del cliente y prestigio).¹⁷⁸ El reto por lo tanto es cómo generar incentivos apropiados para que los intermediarios se interesen por el panel pyme¹⁷⁹ ¿Qué acciones implementan los mercados de capitales pymes en distintos países a los efectos de generar una mayor atracción de estos participantes?

Para eso, es necesario que los intermediarios perciban una ecuación de beneficios que superen los obstáculos mencionados previamente, a los efectos de que promuevan la colocación, difusión y recomendación de títulos del panel de negociación pyme. Pero el problema se encuentra justamente en aquellos países en donde el panel pyme es incipiente. En estos casos, se aprecian distintas **acciones en pos de seguir ofreciendo** las funciones típicamente desarrolladas por los intermediarios: **servicios de emisión y de *research***. Varios mercados de valores ofrecen directamente este servicio, o subsidian el costo de contratación asumido por las pymes. NSE (India) y Bovespa Mais (Brasil) asumen la totalidad del costo de estos servicios por un periodo de dos años cuando son adquiridos por pymes listadas o en proceso de listarse. En otros casos, las bolsas de manera independiente contratan analistas para que hagan el seguimiento y difusión de empresas pymes. Por ejemplo, JSE AltX (Sudafrica) financia una determinada cantidad de reportes por año.¹⁸⁰ En España, el MAB, estableció un acuerdo con un grupo independiente y prestigioso de *research* profesional (*Institute of Financial Analysts*) con el fin de cubrir el análisis de emisiones tanto en el panel primario como en el segmento pymes. Asimismo, el MAB promovió el lanzamiento de una agencia crediticia que se focalice exclusivamente en instrumentos emitidos por las pymes.

¹⁷⁷ Entre los aspectos más críticos que las distintas bolsas de valores pyme no recomiendan modificar son las referidas a la necesidad de informar relaciones con entidades asociadas o vinculadas. Ver IOSCO, op. cit., WFE, op. cit., WFE a, op. cit., WFE b, op. cit.

¹⁷⁸ Cabe recordar tal como se expuso en la Tabla 7, los intermediarios exigían un mayor número de colocaciones, un lazo de negocios de largo plazo con las empresas, estandarizar y simplificar la documentación y la metodología de este proceso

¹⁷⁹ Cabe mencionar que algunos factores son en parte los mismos que los que estimulan al emisor (al momento del IPO), dado que esto significa mayores colocaciones y menores costos del proceso. Ver por ejemplo Tabla 6 en este trabajo.

¹⁸⁰ Ver World Bank, op. cit.

Otra forma de mejorar la ecuación de beneficios de los intermediarios, sin subsidiar ni financiar a los mismos, y que ya se aplica en varios mercados pymes, es atraerlos por medio de políticas que atenúen el **grado de responsabilidad y de compromiso que asumen** durante el proceso de emisión. Este método, adicionalmente, preserva la imagen y el prestigio que tanto preocupa a estos participantes. A modo de ejemplo, en TSXV (Canadá) y en ASX (Australia) los *brokers* solo asumen el compromiso de efectuar el debido *due-dilligence* sobre los emisores, auditando y certificando que la información presentada sea exacta (y para las emisiones de pymes de determinados sectores industriales, como la minería, se reduce aún más el grado de responsabilidad de estos agentes con la emisión del título). En Europa, y en otras regiones emerge la figura del “Asesor”,¹⁸¹ sobre quien recae la responsabilidad de los informes y el *due-dillegence* del proceso. En definitiva, estas iniciativas apuntan a convertirse en elementos de dispersión de responsabilidad, y por ende disminuir los costos de estos participantes.

Una situación distinta se aprecia en los países donde existe un panel de negociación pyme con cierto dinamismo (emisiones y transacciones frecuentes) y con proyecciones de crecimiento a largo plazo. Ahí, emerge lo que se denomina *percepción de fidelización*: ciertos intermediarios se interesan de manera natural por este panel, pretendiendo posicionarse en él al percibir perspectivas favorables a largo plazo: la fidelidad de nuevos clientes. En estos entornos operativos se observan dos tipos de acciones de estos participantes: por un lado los propios intermediarios hacen el esfuerzo de ajustar su estructura operativa, disminuyendo costos, a los efectos de requerir comisiones más accesibles para las pymes. Luego, suele ocurrir que los intermediarios hagan una selección detallada de empresas – facilitando el trabajo selectivo del inversor - escogiendo aquellas con alto potencial de crecimiento. Si bien puede suceder que el proceso de IPO no genere los rendimientos inmediatos requeridos, estas empresas generarán nuevos recursos a futuros dado que el objetivo es establecer una relación laboral de largo plazo. Esto despierta, sin embargo, el temor de que en caso que la pyme comience a crecer, aparezcan otros intermediarios, tal vez más grandes que les quiten este cliente. Para ello, debiera existir cierto compromiso de que las pymes mantengan el contrato con los intermediarios originales a medida que crecen.

iii. ***Incorporar la figura del Asesor (advisor)***

Una de las iniciativas innovadoras para un mercado de capitales es la incorporación de la figura del asesor. Esta entidad intenta suplir simultáneamente varias de las aristas que

¹⁸¹ Esta figura es presentada con detalle en el próximo punto, y debe remarcar que es un elemento que impacta el esquema de incentivos de todos los participantes.

afectan los incentivos en un mercado de capitales pymes: regulación equilibrada, costos de emisión, protección y confianza al inversor, servicios de colocación (asesoría técnica).¹⁸²

Esta función se asocia a mejorar la calidad de la información de la emisora pyme, elemento que atraviesa todos los aspectos de un mercado de capitales. En efecto, **la información es un elemento fundamental para achicar la distancia que aleja al inversor del propio emisor**, y parte de este compromiso debe caer en manos de los agentes intermediarios. En rigor, una forma de suplir parte de los servicios de intermediación y que a su vez mejoren otros aspectos relativos al emisor y al inversor, es la incorporación de la figura del “**asesor**” (*nominated or authorized advisors*).

El asesor (*advisor*) es una figura autorizada y regulada por la bolsa de valores y el ente regulador según ciertos criterios referidos al grado de reconocimiento, capacidad técnica y prestigio, que en algunas jurisdicciones puede ser un comité integrado por varios expertos y en otros solo una persona física. El asesor contribuye al bienestar del mercado de capitales pymes en dos aspectos:

1. **Asiste** a las empresas **emisoras** a lo largo del proceso de admisión y registro, interviniendo en los asuntos más delicados y supervisando que se cumpla en tiempo y forma con el proceso. Adicionalmente, esta figura en muchos casos es la que evalúa si la pyme tiene capacidad operativa y técnica de hacer una admisión (disminuyendo la probabilidad de que la colocación futura no sea exitosa) y hasta resulta ser el responsable de aprobar la admisión del proceso (lo cual evita la participación del ente regulador). Asimismo, el asesor puede incluso contribuir en la preparación de la información y el armado de los documentos requeridos.¹⁸³
2. De igual modo, **asiste** al **inversor** en cuanto elabora y presenta en el mercado sus propios informes y define el nivel de calidad de la empresa. Esto brinda un marco de confianza, asegurando que la información presentada por las empresas pyme es cierta y transparente

AIM (Inglaterra) y NewConnect (Polonia) son dos casos emblemáticos en donde la figura del *advisor* ha recibido reconocimiento por parte de los participantes. De hecho, AIM fue el

¹⁸² De hecho en los puntos anteriores de esta sección, al momento de introducir distintas iniciativas se ha mencionado constantemente esta figura. Ver por ejemplo Tabla 12.

¹⁸³ A modo de ejemplo a continuación se citan las funciones del asesor en el mercado pyme de polonia: “*The main responsibilities of Authorised Advisors defined in the ATS Rules (Alternative Trading Rules) include: to check the issuer’s fulfilment of all conditions required for the introduction of the company’s financial instruments to trading in the ATS; to ensure that the prepared information document conforms to the requirements under the ATS Rules; to make a declaration to the effect that the information document is prepared in compliance with the requirements under the ATS Rules; to support the issuer in its compliance with the disclosure obligations under the ATS Rules; to provide the issuer with on-going advice with respect to its instruments listed in the ATS*”. Ver NewConnect Reporte Anual 2015, p22.

primer mercado de capitales en incorporarlo (denominado Nomad por sus siglas: Nominated Authorized Advisor). Ahí el advisor es una persona que pasa por un proceso de selección estricto y sus responsabilidades en el proceso perduran en el tiempo, más allá del momento de la emisión. Básicamente la reputación de estas personas radica en efectuar un fiel, confiable y transparente seguimiento a cada potencial emisora pyme. Este aspecto es similar para el caso de Polonia, donde adicionalmente el Advisor (AAs) es evaluado en función de la cantidad de emisiones pymes con éxito. La bolsa Altx (Sudáfrica) y Gretai (Taiwan) también han puesto en práctica el uso de este tipo de asesor.

Por otro lado, debe mencionarse que muchos asesores, incluso en AIM y NewConnect han tenido numerosos conflictos producto de haber habilitado el acceso al mercado de empresas pymes que luego manifestaron serios problemas en su calidad operativa. De hecho, varios inversores denuncian la cantidad de quiebras y de inconvenientes financieros que atravesaron empresas aprobadas, incluso cuando fueron guiados por un *advisors*. Esto obligó a que las bolsas de valores y los reguladores incrementen la rigurosidad en los procesos y criterios de selección de esta figura. Por motivos similares, varios mercados rechazan el uso de esta figura, arguyendo que reduce la responsabilidad propia del operador del mercado y por ende aleja participantes.

A pesar de estos reveses, lo cierto es que todo trabajo especializado en esta materia promueve la incorporación de esta figura aunque tal vez con algunos ajustes particulares en función de las características específicas de cada país. Una iniciativa ejemplar, que sortea en gran parte las críticas mencionadas, son los ajustes hechos en la bolsas de Polonia, Canadá y Australia, en donde se decidió remunerar a los asesores con una opción de compra de la acción emitida, con warrants o con las propias acciones del emisor.

iv. Figura de proveedor de liquidez (market maker)

Los inversores son el último eslabón del proceso de colocación de un título de valores en el mercado público. El grado de interés y de participación del inversor define en última instancia el desempeño del mercado. De hecho, varias de las acciones ya mencionadas en las secciones de emisores y de intermediarios, como las políticas de *disclosure*, la participación del *asesor*, el *private placement*, entre otras, corresponden simultáneamente a mejorar las condiciones de elección del inversor. Pero acá se pretende poner énfasis en uno de los aspectos principales que desestimula la participación de los inversores: la liquidez.

Cabe recordar que en la Tabla 7 se definieron los factores más importantes para los inversores a la hora de participar en el mercado y el elemento más identificado era la liquidez (en orden: liquidez, *disclosure* de información, marco regulatorio, disponibilidad de *research*, incentivos impositivos, entre otros). Básicamente, la falta de liquidez trae aparejada dificultades para vender la participación del título con facilidad y sin afectar significativamente el precio del mercado (no tener un *exit asegurado*). Por tal motivo,

algunas bolsas, con un marco regulatorio y de infraestructura más avanzado, han desplegado una serie de iniciativas para mejorar estas condiciones, entre las que sobresale la creación de la figura del *market-maker*.

El objetivo del *market-maker* es asegurar liquidez y competitividad (eficiencia) en el mercado, por medio del envío de órdenes de precios (*bid* y *ask*) en forma continua. Esto mismo a su vez suaviza las oscilaciones bruscas de precios, cubriendo las faltas de desbalances de ofertas y demanda y aumentando el volumen de registros. Por ejemplo, AIM, BIST, NSE Emerge, NewConnect, Alternext and Bovespa Mais ofrece subsidios (reducción de los fees de operación) a los agentes que deseen participar como *market makers* en estos paneles de negociación ilíquidos. A cambio, los market makers deben ofrecer de manera continua órdenes con un mínimo tamaño y a un máximo spread entre el bid y el ask. En el caso de NewConnect, la figura de market maker es obligatoria por dos años y luego el de ese tiempo el operador mide el volumen operado y la liquidez de la empresa y así decide si la empresa puede continuar sin esta figura. Similarmente, NSE India, requiere la participación de un market maker por un mínimo de tres años para aquellos títulos emitidos por pymes y habilita a todos los agentes de la bolsa a participar de esta figura. Ahí, el market maker debe proveer órdenes en el 75% del tiempo de trading del día y debe poseer como mínimo un 5% de cada uno de los títulos en donde operen.¹⁸⁴ Por lo general, estos esquemas proponen que los títulos pymes no cotizan directamente en el Orden Book (libro de cotización donde participa el inversor individual) sino que se estructure conforme un *quote-driven model*, donde determinados agentes de bolsa están obligados a cumplir esta función de exhibir continuamente un precio de oferta y demanda, con un spread determinado..

v. *Vehículos de inversión*

Una de las iniciativas más recomendadas por distintas bolsas de valores, ya sea por iniciativa del operador o del sector público, es la creación de distintos vehículos de inversión. Estos vehículos son un medio efectivo para incrementar el número de inversores al mercado de capitales pymes así como mejorar el volumen operado de estos títulos.

A modo de ejemplo, un caso destacado es el *Venture Capital Trust* (VCT) creado en Inglaterra. Este es un esquema de inversión colectiva que se lista en el mercado principal del London Stock Exchange. Esta entidad se creó con el objetivo de invertir en empresas pymes ya que están obligadas, a partir del tercer año de su creación, a mantener un 70% de su portafolio en este tipo de empresas. Asimismo, las empresas reciben beneficios impositivos de hasta un 30% de sus obligaciones tributarias anuales, siempre y cuando se mantenga la participación por un periodo mayor de 5 años.

¹⁸⁴ La exigencia de un tener determinado nivel de inventario se debe a los efectos de brindar seguridad y estabilidad al mercado.

En Canadá se creó el *Capital Pool Company Program* (CPC), un vehículo financiero destinado a brindar fondos y experiencias en IPO a empresas pymes. El esquema comienza con el listado (IPO) de una empresa sin activos, solo dinero recibido del IPO. Los directivos de estas empresas CPC son personas de gran prestigio y reconocimiento en el mundo del mercado de adquisiciones de empresas de manera tal que tengan la capacidad de atraer inversores institucionales. Con este dinero, la empresa bajo el programa CPC evalúa empresas pymes e identifica las que son capaces de transitar por un proceso de IPO. Cuando esta empresa está madura, deciden salir al mercado de capitales (Qualifying Transaction). Desde sus comienzos, alrededor de 2000 empresas pymes adquiridas pudieron completar todo este proceso.

Asimismo, muchos países estimulan la creación de fondos de *private equity* focalizados en empresas pymes, por medio de la participación estatal (*government funded PE Funds*). Estos fondos estimulan la emisión, mejoran la liquidez y expanden la atracción a otros inversores institucionales que podrían participar en estos fondos, dado que los mismos tienen como objetivo final de la adquisición, listar a la empresa en el mercado de capitales a los efectos de tener un vehículo de salida más accesible en el futuro. En Brasil existe un fondo de inversión bajo el nombre de FIEE, que invierte en empresas pymes con ingresos menores a determinado monto. El Banco de Desarrollo de Brasil (BNDES) invierte en empresas pymes y sale del mismo por intermedio del mercado de capitales. En Corea existen diversos vehículos de inversión estatales dirigidos a colocar capitales en empresas pymes como el *Venture Capital Fundo of Funds*, que suele ser uno de los principales emisores en el mercado de capitales. Todos estos instrumentos son claros ejemplos de distintas iniciativas viables a nivel nacional que podrían estimular las emisiones y el volumen operado en estos mercados.

vi. Diversificación de productos. “Market- Based products”

En algunos mercados se promueve la introducción de nuevos productos pymes a los efectos de brindar una diversificación de riesgo y atraer nuevos inversores. En simultáneo, esta iniciativa contribuye a fortalecer el lazo entre los agentes intermediarios y el emisor pyme.¹⁸⁵ Algunas de estas alternativas son el agrupamiento de lotes de créditos (Asset Backed Security) destinados a empresas pymes. Por ejemplo, la plataforma Alibaba pone a disposición de inversores micro créditos destinados a pymes en su plataforma de internet. Esta brinda a su vez una base de datos detallada de cada uno de estos instrumentos y del cumplimiento histórico de los emisores. Otra alternativa viable, recomendada por IOSCO, es promover un fondo de inversión que arme lotes (*bundle*) de títulos pymes, listarlo y

¹⁸⁵ Claramente, estos nuevos productos están asociados a instrumentos deuda pyme.

luego salir a cotizar, lo que diversifica el riesgo y en consecuencia debería atraer un mayor número de inversores.¹⁸⁶

Similarmente, suelen estar más expandido instrumentos de deudas pymes garantizados o avalados por distintas aseguradoras pymes. Al nivel mundial se aprecian varios programas gubernamentales dispuestos a garantizar carteras de activos destinadas a pymes.¹⁸⁷ Como caso particular se pueden mencionar la propuesta del Banco de Inversión Europea (EIB) que agrupa distintos préstamos otorgados por bancos a las pymes y los lista bajo su aval en el mercado de capitales (aliviando el peso a la cartera crediticia de los bancos).

vii. Incentivos tributarios y no tributarios

Una medida posible a considerar a los efectos de seducir el listado de empresas pymes y las operaciones de títulos es aplicar un esquema impositivo favorable. En general no se aprecian iniciativas que utilicen este tipo de acción como medio de estímulo a la emisión sino más bien a las operaciones de compra y venta. De manera general, entre las medidas de incentivos tributarios comúnmente observadas en los mercados de capitales pymes, se destacan

- descuento total o parcial del monto invertido en empresas pymes cotizadas para el cómputo del impuesto a las ganancias
- exención de las ganancias de capital obtenidas por medio de transacciones referidas a acciones de empresas publicas pymes
- exención sobre dividendos recibidos

En Reino Unido, el UK Enterprise Investment Scheme ofrece exenciones impositivas a todo inversor de títulos pymes. Tal como se detalló previamente, el Venture Capital Trust (VCT) ofrece reducción de la carga impositiva a las ganancias y a los bienes de capital. Al 2010, un total de 8 países europeos – entre ellos Bélgica, Francia, Italia, Irlanda, Alemania, Luxemburgo, Portugal y el Reino Unido – y 21 de los estados de USA, ofrecían incentivos tributarios al inversor del mercado de capitales pymes. En Brasil, en 2014 se dispuso varias exenciones impositivas para aquellos inversores que posean un mínimo de 67% de títulos emitidos por empresas pymes. En nuestro país, luego de la modificación de la ley del impuesto a las ganancias (por la ley 26.893), el resultado de la venta de acciones que

¹⁸⁶ IOSCO, *Op. cit.*

¹⁸⁷ En **Argentina**, varias inversores han accedido al panel pymes a través de la titularización de cheques (listados en el mercado), cuyos montos están garantizados por **Sociedades de Garantía Reciproca (SGR)**, estableciendo un porcentaje mínimo de inversión en estos títulos a los fondos comunes de inversión. El capital de la SGR está compuesto por contribuciones de distintas sociedades anónimas, y cuya contribución permite descontar el impuesto a las ganancias en caso que tales firmas hayan tenido resultados positivos en ese ejercicio.

cotizan en bolsas está exento para las personas físicas (art. 20 inciso w) y para el caso de que aquellas que no coticen en bolsas se encuentra gravado a la alícuota del 15% (art 2 inc 3 y art 90).

Por otro lado, en cuanto al fomento de la emisión, si bien no se aprecian políticas de estímulo impositivo, sí se observan ciertas iniciativas de apoyo estatal (**no tributarias**), como la posibilidad de subsidiar o financiar parte de los costos asociados con el proceso de IPO de las empresas Pymes. Estas iniciativas resultaron ser altamente exitosas en los países en los que se pusieron en marcha.¹⁸⁸ Por ejemplo, Borsa de Istanbul (Turquía) provee de un monto de entre USD 50.000 a USD 70,000 a las empresas pymes que soliciten un IPO. En Polonia, la Agencia de desarrollo industrial provee el 50% de los costos de registros que se efectúen en el panel pyme de la bolsa. En USA, la SEC dispone de recursos financieros y no financieros para ayudar a la pymes a cumplir con sus exigencias regulatorias por medio de la Office of Small Business Policy.

Otra medida aplicada por diferentes gobiernos que han estimulado la oferta de este mercado se refieren a su participación en **fondos de private equity** focalizados en empresas **pymes**, que a las hora de salir (*exit*) los obligan a relacionarse con el mercado de capitales pymes (por medio de un IPO). Por ejemplo, en Brasil el Banco de Desarrollo (BNDES) invierte en empresas pymes por medio de *Private Equity* y luego decide salir de tales inversiones por medio de IPO. Brasil incluso está analizando la posibilidad de crear un fondo de inversión cerrado que se especialice en empresas pymes, lo cual brindará un mayor volumen de operación en el panel de negociación.

De manera similar, el uso de otra política de estímulo no tributaria se da en Colombia, donde las pymes que deseen realizar una emisión, están habilitadas para unirse a otro emisor más grande, y de esa manera emitir títulos de deuda bajo un esquema sindicado. Para eso se establecen contratos estandarizados entre los emisores, definiendo las condiciones, los derechos y obligaciones de cada participante, y se ofrece una garantía del mercado sobre el monto nominal a emitir.

viii. Educación financiera y reconocimiento (*awareness*)

A la hora de identificar factores que alejan a los emisores pymes del mercado de capitales se han mencionado aspectos referidos a los costos, falta de capacidad y familiaridad y las dificultades de cumplir con todos los requerimientos técnicos. No obstante falta mencionar una barrera que es fundamental: la cultura de un mercado de capitales. Esto es, la falta de familiaridad y de conocimiento de un mercado de capitales, dado que históricamente no ha sido un vehículo accesible para estas empresas, y que tiende a sobrestimar los costos

¹⁸⁸ Ver World Bank, *op cit.*

asociados de este proceso, menospreciando los verdaderos beneficios que trae consigo este mercado. La solución a estos problemas es básicamente: **información**.

Varios mercados de capitales fomentan la oferta brindando capacitaciones constantes a los emisores y generando rondas de difusión con respecto a los beneficios del mismo. Entre las iniciativas más importantes sobresalen la organización frecuente de seminarios, programas de entrenamiento sobre el marco regulatorio e institucional del mercado así como la provisión de asistencia técnica para todas las empresas listadas. Por otro lado, también se suelen utilizar los distintos medios de comunicación a los efectos de difundir materiales y guías del mercado. Otra acción observada es la publicación regular de reportes resumiendo casos de éxitos de emisores y metodologías para el cumplimiento de los distintos requisitos.

ix. Mejorar Visibilidad. Conferencias e índices

Si bien mejorar la visibilidad, no es un factor que rebalanceará los problemas de incentivos desarrollados en la sección V, sí es un factor importante para poder atraer nuevos participantes y mejorar así el volumen operado. Todas las bolsas de valores ponen en marcha distintas medidas en pos de mejorar este factor, y así tener una mejor posición en el mercado. Aca se mencionarán brevemente dos iniciativas. Una de ellas es la realización de conferencias, *workshop*, charlas y la otra es la construcción de índices (este último a su vez tiene un impacto directo en el volumen operado)

Una forma de atraer participantes es promover conferencias y espacios de trabajo entre principales actores. En Alemania, el Entry Standard, promociona *workshops* y conferencias en pos de acentuar el lazo entre las empresas pymes e inversores. Alternext desarrolla constantemente programas educativos, campañas comerciales y el uso de servicios informativos (*webmail, newsletters, etc*). En España, el regulador organiza seminarios y programas de trabajo para que las pymes se puedan presentar antes inversores del mundo.

Otra iniciativa, es construir un índice que replica el rendimiento de instrumentos pymes cotizando en este mercado de valores. Si bien esta iniciativa no es un factor que por sí mismo impulsa el mercado, su implementación resulta necesaria cuando el mercado de capitales comienza a adquirir determinada cantidad de empresas listadas. El índice brinda al inversor un vehículo de inversión diversificado y por ende la posibilidad de gestionar el riesgo. La siguiente tabla presenta los índices más representativos.

Tabla 15 Índices de principales bolsas

Mercado	Indice Pyme	Mercado	Indice Pyme
America		Europe - Middle East - Africa	
BM&FBOVESPA S.A.	BM&FBOVESPA Small Cap Index - SMLL	Athens Stock Exchange (ATHEX)	Alternative Market Price Index
Bolsa de Valores de Lima	SP/BVL Juniors	Cyprus Stock Exchange	ECM CSE Index
TMX Group	S&P/TSX Venture Composite Index	Deutsche Börse AG	Entry All Share (Kurs)
Asia - Pacific		Egyptian Exchange	Nile Index
BSE India Limited	S&P BSE 100	Euronext	Alternext ALL-Share Index
Bursa Malaysia	FBMACE (FTSE Bursa Malaysia ACE)	Irish Stock Exchange	Emerging Securities Market Index
Hong Kong Exchanges and C	S&P/HKEX GEM Index	Johannesburg Stock Exchange	FTSE/JSE Alternative Exchange Index
Japan Exchange Group	JASDAQ Index	Moscow Exchange	MICEX Innovation Index
Japan Exchange Group	Mothers Index	Nasdaq Nordic Exchanges	First North -all shares EUR
Korea Exchange	KOSDAQ	Nigerian Stock Exchange	Alternative and Securities Market Index
NZX Limited	S&P/NZAX ALL INDEX	Oslo Børs	Oslo Axxess
Shenzhen Stock Exchange	Chinext Composite Index	Stock Exchange of Mauritius	DEMEX
Singapore Exchange	FTSE ST Catalyst Index	AIM	FTSE AIM All shares, FTSE AIM 100 & FTSE AIM UK
Stock Exchange of Thailand	MAI Index	NewConnect	NCIndex & NSX Life Science

VII. CONCLUSIÓN y RECOMENDACIONES

El presente trabajo exploró distintos factores en pos de abordar cual es la capacidad que un panel de negociación pymes (en el mercado de capitales) pueda emerger como una alternativa viable de financiamiento. En base al camino recorrido se puede apreciar que el **contexto actual demanda imperiosamente fuentes de financiamiento** dirigidas a las **pymes**. Fundamentalmente, existe un consenso con respecto a la importancia en términos económicos de estas empresas *vis-vis* las limitaciones financieras que atraviesan producto de una normativa regulatoria restrictiva para su mayor proveedor crediticio: el banco. En virtud de esto, **asoma una oportunidad histórica** para que un panel de negociación pyme canalice las necesidades de financiamiento de estas empresas y sea un vehículo que las acompañe a lo largo de su ciclo de expansión.

Sin embargo, pese al interés y esfuerzo de estos sectores, una bolsa de valores es un espacio donde interactúan distintos participantes con aspiraciones económicas, y, en la mayoría de los casos, operados por una sociedad con fines de lucros. En efecto, **no alcanza meramente con la existencia** de una **demanda latente** que seduzca el surgimiento de este u otro vehículo financiero para que se establezca un panel pyme viable y exitoso. El mercado de capitales **requiere el cumplimiento de una serie de condiciones** hasta lograr **regularidad de nuevas emisiones y volúmenes diarios operados altos** (*viabilidad*), que cubran los **altos costos hundidos**.

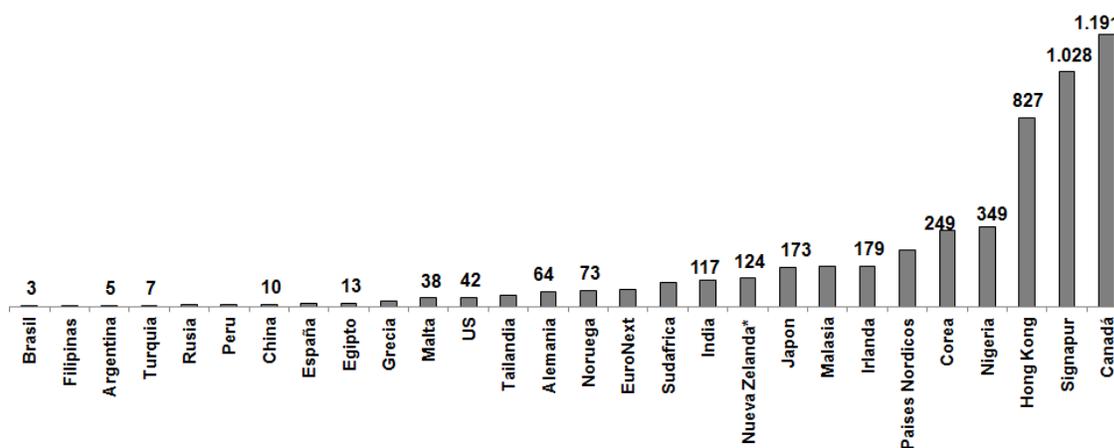
Básicamente, el mercado de capitales es un ecosistema que funciona como un esquema de red (*network*) – conforme lo desarrollado en sección V -, cuyo valor surge de incrementar el número y las transacciones de sus participantes. Pero la **edificación** de una plataforma o **segmento pyme** en el mercado **no es suficiente** por si mismo **para atraer a emisoras, intermediarios e inversores** (participantes). Los **problemas de incentivo y de asimetría de información** que recortaban cartera de créditos pymes de los bancos, **también se hacen presente en un mercado de capitales**, aunque bajo distinta figuras: los emisores son

pequeñas y medianas empresas, con una estructura, una historia operativa, un grado de calidad institucional y una dimensión de negocios que no se adecua con las exigencias y los costos de este mercado; los intermediarios, al igual que los inversores, carecen de estímulos económicos, cuentan con información acotada y deficiente, perciben la iliquidez de los títulos así como otros factores que se fueron desarrollando a lo largo del trabajo. En efecto, conforme lo investigado, **se concluye que este vehículo de financiamiento exhibe numerosas dificultades a los efectos de cumplir airoosamente este rol.**

Este problema a su vez se agrava en economías emergentes: ¿hay suficientes empresas pymes capaces y con la voluntad de transformarse en empresas públicas, adecuar y formalizar todos sus registros institucionales, estados contables, compartir el control y el *management*, etc? ¿Hay suficientes inversores locales e inversores institucionales en estos mercados? ¿Hay un marco económico, político y legal estable? ¿Hay un mercado financiero avanzado?

Por último es importante tener presente que aproximadamente más del 98% de empresas en cada una de las regiones es una pyme (ver Gráfico 8). En efecto, al observar la cantidad de empresas listadas en un panel pyme con respecto a la cantidad de empresas registradas en cada país (según los datos del IFC utilizado en Sección IV) prácticamente la totalidad del universo de empresas pymes no interactúa con el mercado de capitales (ver gráfico a continuación). Lejos de ser esto una conclusión del grado de incapacidad de atracción de este mercado, este trabajo pretende remarcarlo como una medida del gran potencial de crecimiento que puede tener un panel de negociación pyme. En este sentido, bajo una mirada de largo plazo, se puede visualizar economías de escala significativas que permitirían poner en marcha radicales políticas de incentivo monetario.

Gráfico 28 Cantidad de empresas pymes listada (panel pyme) cada 1.000.000 de empresas registrada (IFC)¹⁸⁹



¹⁸⁹ Elaboración propia en base a WFE c, *ob cit* y datos del Banco Mundial: MSME-CI Country Indicators 2014.

Acompañando con esta señal auspiciosa, es importante reconocer que en la actualidad se visualizan numerosas bolsas de valores pymes con un nivel de desempeño destacado y satisfactorio (aunque no lo suficiente para ser viables). Y si bien mayoritariamente estas bolsas corresponden a jurisdicciones de economías avanzadas y con una industria financiera desarrollada, también se pudo observar que en términos relativos (al corregir y comparar cada indicador operativo con lo que ocurre en el mercado de capitales de panel principal) varias de estas bolsas muestran resultados más moderados y mejoran las métricas de algunos mercados de países emergentes.

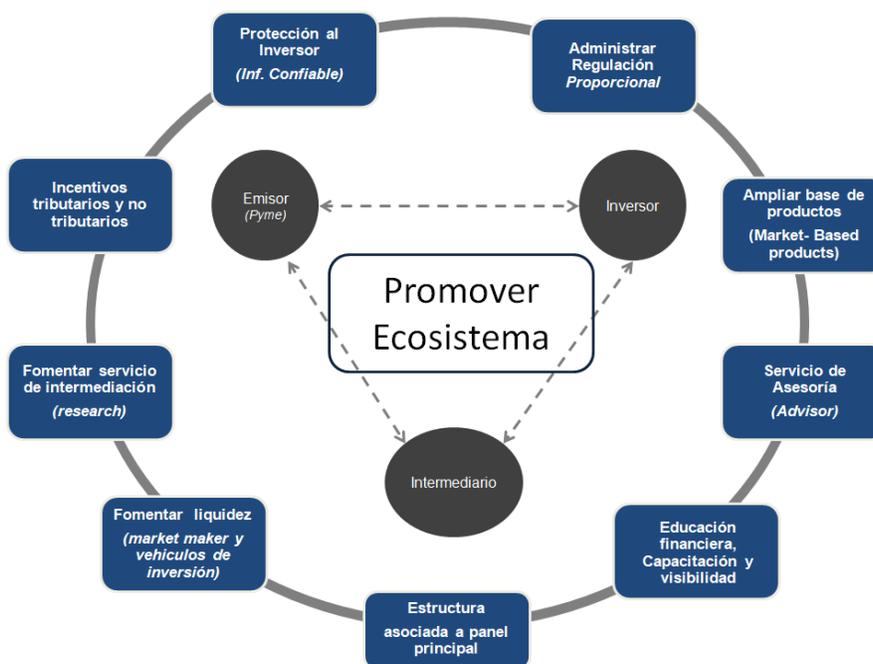
En todos estos casos, también se encuentra las faltas de incentivos recién comentadas, aunque escondidas debajo de una serie de políticas de estímulos *ad-hoc*. En ellos, se observa un accionar activo del operador en conjunto con el organismo regulador y autoridades estatales en pos de ofrecer medidas que contrarresten estas debilidades. En rigor, nuevamente hay que recordar que el **mercado de capitales** tiene la característica que **cada participación genera efectos indirectos positivos en el resto de la red, estimulando nuevas participaciones**. Ergo, **todo estímulo inicial puede ser de gran valor para el posterior desarrollo exitoso del mercado**. En virtud de estas iniciativas, este trabajo plantea una recomendación final derivada de la revisión de experiencias internacionales de aquellas medidas que mayor grado reconocimiento han tenido en pos de superar los obstáculos presentes para la viabilidad de un mercado de capitales pymes.

RECOMENDACIÓN PARA LA CONSTRUCCIÓN DE UN MERCADO DE CAPITALS PYMES

Los mercados de capitales con un desempeño destacado denotan un amplio conjunto de iniciativas destinadas a estimular el ingreso de los participantes (emisores, intermediarios e inversores). Es pertinente aclarar que no es posible describir un modelo de acción a seguir, un esquema único ("*one-size-fits-all model*") que resuelva exitosamente y bajo toda circunstancia con todos obstáculos de este mercado. Cada jurisdicción exhibe particularidades propias a su contexto económico, al grado de desarrollo de las pymes, a sus necesidades financieras y sobre todo al estado de desenvolvimiento de la industria financiera en la sociedad. Asimismo, cada estructura, cada país, cada operador, presenta un marco regulatorio distinto en cuanto a las exigencias y el funcionamiento del mercado financiero en general.

A continuación se pretende remarcar algunas acciones de carácter general, comúnmente aplicada por la mayoría de los mercados de capitales pymes destacados, que apuntan a **reconstruir el ecosistema de incentivos del mercado de capitales**, focalizándose fundamentalmente en los dos pilares que marcan la viabilidad de un mercado de capitales: las nuevas emisiones de títulos y el volumen operado. Estas iniciativas se ilustran en el gráfico a continuación, como respuesta al Gráfico 20 presentado anteriormente:

Gráfico 29 Clasificación de principales recomendaciones para promover el éxito de un mercado de capitales pymes¹⁹⁰



Por lo tanto, las lecciones obtenidas de estas experiencias son:

- Para fomentar el número de títulos pymes emitidos es importante disminuir algunos aspectos de los requerimientos del proceso de emisión (administrar *regulación equilibrada de disclosure de información*), adecuando los formatos de las presentaciones a la estructura operativa de una pyme, pero nunca descuidando el respeto por el grado de protección al inversor (*investor protection*) y la seguridad del mercado financiero. La prioridad está puesta en no afectar el contenido ni la transparencia de la información. En este sentido, las iniciativas apuntan a unificar y simplificar procesos, ofrecer guías de ayuda de presentaciones, tener a disposición un centro de consultas que asesore a estas empresas, extender la frecuencia de entrega de la información y reducir requerimientos que no se adapten con la estructura de una pyme, pero sin afectar la calidad y la suficiencia de la información. Adicionalmente, se debe trabajar en la reducción de los costos directos de admisión, los costos de mantenimiento (on-going) y en otros costos indirectos a los efectos que no representa una barrera a la entrada de empresas. Por último, se destacan las iniciativas que autorizan la emisión por medio de *private placement*, organizados dentro del mercado de capitales.
- Atraer emisores e inversores por medio de la promoción de acciones de educación y capacitación. Uno de los principales problemas mencionados en varias

¹⁹⁰ Elaboración propia en base a las recomendaciones extraídas de las experiencias internacionales en concordancia con las obras WFE a, *op cit.*, WFE b, *op cit.*, IOSCO, *op. cit.* y World Bank, *op cit.*

jurisdicciones es la barrera cultural de los participantes que desconocen los beneficios y el funcionamiento de un mercado de capitales. En este sentido es esencial brindar conferencias, cursos, capacitaciones que informe y eduque a los participantes, generando mayor familiaridad con este vehículo de financiamiento. Estas conferencias también son promovidas en varios mercados a los efectos de reunir y asociar inversores con emisores. Adicionalmente se pueden llevar a cabo constantes estudios de investigación y encuestas de mercados para ir identificando aquellos aspectos particulares de cada jurisdicción que obstruyen el desarrollo del mercado. Asimismo es importante implementar distintas medidas que mejoren la visibilidad del mercado (por ej. desarrollo de índices).

- Atraer emisores e inversores brindando un marco de mayor confianza: una iniciativa importante aplicada en varios *exchanges*, tal como se desarrolló puntualmente en este trabajo, es la figura del *advisor* (asesor calificado). El advisor es de gran utilidad al acompañar a las empresas pyme a lo largo del proceso de admisión, el cual suele significar un desgaste y desestimulo importante dado la falta de experiencia, la falta de capacidad y la necesidad de adecuar varios aspectos de su estructura (salir de su formato tradicional). En función del contexto económico, legal y operativo de cada jurisdicción es importante amoldar esta figura a los efectos de que pueda contribuir al ecosistema en su conjunto. La provisión de un **servicio de profesionales**, ya sea contadores o abogados especializados en el mercado de capitales, no solo es un atributo muy valioso para las emisoras pymes sino también para los propios inversores que puede confiar en mayor grado de la calidad de información presentada. De igual manera que exista la figura del garante de colocación a los efectos de que las empresas no teman que el proceso fracase en la ultima instancia.
- Acercar y retener emisores creando **grupos de trabajo** entre las pymes y agencias gubernamentales. Por ejemplo, muchas regionales se ha creado un comité estatal especializado en esta materia como son en Estados Unidos y en Europa el IPO Task Force.
- Promover las funciones de intermediación siempre que no haya una participación activa de estos agentes. Básicamente es importante el servicio continuo de seguimiento (*research*) de los títulos pymes emitidos y la difusión de la información de los títulos, de modo tal que no se interrumpa ni se pierda la conexión entre empresas emisoras e inversores. Para eso, algunos mercados desarrollaron un servicio de información online, subsidian agencias de calificación, contratan expertos que generen *research*, entre otros, reemplazando la falta de intermediarios en estos mercados.

- Con respecto a los intermediarios, es importante estimular el concepto de *percepción de fidelidad*, y para eso es importante que se generen mecanismos donde el intermediario puede asegurarse un servicio de largo plazo (ya sea por nuevas emisiones o por otros servicios de asesoría) con cada empresa pyme que emite en caso que ésta crezca y se desarrolle.
- Fomentar la liquidez del mercado, impulsando la figura del *market-maker*. En virtud de que uno de los grandes obstáculos que presenta este mercado es la percepción anticipada de la baja liquidez, varios mercados de valores han puesto en marcha esta figura, ofreciendo mayores subsidios a los agentes que decidan cumplir con este rol.
- Generar una base de inversores más amplias, sobre todo atrayendo a inversores institucionales. Diversas iniciativas se han mencionado en este trabajo, pero cabe pensar en los incentivos fiscales, en las políticas de estímulo gubernamentales de vehículos de inversión como la creación de fondos de inversión público y privado destinados a mercados pymes, entre otros y la diversificación de riesgo por medio de la creación de índices de productos o el desarrollo de nuevos productos que puedan salir a cotizar en el mercado (*market-based products*)
- Varios paneles con un desempeño destacado funcionan como un segmento separado aunque integrado a la plataforma principal, lo que significa que existe un mismo operado de ambos mercados y por ende posibilita la creación de subsidios cruzados o facilitarles la estructura operativa, tecnológica, de comunicación (ahorrando así en costos fijos y operativos).¹⁹¹

Para finalizar es pertinente citar la visión del operador del mercado con el desempeño más destacado, el AIM¹⁹²: *“Central to the development and success of AIM have been: (i) a network of advisers and liquidity providers who understand the needs of growing*

¹⁹¹ En países más desarrollados, por ejemplo en Europa, este tipo de estructura se ajusta a las normativas generales de supervisión de los mercados de capitales, donde la propia norma facilita su creación: *“EU directives require that EU exchanges are classified as either (a) Regulated Markets, which have to adhere to stricter EU standards for listing and disclosure and are regulated by the national securities regulators, or (b) Alternative Trading Platforms (ATPs), which are considered separate markets operated by a Regulated Market operator and for which certain parts of the regulatory framework are less stringent. The operator is required to present the regulations for the ATP to the regulator for approval. ATPs are thus considered as markets regulated by the stock exchanges themselves (exchange-regulated markets) and are not overseen by capital markets regulators. ATPs offer more flexibility in listing and disclosure standards. To allow for less strict requirements for issuers, both AIM and NewConnect operate as an ATP. As such they are not obligated to comply with EU directives such as those regarding the issuing of a prospectus and can design regulatory frameworks that are less onerous for small issuers”*. World Bank, *op. cit.*

¹⁹² Publicación del London Stock Exchange (operador del AIM), “A guide to AIM 2015”. <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim.pdf>

*companies and are able to support them throughout their journey as a public company (ii) a **regulatory approach** that **recognises the needs and capacities of growth companies**, and (ii) a **diverse** and highly knowledgeable **investor base** that can effectively provide capital to support growing companies. **AIM companies have access to a range of institutional investors**, a vibrant cohort of **retail investors** and, thanks to London's unique status, an unparalleled pool of international capital".*

ANEXO I DEFINICION PYME

Antes de ingresar en el análisis de un mercado de capitales pymes, es pertinente primero delimitar el objeto de estudio. No existe una definición universal sobre qué es una pyme. Las propias diferencias económicas, productivas y estructurales de cada país obligan a adoptar criterios diferentes a la hora de definir a este sector. Por tal motivo, cada región, cada país, y por ende, cada mercado de valores adopta una metodología propia a la hora de definir cuándo una empresa es considerada una pyme. El IFC, al elaborar una base de datos sobre el sector pymes en 155 países, encontró 267 definiciones diferentes para caracterizar a las mismas.

No obstante, en rasgos generales, dicha definición se edifica en base a variables similares. Los parámetros más utilizados son el número máximo de empleados, el valor de los activos, el monto total de ventas y la capitalización bursátil. A modo de ejemplo, conforme la base estadística del IFC, el 92% de las definiciones utiliza la variable “cantidad de empleo” como parte de la definición, 49% de las veces se utiliza la variable “monto de ventas anuales”, y el 36% del total de las definiciones menciona al “valor de los activos”, entre las variables más utilizadas¹⁹³

Asimismo se aprecia que cuando la definición empleada por una jurisdicción responde a solo una variable explicativa, la más utilizada es la cantidad de empleados (105 de las 267 definiciones aplica una definición exclusivamente basada en la cantidad de empleados). En tal sentido, el rango más utilizado y respetado en las distintas jurisdicciones a nivel mundial para delimitar el universo pyme, es registrar menos de 250 empleados.¹⁹⁴ Con respecto a esta variable, debe distinguirse las pymes de las *micro* empresas, siendo estas últimas definidas como firmas con un máximo de 5 a 10 empleados.

Asimismo, el rango más usual utilizado con respecto al monto de ventas anuales se encuentra entre 1 millón de dólares a 70 millones de dólares, en función del grado de desarrollo del país (el monto de venta promedio anual en un país en desarrollo puede diferir notablemente con el monto en un país desarrollado). Similarmente ocurre con el valor de los activos, en donde el rango aplica para un valor de 1 millón de dólares hasta 62 millones.

En el continente europeo existe la siguiente la definición:

¹⁹³ En general, las definiciones aplican una combinación de estas tres variables. Ver Erick Gonzales, Martin Hommes y Melina Mirmulstein, “MSME Country Indicators 2014, Towards a Better Understanding of Micro, Small, and Medium Enterprises”, IFC, 2014.

¹⁹⁴ Las diferentes definiciones suele variar en un rango de 100 a 500 empleados, conforme.

Tabla 16¹⁹⁵

	Empleado	Ventas total (Eur)	Activos
Mediana	< 250	< €50	< €43
Pequeña	<50	< €10	< €10
Baja	<10	< €2	< €2

En lo que respecta a la categorización de pymes dentro de las bolsas de comercio, la definición puede agruparse en dos categorías distintas: aquella de naturaleza económica y otra de índole estadística. En cuanto a la definición estadística, ésta se suele utilizar a los fines de cuantificar el tamaño de la empresa y su contribución al PBI, el empleo y las exportaciones, cómo este tipo de empresas evoluciona en el tiempo y para llevar a cabo comparaciones económicas entre distintas jurisdicciones. En cuanto a la definición económica, suele asociarse a las pymes con empresas de baja capitalización respecto al mercado, que están dirigidas y gestionadas por sus socios fundadores y que es independiente, en el sentido de que no forma parte de una gran empresa.¹⁹⁶

La importancia que cobra definir qué es una pyme se corresponde con la posibilidad de poder diferenciar a este tipo de empresas al momento de poner en marcha distintas líneas de financiamiento bancario, políticas de incentivos estatales y/o a los propios efectos estadísticos para poder identificar la evolución económica de este sector en particular.¹⁹⁷

¹⁹⁵ Evaluación elaborada por la Comisión Europea 2020 y la Secretaría de competitividad, "Evaluation of the SME definition", 2012.

¹⁹⁶ IOSCO, *Op. cit.*, p.23.

¹⁹⁷ Esta sección adopta las posición comentada por el trabajo de IFC (b), "The SME Banking Knowledge Guide", 2010.

ANEXO II – Listado de paneles de negociación Pyme incluidos en la base de datos Del WFE

Americas		Asia - Pacific		Europe - Middle East - Africa	
BM&FBOVESPA S.A.	Bovespa Mais	BSE India Limited	Small & Medium Enterprises	Athens Stock Exchange (ATHEX)	ATHEX Alternative Market (ENA)
Bolsa de Comercio de Buenos Aires	Pyme Board	Bursa Malaysia	ACE Market	BME Spanish Exchanges	MAB Expansion
Bolsa de Valores de Lima	BVL Venture Exchange	Hong Kong Exchanges and Clearing	Growth Enterprise Market	Borsa Istanbul	Emerging Companies Market
Intercontinental Exchange Inc. NYSE	NYSE MKT	Japan Exchange Group	JASDAQ	Bourse de Casablanca	Development Market and Growth Market
TMX Group	TSX Venture	Japan Exchange Group	Mothers	Cyprus Stock Exchange	Emerging Companies Market
		Korea Exchange	Kosdaq	Deutsche Börse AG	Entry Standard
		National Stock Exchange of India Limited	SME Emerge	Egyptian Exchange	NILEX
		NZX Limited	NZAX	Euronext	Alternext
		NZX Limited	NXT	Irish Stock Exchange	Enterprise Securities Market
		Philippine Stock Exchange	SME Board	Johannesburg Stock Exchange	Alternative Exchange
		Shenzhen Stock Exchange	Chinlex	Johannesburg Stock Exchange	Development Capital Market
		Singapore Exchange	SGX Catalist	Johannesburg Stock Exchange	Venture Capital Market
		Stock Exchange of Thailand	Market for Alternative Investment (mai)	Luxembourg Stock Exchange	Euro MTF
				Malta Stock Exchange	Alternative Companies List
				Moscow Exchange	Innovations and Investments Market
				Nasdaq Nordic Exchanges	First North
				Nigerian Stock Exchange	Alternative Securities Market
				Oslo Børs	Oslo Axxess
				Stock Exchange of Mauritius	Development & Enterprise Market

BIBLIOGRAFIA

Alison Horward y Tania Konidaris World Bank, “SME exchanges in Emerging Market Economies”, Finance and Market Global Practice Group, 2015.

Banco Central Europeo (2012), “survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area”.

Banco Mundial, “Payment systems worldwide a snapshot. Outcomes of the Global Payment Systems Survey 2010”, 2011, Cap. 5.

Centre for Entrepreneurship, SMEs and Local Development, “The Impact of the Global Crisis on SME and Entrepreneurship Financing and Policy Responses” OCDE c, 2009.

European Commission, “Economic Analysis Accompanying the Document ‘Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Action Plan on Building a Capital Markets Union’”. Bruselas, 2015.

Jaffe and Russell (1976), “imperfect information, uncertainty and credit rationing”. The Quarterly Journal of Economics.

IFC (a) Stein, Ardic and Hommes “Closing the Credit Gap for Formal and Informal Micro, Small, and Medium Enterprises”. IFC Advsiroy Services.

IFC (b), “IFC_Enterprise_Finance_Gap_Database 2011”

IFC (c), The SME Banking Knowledge Guide”, 2010.

IFC (d) Erick Gonzales, Martin Hommes y Melina Mirmulstein, “MSME Country Indicators 2014, Towards a Better Understanding of Micro, Small, and Medium Enterprises”, IFC, 2014. (IFC d).

IFC Base de datos :”MSME Country Indicators”. Ver <https://finances.worldbank.org/Other/MSME-Country-Indicators-2014/psn8-56xf/data> o <https://smefinanceforum.org/data-sites/msme-country-indicators>

¹ IOSCO, *op cit.*, WFE a, *op cit.*, WFE b, *op cit* y World Bank, *op cit.*

Fouché, Neugebauer and Uthemann, “SME Financing in a Capital Markets Union”. Swedish Institute for European Policy Studies (Sieps), 2016

Gert Wehinger, “SMEs and the credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature”, OCDE a 2014.

Gert Wehinger, “SMEs and the credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature”, OCDE b, 2014.

O Griffith-Jones, S, Tyson, J and Calice, P, “The European Investment Bank and SMEs: key lessons for Latin America and the Caribbean”, Development Studies Section of the Economic Commission for Latin America and the Caribbean (CEPAL), 2011.

Oliver Wyman “Towards Better Capital Markets Solutions for SME Financing”, 2014.

Reporte realizado por Grupo de Trabajo integrado por BNdes, BM&FBovespa, CVM, ABDI, FINEP, Ministerio de Ciencia, Tecnología e Innovación (“**Informe Bovespa**”), “Financiamiento para Pymes en el mercado de capitales a través de acciones”.

Stiglitz y Weiss (1981), “Credit Rationing in Markets with imperfect information”.

The Growth and Emerging Market Committee of the International Organization of Securities Commission (IOSCO), “SME through Capital Market”, 2015.

Williamson (1986), “costly monitoring, financial intermediation, and equilibrium credit rationing”, *Journal of Monetary Economics*.

World Federation of Exchanges (WFE a), “SME Financing and Equity Markets”, 2016.

World Federation of Exchange (WFE b) (with input from the World Bank Group’s Finance Market Global Practice), “Report on SME exchanges”, 2016.

World Federation of Exchange (WFE c) – annual guide 2016.

Yao Wang, “What are the biggest obstacles to growth of SMEs in developing countries? – An empirical evidence from an enterprise survey”, *Borsa Istanbul Review* 2016