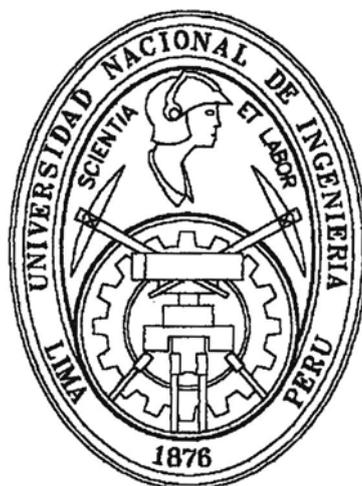


**UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERÍA**

**FACULTAD DE INGENIERÍA ECONÓMICA Y  
CIENCIAS SOCIALES**



**VIABILIDAD DE ACCESO DE LA PEQUEÑA  
Y MEDIANA EMPRESA AL MERCADO  
DE VALORES**

**INFORME DE INGENIERÍA**

**PARA OPTAR EL TÍTULO PROFESIONAL DE:**

**INGENIERO ECONOMISTA**

**ELABORADO POR:**

**FIGRELLA VANESSA TORRES TEJADA**

**LIMA - PERÚ**

**2001**

*A mis padres, hermanos y  
maestros.*

# **ÍNDICE GENERAL**

---

## **PARTE I**

### **MEMORIA DESCRIPTIVA**

1. Documentos administrativos
2. Certificado de estudios depurado
3. Copia del grado académico de bachiller
4. Constancia de no adeudos
5. Pagos efectuados
6. Resumen de principales funciones y trabajos de orden profesional desarrollados

## **PARTE II**

### **CURRÍCULUM VITAE DOCUMENTADO**

## **PARTE III**

### **VIABILIDAD DE ACCESO DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA AL**

### **MERCADO DE VALORES**

Informe de ingeniería para optar el título profesional de ingeniero economista bajo la modalidad de experiencia profesional

---

# **PARTE I**

# **MEMORIA DESCRIPTIVA**

## **PARTE II**

# **CURRÍCULUM VITAE DOCUMENTADO**

## **PARTE III**

**COMISIÓN NACIONAL SUPERVISORA  
DE EMPRESAS Y VALORES**

**CONASEV**

**VIABILIDAD DE ACCESO DE LA PEQUEÑA  
Y MEDIANA EMPRESA AL MERCADO  
DE VALORES**

**INFORME DE INGENIERÍA PARA OPTAR EL TÍTULO  
PROFESIONAL DE INGENIERO ECONOMISTA**

**ELABORADO POR: FIORELLA TORRES TEJADA**

**Marzo, 2001**

# ÍNDICE

	<b>Pág.</b>
<b>Introducción</b>	<b>3</b>
<b>A. Diagnóstico del mercado de valores en el Perú</b>	<b>5</b>
A.1. Evolución de la oferta y demanda de valores	5
A.2. Limitaciones al desarrollo del mercado de valores como alternativa de financiamiento empresarial	15
A.2.a. Efecto de escala reducida	15
A.2.b. Montos probables de emisión	22
<b>B. Análisis de los mecanismos e instrumentos que podrían emplearse para incorporar a la pequeña y mediana empresa en el mercado de valores</b>	<b>27</b>
B.1. Emisión directa de valores en el mercado	29
B.2. Vehículos intermedios	32
B.2.a. Fondos de capital de riesgo	32
B.2.b. Titulización de activos	42
B.3. Esquemas de Garantías	44

<b>C. Conclusiones</b>	<b>49</b>
<b>D. Apéndices</b>	<b>51</b>
Apéndice I.- Parámetros de definición de pequeña y mediana empresa a nivel internacional	51
Apéndice II.- Mecanismos de acceso a financiamiento para la pequeña y mediana empresa: Experiencia Internacional	53
<b>E. Glosario</b>	<b>83</b>

## **INTRODUCCIÓN**

Si bien durante el decenio de los 90' se aprecia un notable incremento en los volúmenes de ofertas públicas primarias de valores, acompañado de un mayor dinamismo en la incorporación de nuevos emisores al mercado, el mercado primario de valores no ha llegado a constituirse como una fuente importante de financiamiento para el sector empresarial; ello se comprueba al revisar la magnitud de los volúmenes de financiamiento proporcionados por otras alternativas de financiamiento tradicionales, como el sistema bancario. Por el contrario, se ha venido observando más bien que el proceso de incorporación de nuevos emisores al mercado ha ido desacelerándose.

La mayor parte de las compañías que componen el sector empresarial peruano –más del 90 por ciento– se encuentran dentro de la categoría de pequeña y mediana empresa. Por ello, el objetivo de la presente investigación es explorar la viabilidad de incorporación de la pequeña y mediana empresa al mercado de valores, a efectos de identificar los probables vehículos o instrumentos que podrían contribuir a dicha incorporación, con el consecuente incremento de la oferta de valores y consolidación del mercado de valores como un mecanismo eficiente para la canalización de recursos en la economía.

Para ello, se va a analizar la problemática o principales limitaciones que enfrentan las empresas para acudir al mercado de valores en busca de financiamiento. No menos importante será el

estudio de las principales características de la demanda de valores en nuestro mercado, respecto al cual se puede señalar que actualmente existe un exceso de demanda por valores por parte de los principales inversionistas institucionales, lo cual ha llevado a que una proporción no poco significativa de sus portafolios sea destinada hacia la inversión en depósitos financieros; y que la demanda que se presenta actualmente es fundamentalmente una “demanda selectiva” por papeles de bajo riesgo, hecho que revestirá de singular importancia al estudiar la viabilidad de incorporación de la pequeña y mediana empresa al mercado de valores, en tanto estas unidades económicas tienen asociados niveles de riesgo elevados.

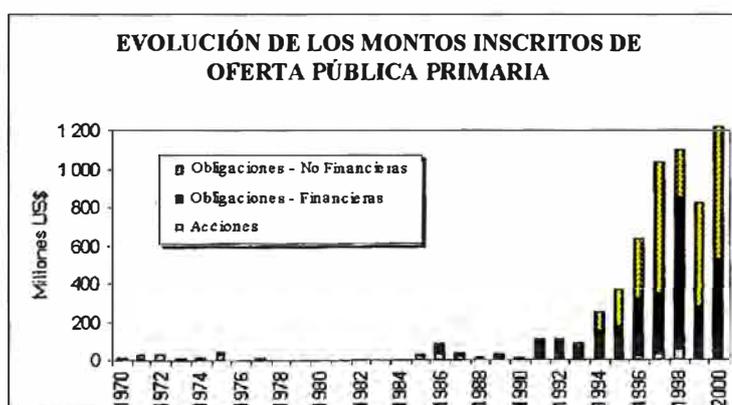
El documento está organizado de la siguiente manera: la Sección A. muestra un diagnóstico preliminar del mercado de valores en el Perú a nivel macro; en la Sección B. se efectúa el análisis de los mecanismos e instrumentos que podrían emplearse para incorporar a la pequeña y mediana empresa en el mercado de valores; finalmente, en la Sección C. se presentan las conclusiones del estudio.

## A. DIAGNÓSTICO DEL MERCADO DE VALORES EN EL PERÚ

### A.1. Evolución de la oferta y demanda de valores

Durante el año 2000, el monto total inscrito de oferta pública primaria de valores ascendió a US\$ 1 218,5 millones, superando en 49,2 por ciento la cifra alcanzada durante 1999, año en el cual se presentó una coyuntura de incertidumbre bastante desfavorable que generó un incremento en las tasas de mercado y una demanda selectiva por parte de los inversores institucionales hacia instrumentos de muy bajo nivel de riesgo.

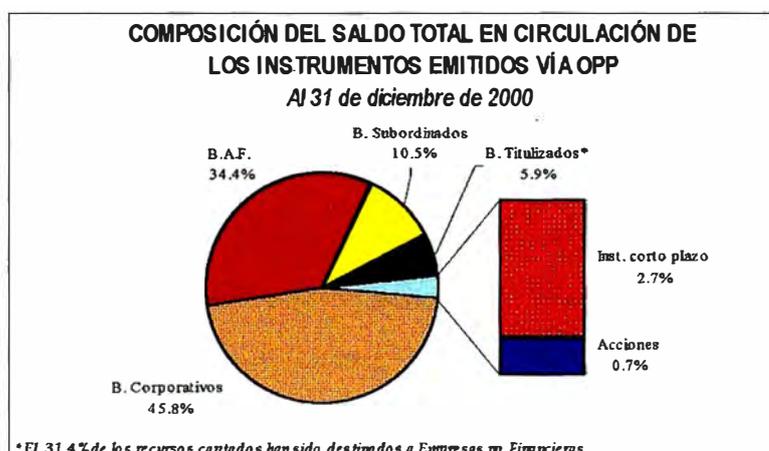
Gráfico N° 1



**Nota.-** Los montos inscritos de OPP no incluyen los montos de los programas inscritos en el RPMV, sino los montos de las emisiones efectuadas dentro de los marcos de dichos programas.

Durante el último decenio, la oferta pública primaria de valores (OPP) ha venido siendo utilizada cada vez más como una alternativa adicional de financiamiento por parte del sector empresarial peruano, habiéndose concentrado las emisiones básicamente en instrumentos de deuda –al cierre del año 2000, sólo el 0,7 por ciento del saldo total en circulación de instrumentos emitidos vía OPP (equivalente a US\$ 2 423 millones) correspondía a acciones, estando la mayor parte de emisiones en circulación concentradas en Bonos Corporativos, con más de 45 por ciento–.

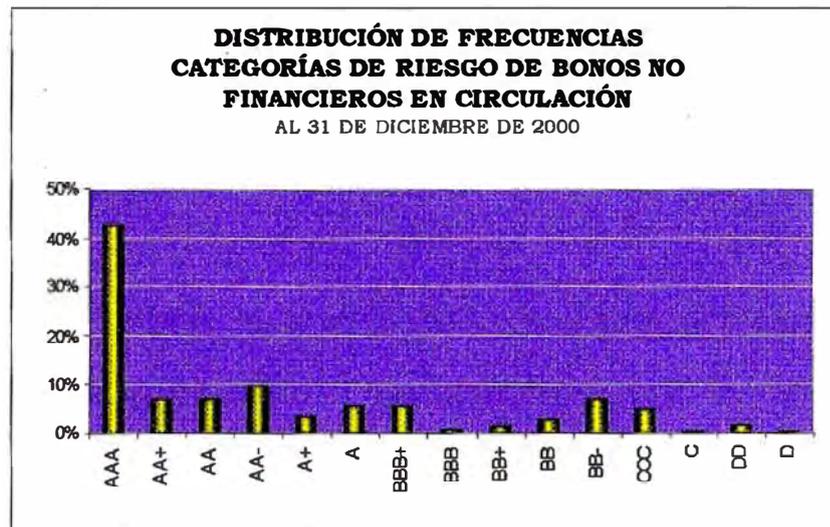
**Gráfico N° 2**



En lo que respecta a la calidad de los papeles de deuda emitidos vía OPP que se encuentran en circulación en el mercado de valores peruano, se puede apreciar también una concentración en emisiones de instrumentos de bajo riesgo, ocasionada básicamente por la demanda selectiva de los inversionistas institucionales que son los que principalmente adquieren estos valores.

Así, por ejemplo, en el caso de Bonos no Financieros se observa una marcada concentración en bonos AAA. Mientras que tratándose de instrumentos de corto plazo el 100 por ciento del saldo en circulación se encuentra en categoría de riesgo 1+.

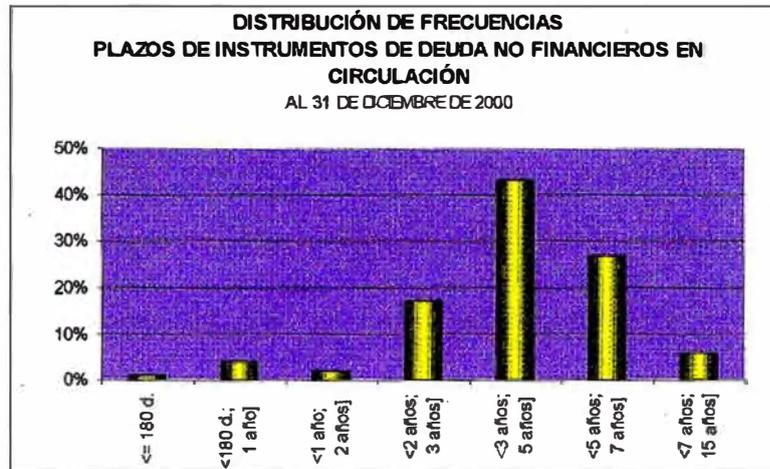
**Gráfico N° 3**



**Nota-** Los Bonos no Financieros incluyen a los Bonos Corporativos y los Bonos Titulizados cuyos recursos fueron canalizados a empresas no financieras.

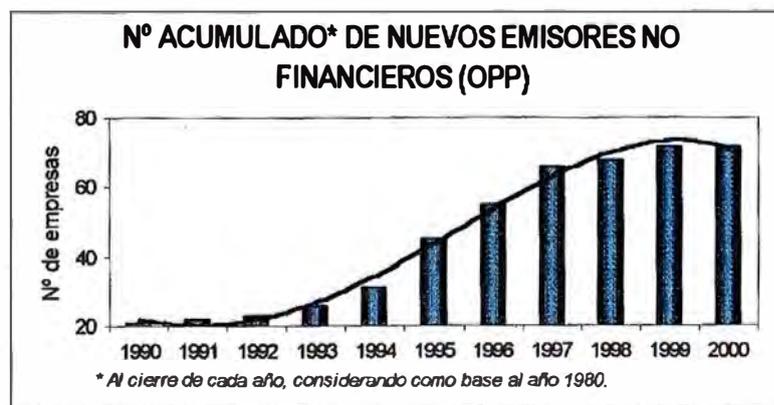
En cuanto a plazos, las emisiones vigentes de instrumentos de deuda de empresas no financieras se concentran en emisiones de mediano plazo, 88,9 por ciento al 31 de diciembre del año 2000, destacando las emisiones de entre 3 y 5 años con 43,1 por ciento. Sólo el 5,3 por ciento y 5,8 por ciento se concentra en ofertas públicas primarias de corto plazo (menores a 1 año) y largo plazo (mayores a 7 años), respectivamente.

Gráfico N° 4



De otro lado, si bien la evolución registrada por las ofertas públicas primarias ha ido acompañada por la incorporación de nuevos emisores al mercado, este proceso ha ido desacelerándose y en el último año parece haberse detenido, tal como se muestra en el siguiente gráfico (en los últimos 20 años un total de 72 empresas no financieras han participado en el mercado de valores vía la emisión de valores por oferta pública primaria).

Gráfico N° 5



**Nota-** Se considera como Emisores No Financieros a los que han emitido Bonos Corporativos y Papeles Comerciales.

Asimismo, se puede apreciar una elevada concentración por emisor de los saldos de valores en circulación emitidos por OPP. Así, los 5 mayores emisores –poco menos del 10 por ciento del número total de emisores que mantienen valores en circulación– concentran el 32,6 por ciento del saldo total en circulación; mientras que los 10 mayores emisores –poco menos del 20 por ciento del número total de emisores– concentran el 51,3 por ciento del saldo total en circulación.

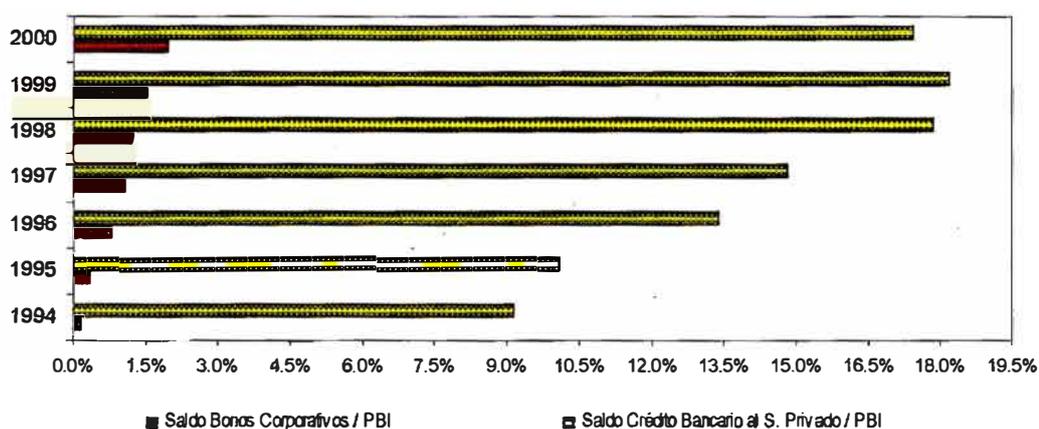
**Gráfico N° 6**



Sin embargo, aun cuando un mayor número de empresas ha acudido al mercado de valores en busca de financiamiento, éste no ha llegado a constituirse en una alternativa importante para el sector empresarial en comparación a otras fuentes de financiamiento tradicional. De esta manera, a diciembre del año 2000, el saldo del crédito bancario al sector empresarial fue equivalente a 9,0 veces el saldo de Bonos Corporativos en circulación.

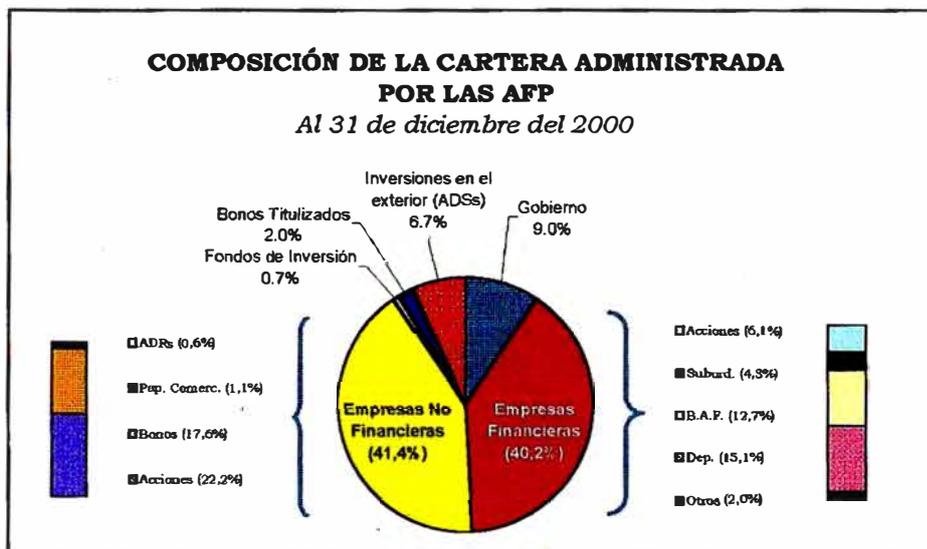
**Gráfico N° 7**

**IMPORTANCIA RELATIVA DEL MERCADO PRIMARIO DE VALORES V. EL SISTEMA BANCARIO COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR EMPRESARIAL**



Si concentramos el análisis en la demanda de valores, encontramos que el portafolio de inversiones de los Fondos de Pensiones ascendente a US\$ 2 582,8 millones, al cierre del año 2000, se encuentra invertido en más de 60 por ciento en Instrumentos de Deuda, destacando las inversiones en Bonos de Empresas no Financieras –17,6 por ciento– y en Depósitos en Instituciones Financieras –15,1 por ciento–, esta última inversión ascendente a más de US\$ 400 millones y reflejando la escasez de instrumentos financieros en el mercado.

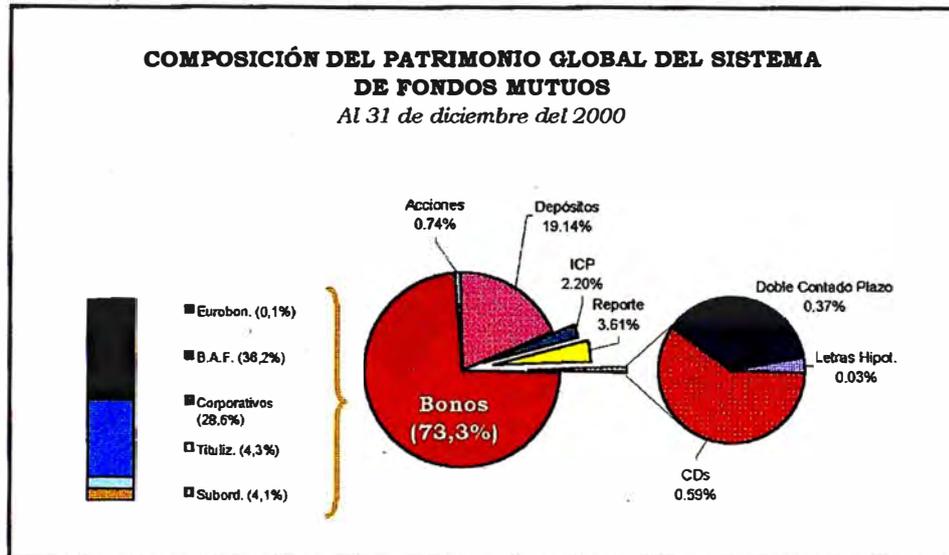
Gráfico N° 8



**Fuente:** Superintendencia de Banca y Seguros

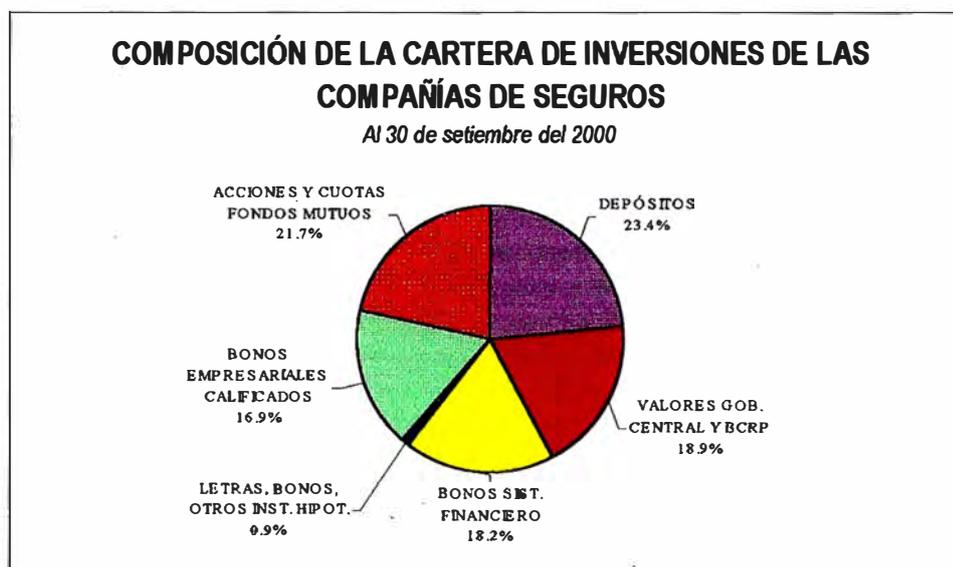
De otro lado, los Fondos Mutuos cuyo patrimonio global administrado ascendía a US\$ 438,4 millones a diciembre de 2000, mantienen el 99,3 por ciento de su portafolio de inversiones en instrumentos de deuda, siendo la mayor proporción destinada a inversiones en Bonos de Arrendamiento Financiero –36,2 por ciento de la cartera–, Bonos Corporativos –28,6 por ciento– y, al igual que en el caso de los Fondos de Pensiones, una proporción no menos importante se asigna a Depósitos en Instituciones Financieras –19,1 por ciento, equivalente a más de US\$ 80 millones, denotando asimismo una escasez de instrumentos financieros en los cuales diversificar sus carteras–.

Gráfico N° 9



En el caso de las compañías de seguros, las cuales a setiembre del año 2000 mantenían una cartera de inversiones financieras de US\$ 600,9 millones, destinan también una proporción relativamente significativa de la misma –23,4 por ciento– a Depósitos e Imposiciones en Empresas del Sistema Financiero, cifra ascendente a US\$ 140,9 millones, asignando participaciones menores en su portafolio de inversiones a los Bonos del Sistema Financiero y los Bonos Empresariales Calificados, con 18,2 por ciento y 16,9 por ciento, respectivamente.

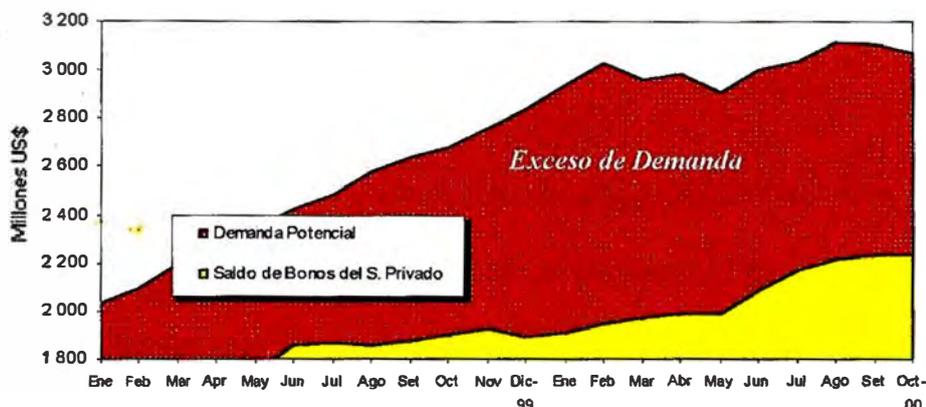
**Gráfico N° 10**



Es posible observar que los fondos administrados por los principales inversores institucionales en nuestro mercado han venido creciendo a un mayor ritmo que la oferta de nuevos valores en los últimos años, lo cual ha derivado en un exceso de demanda por instrumentos financieros. De esta manera, a octubre del año 2000, el exceso de demanda de bonos de los principales inversionistas institucionales –considerando a fondos de pensiones, fondos mutuos y compañías de seguros (ver nota del gráfico)– fue de US\$ 837,5 millones.

## Gráfico N° 11

### OFERTA VS. DEMANDA POTENCIAL DE BONOS DE PRINCIPALES INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES



Nota- La oferta incluye al saldo total de bonos en circulación del sector privado a valor nominal. La demanda potencial es lo máximo que podrían demandar por este tipo de instrumentos las compañías de seguros –60 por ciento de las obligaciones técnicas–, los fondos mutuos –100 por ciento del patrimonio global– y los fondos de pensiones –80 por ciento del valor global de los fondos de pensiones. Adicionalmente se estima que la ONP y ESSALUD cuentan con aproximadamente US\$ 700 millones colocados en entidades financieras. La ONP mantiene además invertido en el exterior como respaldo del FONAPU y bonos de reconocimiento alrededor de US\$ 2 200 millones.

No obstante lo anterior, es importante señalar que si bien existe un exceso de demanda por valores en el mercado, ésta es fundamentalmente por papeles de deuda de riesgo I. Esta “**demanda selectiva**” por parte de los inversores institucionales se mantiene desde 1999, año en que se produjo una severa crisis financiera en el ámbito internacional, a la cual se sumaron también problemas internos –e.g. Fenómeno del Niño– que debilitaron la economía nacional.

## **A.2. Limitaciones al desarrollo del mercado de valores como alternativa de financiamiento empresarial**

Una de las principales limitantes al desarrollo de la oferta pública primaria de valores<sup>1</sup> e incorporación de nuevos emisores al mercado de valores peruano la constituye la escala reducida de la mayoría de compañías que conforman el sector empresarial, la cual genera un descalce entre oferta y demanda por un factor de costos.

Acentúa este descalce entre oferta y demanda, la demanda selectiva por parte de los inversores institucionales, los cuales mantienen preferencia por papeles de deuda de riesgo I castigando a las tasas de colocación de emisiones de riesgo mayor, cuando la mayoría de empresas en nuestro país, dadas sus características y las condiciones actuales, lograrían salir al mercado con categorías de riesgo mayores o iguales a II.

### **A.2.a. Efecto de escala reducida**

La existencia de costos fijos de emisión<sup>2</sup> hace inviable económicamente ofertas públicas primarias de montos pequeños, puesto que elevan los costos efectivos de financiamiento por unidad monetaria emitida, resultando éstos mayores a los costos alternativos ofrecidos en el sistema bancario.

---

<sup>1</sup> Este análisis está referido a las limitantes a la oferta pública primaria de instrumentos de deuda.

**Tabla I**

**Impacto de los Costos de Emisión\* en la Tasa Efectiva Anual de  
Financiamiento de una Oferta Pública Primaria de Bonos**

MONTO MILL. US\$	Riesgo I		Riesgo II		Riesgo III		Riesgo IV	
	3 años	5 años	3 años	5 años	3 años	5 años	3 años	5 años
0.5	17.8%	15.2%	18.4%	15.9%	20.0%	17.8%	20.6%	18.4%
1.0	8.4%	7.1%	8.7%	7.5%	9.4%	8.3%	9.7%	8.6%
1.5	5.6%	4.8%	5.8%	5.0%	6.3%	5.5%	6.5%	5.7%
2.0	4.3%	3.6%	4.4%	3.8%	4.8%	4.2%	5.0%	4.3%
2.5	3.5%	2.9%	3.6%	3.1%	4.0%	3.4%	4.1%	3.5%
3.0	3.0%	2.5%	3.1%	2.6%	3.4%	2.9%	3.5%	3.0%
3.5	2.7%	2.2%	2.7%	2.3%	3.0%	2.6%	3.1%	2.7%
4.0	2.4%	2.0%	2.5%	2.1%	2.7%	2.3%	2.8%	2.4%
4.5	2.2%	1.8%	2.2%	1.9%	2.4%	2.1%	2.5%	2.2%
5.0	2.0%	1.6%	2.1%	1.7%	2.3%	1.9%	2.3%	2.0%
6.0	1.8%	1.4%	1.8%	1.5%	2.0%	1.7%	2.0%	1.7%
7.0	1.6%	1.3%	1.6%	1.3%	1.8%	1.5%	1.8%	1.6%
8.0	1.5%	1.2%	1.5%	1.2%	1.6%	1.4%	1.7%	1.4%
9.0	1.4%	1.1%	1.4%	1.1%	1.5%	1.3%	1.6%	1.3%
10.0	1.3%	1.0%	1.3%	1.1%	1.5%	1.2%	1.5%	1.3%
50.0	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%
100.0	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%

(\*) Los Costos de Emisión son todos los costos en los que se incurre para poder efectuar una OPP de bonos sin considerar la tasa de rendimiento ofrecida a los inversionistas (cupón).

Para medir el impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva anual de financiamiento de una OPP de bonos, éste se calculó como el spread que la tasa efectiva anual de financiamiento tenía sobre la tasa de rendimiento anual exigida por los inversores (cupón), según cada nivel de riesgo y plazo, tomándose como referencia las tasas de descuento reportadas por las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos para la valuación de sus portafolios. (Riesgo I: AAA y AA, Riesgo II: A, Riesgo III: BBB, Riesgo IV: BB y B)

<sup>2</sup> Principalmente costos de estructuración, aunque existen otros costos fijos: asesoría legal, clasificación de riesgos, gastos notariales impresión de prospectos, presentación de la oferta y aviso en diarios. Los costos de Colocación y de Representante de Obligacionistas generalmente se establecen como un porcentaje del monto a emitir.

***Del análisis de dichos cálculos se observa que, cuanto menor sea el monto de la emisión, menor el plazo y mayor el nivel de riesgo, mayor será el impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva anual de financiamiento.***

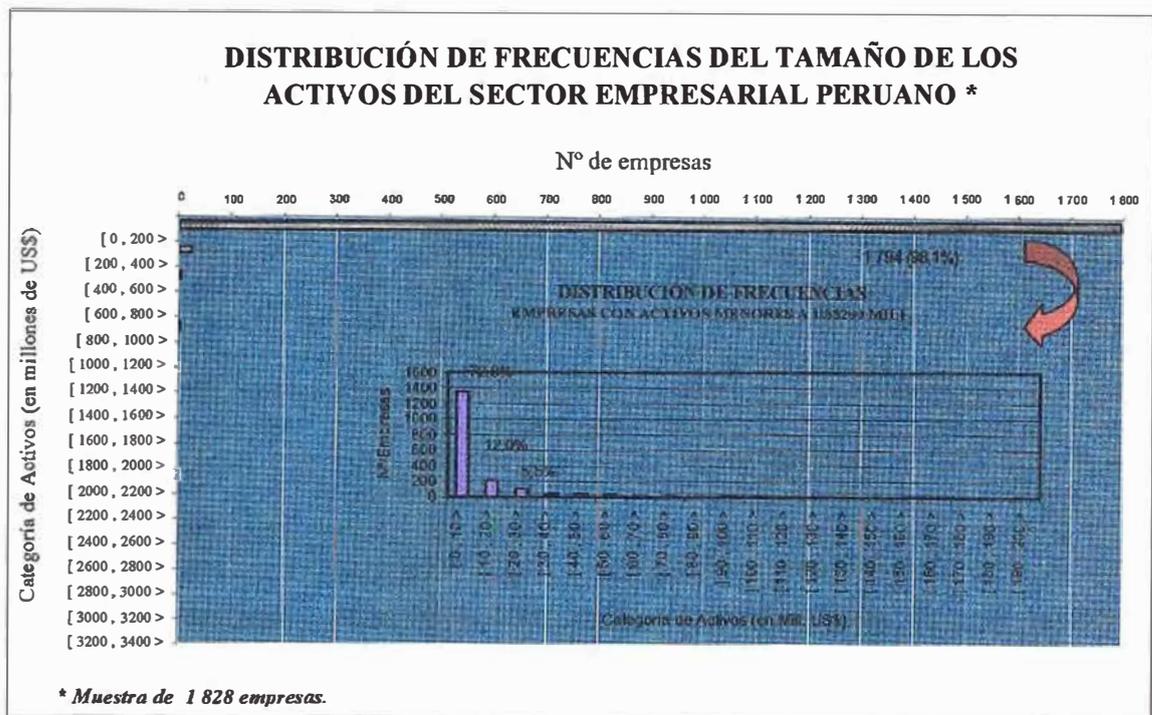
El tamaño del monto de emisión con el que una empresa va a salir al mercado está determinado directamente por sus necesidades de financiamiento, las cuales a su vez van a depender directamente del volumen de inversiones (o activos) que ésta mantenga. Ello quiere decir que cuanto menor sea el volumen de activos de una empresa, menor será el monto de la emisión con el que necesitaría salir al mercado (necesidades de financiamiento) y mayor el impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva de financiamiento, hecho que desalienta la incursión de medianas y pequeñas empresas en el mercado de valores.

Adicionalmente cabe señalar, que cuanto menor sea el volumen de activos de una empresa, menor será la probabilidad de obtener una buena clasificación de riesgo, entre otros, por un factor de posicionamiento en el mercado.

Sin embargo, la mayoría de empresas que conforman el sector empresarial peruano presentan volúmenes de activos reducidos, por lo que sus necesidades de financiamiento no son lo suficientemente grandes como para acceder al mercado primario de valores a costos que resulten inferiores a los de sus otras alternativas de financiamiento: ***Limitante Estructural.***

Según la presentación de información financiera correspondiente al ejercicio económico 1999, el 87,6 por ciento de un total de 1 828 empresas tenían activos inferiores a los US\$ 25 millones.

Gráfico N° 12



Montos pequeños de emisión resultan poco atractivos para los inversores institucionales –que son los que adquieren principalmente los instrumentos emitidos en nuestro mercado– porque tienen asociados bajos niveles de liquidez y además demandan el mismo costo y esfuerzo en términos de análisis de inversión que emisiones de montos mayores. Por lo que aun cuando una empresa logre superar el factor de costos señalado en el numeral anterior, encontraría obstáculos al tratar de colocar su emisión en el mercado: Limitante de Demanda por Costos y Liquidez.

Adicionalmente al problema de escala reducida, cabe señalar que en épocas de incertidumbre se presenta una “demanda selectiva” por instrumentos de muy bajo riesgo, tal como la experimentada durante el año 1999, debido al contexto nacional e internacional adverso. Actualmente, persisten los efectos negativos de la crisis financiera internacional y se presenta además una coyuntura económica y política nacional poco favorable que afecta a la demanda proveniente de los inversores institucionales, quienes no están dispuestos a asumir nuevos riesgos y prefieren concentrarse más bien en papeles de riesgo I (AAA y AA), castigando fuertemente las tasas de colocación de emisiones con niveles de riesgos superiores.

Sin embargo, dada las condiciones económicas actuales (ciclo de recesión) y el tamaño de las empresas en nuestro país, de animarse éstas a efectuar una oferta pública primaria en el mercado la gran mayoría lo haría con categorías de riesgo de niveles III (BBB) o IV (BB y B), una menor proporción con riesgo II (A), y sólo una selecta muestra de ellas (las más grandes) con riesgo I. Por tanto, la oferta potencial de valores que existiría en nuestro mercado estaría conformada fundamentalmente por papeles de baja calidad de riesgo, registrándose también un problema de descalce entre oferta y demanda al nivel de calidades o riesgos: Limitante de Demanda por Coyuntura

Si se revisan las estadísticas, a cierre de diciembre del año 2000, el 73,8 por ciento del valor de la cartera de bonos del Sistema de Fondos Mutuos se encontraba compuesta por bonos con categorías de riesgo I.

### Gráfico N° 13

Al 31 de diciembre del 2000



Nota.- Se consideró la clasificación de riesgo de menor calidad.

En el caso de los fondos de pensiones, a cierre de diciembre del año 2000, el 67,9 por ciento del valor de su cartera de bonos no financieros –Bonos Corporativos y Bonos Titulizados de empresas no financieras– se encontraba compuesta por bonos de categoría de riesgo I.

### Gráfico N° 14

Al 31 de diciembre del 2000



Nota.- Se consideró la clasificación de riesgo de menor calidad.

En el caso de los Fondos de Pensiones cabe señalar adicionalmente, que cuanto más alto sea el nivel de riesgo de los instrumentos de deuda en los que invierten, mayor será el encaje que deberá constituir la administradora, lo cual representa un costo y desincentiva así la inversión en papeles de riesgo mayor a I.

Para que una empresa pueda efectuar una emisión exitosa de valores en el mercado primario deben confluir dos factores: (1) ***Por el lado de la oferta***. Que la tasa efectiva de financiamiento de la OPP –que está en función del monto, riesgo y plazo de la emisión– sea menor o igual al costo de su fuente alternativa de financiamiento;<sup>3</sup> y (2) ***Por el lado de la demanda***. Que los valores puedan ser colocados en el mercado –la colocación de los valores se encuentra en función del monto de la emisión (costo de análisis de inversión y liquidez), la tasa de riesgo a ser asumida y la coyuntura o contexto vigente en el mercado.

No es posible determinar por el lado de la oferta una única cifra para el monto de emisión a partir del cual las empresas podrían salir al mercado, es decir un *Monto Mínimo de Emisión*, debido a que el monto mínimo de emisión va a variar de empresa a empresa, dependiendo de la tasa de colocación con la que pueda salir al mercado, la tasa de financiamiento alternativo y del costo de llevar a cabo la emisión en el mercado.

<sup>3</sup> Podría ser mayor en caso busque una diversificación de fuentes de financiamiento o reestructuración de pasivos, o deseara captar un volumen importante de recursos que el banco no le pudiera ofrecer. Pero esta situación no se analiza en el presente documento.

Por ejemplo, para una empresa que puede salir con una tasa de colocación de 10 por ciento anual al mercado (Riesgo I, Plazo 5 años, Moneda US\$) y a la cual el banco le presta a una tasa de 11 por ciento anual en dólares a mediano plazo, su monto mínimo de emisión para que le resulte más ventajoso financiarse a través del mercado de valores tendría que ser US\$ 10 millones.

Debido a que las combinaciones son múltiples y no se podría determinar un único monto mínimo de emisión para todas las empresas, resulta más útil determinar los montos probables de emisión con los que las empresas podrían salir al mercado, tomando en consideración para ello el volumen de sus activos, que son los que determinan sus necesidades de financiamiento.

#### **A.2.b. Montos Probables de Emisión**

Para que una empresa pueda efectuar una emisión exitosa de valores en el mercado primario deben confluír dos factores: (1) ***Por el lado de la oferta***. Que la tasa efectiva de financiamiento de la OPP –que está en función del monto, riesgo y plazo de la emisión– sea menor o igual al costo de su fuente alternativa de financiamiento;<sup>4</sup> y (2) ***Por el lado de la demanda***. Que los valores puedan ser colocados en el mercado –la colocación de los valores se encuentra en función del monto de la emisión (costo de análisis de inversión y liquidez) y de la coyuntura o contexto vigente en el mercado.

No es posible determinar por el lado de la oferta una única cifra para el monto de emisión a partir del cual las empresas podrían salir al mercado, es decir un *Monto Mínimo de Emisión*, debido a que

---

<sup>4</sup> Podría ser mayor en caso busque una diversificación de fuentes de financiamiento o reestructuración de pasivos, o deseara captar un volumen importante de recursos que el banco no le pudiera ofrecer. Pero esta situación no se analiza en el presente documento.

el monto mínimo de emisión va a variar de empresa a empresa, dependiendo de la tasa de colocación con la que pueda salir al mercado, la tasa de financiamiento alternativo y del costo de llevar a cabo la emisión en el mercado.

Por ejemplo, para una empresa que puede salir con una tasa de colocación de 10 por ciento anual al mercado (Riesgo I, Plazo 5 años, Moneda US\$) y a la cual el banco le presta a una tasa de 11 por ciento anual en dólares a mediano plazo, su monto mínimo de emisión para que le resulte más ventajoso financiarse a través del mercado de valores tendría que ser US\$ 10 millones.

Debido a que las combinaciones son múltiples y no se podría determinar un único monto mínimo de emisión para todas las empresas, resulta más útil determinar los montos probables de emisión con los que las empresas podrían salir al mercado, tomando en consideración para ello el volumen de sus activos que determinan sus necesidades de financiamiento.

### *Metodología*

- a. Se determina el ratio entre el monto emitido vía oferta pública primaria y el volumen de activos (indicador de las necesidades de financiamiento) de las empresas que han efectuado la emisión primaria de valores en el mercado.
- b. Se establece la relación que existe entre este ratio y el volumen de los activos de las empresas emisoras, a través de una dispersión de puntos X, Y.
- c. Considerando una muestra de las empresas que aún no han efectuado la OPP de valores, a partir de sus activos y aplicando la relación establecida en el inciso anterior, se determinan

cuáles serían los montos probables de emisión considerando sus necesidades de financiamiento.

- d. Se acota este monto probable de emisión al valor del patrimonio neto de la empresa, considerando que algunas de las empresas se encontraban descapitalizadas y que según la Ley General de Sociedades, el importe total de las obligaciones, a la fecha de emisión, no podrá ser superior al patrimonio neto de la sociedad, a menos que se constituyan garantías específicas.

### *Muestra de Empresas*

Se consideró una muestra de 1 806 empresas que han presentado información financiera correspondiente al ejercicio económico 1999 y que no han efectuado aún la oferta pública primaria de valores en el mercado.<sup>5</sup> De estas empresas, 109 cotizan sus valores en bolsa.

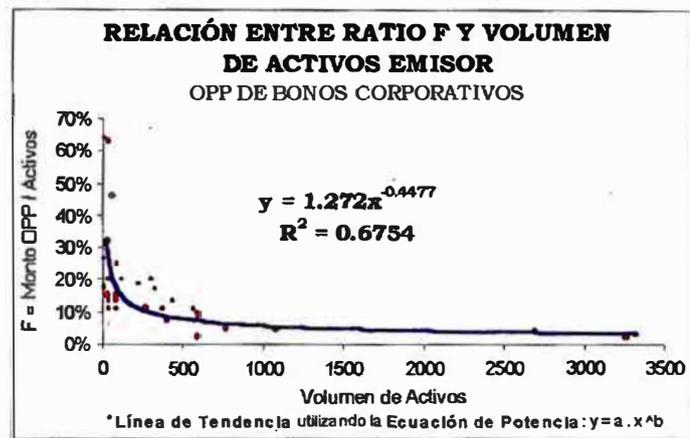
Cabe señalar, que la muestra de empresas considerada se obtuvo a partir de las empresas emisoras e inscritas en el Registro de Personas Jurídicas (RPJ)<sup>6</sup> que presentaron información financiera para el ejercicio económico 1999.<sup>7</sup> De esta manera, tomando en cuenta el ratio entre monto emitido y volumen de activos (F), de las empresas emisoras de bonos corporativos entre 1995 y 1999, se pudo establecer la siguiente relación:

---

<sup>5</sup> La muestra total de empresas que han presentado información financiera correspondiente al ejercicio económico 1999 fue de 1 828 **empresas** —no se consideró a Bancos, Cías. de Seguros, Empresas de Arrendamiento Financiero, ni AFPs— de las cuales 132 eran emisoras (22 habían efectuado la OPP de valores en el mercado).

<sup>6</sup> Las empresas inscritas en el RPJ que presentaron información correspondiente al ejercicio económico 1999 son aquellas que al cierre del ejercicio económico precedente (1998) habían registrado ingresos brutos superiores a las 3 000 UITs (US\$ 2 485 000) o activos superiores a las 3 200 UITs (US\$ 2 650 000).

Gráfico N° 15



**Donde:**

$y$  = Ratio F = Monto Emitido / Volumen de Activos

$x$  = Volumen de activos

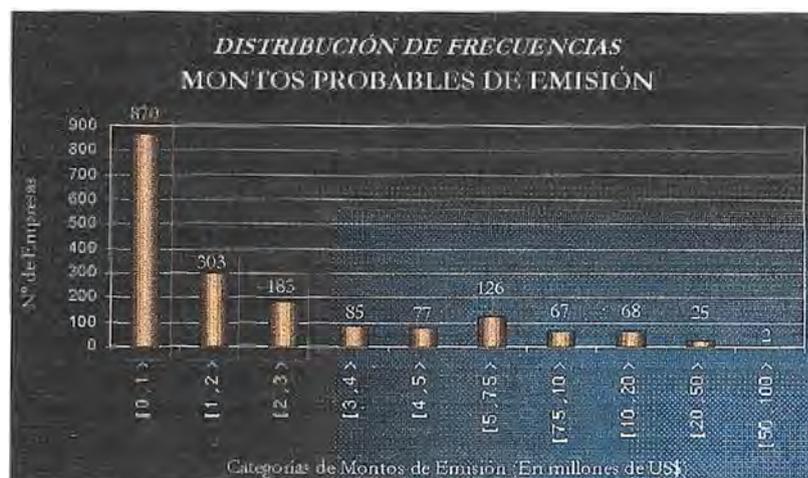
$R^2$  = Coeficiente de Determinación

Aplicando la relación obtenida<sup>8</sup> y los demás criterios establecidos en la metodología a la muestra de empresas considerada, se obtuvo la siguiente distribución de frecuencias de sus montos probables de emisión.

<sup>7</sup> No se dispone de información financiera en la Base de Datos de CONASEV de aproximadamente 115 empresas Emisoras, debido a que el diskette presentado tuvo deficiencias en su lectura.

<sup>8</sup> Dado que la curva obtenida a partir de la Ecuación de Potencia definida es una curva asintótica al eje de las ordenadas que representa al ratio F, y dado que este ratio tendería a tomar valores elevados a medida que el volumen de los activos disminuye, se acotó los valores que podía tomar este ratio a 50%.

**Gráfico N° 16**



Como se puede observar en el gráfico anterior, cerca del 85 por ciento de las empresas consideradas en la muestra no podrían salir al mercado con montos superiores a los US\$ 5 millones. El monto de emisión promedio –sin considerar a las empresas con patrimonio negativo– es de apenas US\$ 1,4 millones. Así, considerando la relación estimada, sólo el 5,3 por ciento de estas empresas podría salir con montos mayores a US\$ 10 millones.

Aun cuando a algunas empresas medianas les resultara menos costoso financiarse a través del mercado de valores que a través de los bancos, éstas quedarían descartadas para su incorporación en el mercado principalmente debido a un factor de demanda –monto de la emisión y calidad o nivel de riesgo del papel–. Como se mencionó anteriormente, los inversionistas institucionales no estarían dispuestos a adquirir valores de emisiones por montos inferiores a US\$ 5 millones, básicamente por un problema de falta de liquidez. Los montos de emisión que vienen siendo colocados en el mercado se encuentran por encima de los US\$ 10 millones. Según lo manifiestan algunos inversores institucionales que han sido entrevistados, excepcionalmente invertirían en valores emitidos por oferta pública de montos entre US\$ 5 millones y US\$ 10 millones.

## **B. ANÁLISIS DE LOS MECANISMOS E INSTRUMENTOS QUE PODRÍAN EMPLEARSE PARA INCORPORAR A LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA EN EL MERCADO DE VALORES**

El análisis de la viabilidad de incorporación de la pequeña y mediana empresa en el mercado de valores con el consecuente incremento en la oferta de valores, va a ser efectuado en el presente documento al nivel de los siguientes mecanismos:

- Emisión directa de valores en el mercado.
- Vehículos intermedios.
- Esquemas de Garantías.

Antes de continuar, un aspecto clave que debemos precisar es cómo se va a definir a la pequeña y mediana empresa, especialmente para determinar la viabilidad de su incorporación directa en el mercado de valores, al encontrarse el tamaño de los montos de emisión en relación directa al tamaño de los activos y en relación inversa a la tasa efectiva de financiamiento, elemento esencial para que una empresa tome la decisión de acceder al mercado o alguna fuente de financiamiento alternativa.

Al respecto, el Reglamento de la Ley General de la Pequeña y Microempresa, Decreto Supremo N° 030-2000-MITINCI, del 27 de setiembre de 2000, establece como *características generales* que el número total de trabajadores de la Microempresa no deberá exceder de 10 personas, y en el caso de la Pequeña empresa, deberá ser mayor a 10 y no exceder de 40. Asimismo, establece que los diversos sectores y organismos del Estado podrán utilizar las *características sectoriales* de las pequeña y microempresa (pyme) para definir los parámetros de referencia –ventas, valor de activos fijos, volumen de producción, capacidad instalada u otros–.

La referida norma no establece parámetros, tales como el valor de ventas o activos, para la categorización de la Micro y Pequeña empresa. Así, no existe un criterio uniforme que sea aplicado en nuestro país para la categorización de la Pequeña, Mediana y Gran Empresa. Por ejemplo, la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE) emplea como parámetro para definir a la pequeña empresa, un volumen de ventas anuales inferior a US\$ 1,5 millones; mientras que en el sistema financiero, los bancos vienen empleando categoría que en promedio fluctúan entre los siguientes valores:

- Microempresa = Ventas anuales menores a US\$ 50 000.
- Pequeña empresa = Ventas anuales mayores a US\$ 50 000 y menores de US\$ 1 millón.
- Mediana empresa = Ventas anuales mayores a US\$ 1 millón y menores a US\$ 30 millones.
- Gran empresa = Ventas anuales mayores a US\$ 30 millones.

*Véase Apéndice I para mayor detalle de parámetros utilizados en el ámbito internacional.*

## **B.1. Emisión directa de valores en el mercado**

Tal como se señaló anteriormente, los inversionistas institucionales locales mantienen un comportamiento cauteloso, permaneciendo reacios a invertir en instrumentos de baja calidad de riesgo. La situación económica y política actual por la que atraviesa el país, así como la alta sensibilidad de los precios y tasas de mercado a los movimientos que se presentan en el contexto internacional, que persiste luego de la última crisis financiera internacional, hace suponer justificadamente que este comportamiento cauteloso que se expresa en una “demanda selectiva” por valores, se mantenga por un tiempo adicional, aún indefinido, hasta que el mercado cuente con claras señales de que la situación en efecto ha mejorado y ello se vea reflejado en sus percepciones. Mientras lo anterior no ocurra, va a ser difícil que se puedan colocar emisiones por debajo de los US\$ 10 millones.

Ello, sin duda plantea una limitación directa a la incursión de las pequeñas y medianas empresas, tomando en consideración el tamaño de los montos de emisión con los que éstas podrían acceder potencialmente al mercado. En principio, si se tomara como parámetro para categorizar a la PEQUEÑA EMPRESA un volumen de activos inferior a US\$ 1,0 millón,<sup>9</sup> éstas quedarían descartadas para una incursión directa en el mercado.

---

<sup>9</sup> Tomando en cuenta el límite de “ventas” de US\$ 1,5 millones, establecido por COFIDE, se establece un límite en función de “activos” para mantener la relación que existe entre volumen de activos y necesidades de financiamiento. Se reconoce, que usualmente las pequeñas empresas mantienen un ratio de rotación de ventas (Ventas / Activos) mayor a 1, por lo que se ha establecido un nivel de activos de US\$ 1,0 millón.

En cuanto a la MEDIANA EMPRESA, considerando como parámetro un volumen de activos inferior a US\$ 25 millones<sup>10</sup> y aplicando la relación señalada en el inciso (c) del numeral anterior – para el caso de bonos corporativos–, se tiene como resultado que las empresas podrían salir con montos de emisiones máximos de alrededor de US\$ 7,5 millones. Aún cuando se considerara que –aunque difícilmente– se podrían llegar a colocar montos de emisión entre US\$ 5 millones y US\$ 10 millones, no hay que olvidar que estas medianas empresas se caracterizan por tener asociados niveles de riesgo elevados. Ello indicaría pocas probabilidades de colocación para dichos valores en el mercado, debido a la existencia de una demanda selectiva (gap de riesgo); y por tanto, tampoco cabría esperar grandes posibilidades de éxito en la incursión directa de la mediana empresa en el mercado de valores.<sup>11</sup>

Adicionalmente, es importante señalar que la experiencia internacional no ha mostrado resultados positivos en cuanto a normas orientadas a la flexibilización de requerimientos de inscripción o registro de valores emitidos por oferta pública primaria. En el caso de los emisores, la obligación de informar, la falta de cultura de mercado y los costos asociados a la emisión y cotización de los valores, son todos factores que desalientan su participación en el mercado. Por el lado de los inversores, estos factores se centran básicamente en la reducida cantidad de la oferta (costos fijos de análisis de inversión y bajos niveles de liquidez), los altos niveles de riesgo que tienen asociados la pequeña y mediana empresa (falta de transparencia en la información y alta dependencia del ciclo económico) y la ausencia de intermediarios especializados que pudieran otorgar liquidez a la negociación de los valores emitidos por las pequeñas y medianas empresas, los cuales estarían poco dispuestos a soportar los riesgos de dar contrapartida.

---

<sup>10</sup> Se considera el límite de US\$ 30 millones en ventas que viene siendo empleado por los bancos, haciéndose la misma acotación respecto a la rotación de ventas que en la nota de pie anterior para el establecimiento del límite en términos de activos, el cual además coincide con el empleado por la Comunidad Europea.

En el caso de *Argentina*, por ejemplo, la flexibilidad normativa establecida para favorecer las emisiones públicas por parte de las pequeñas y medianas empresas no ha tenido el éxito esperado, debido fundamentalmente a que la información contable de estas empresas en la mayoría de casos no se encuentra en orden. Se ha detectado también gran resistencia por parte de las pyme para exponer sus estados financieros debido a factores impositivos. Así, a enero del año 2001, estaban autorizadas a cotizar 12 obligaciones negociables de pequeñas y medianas empresas, por un monto de US\$ 27,5 millones; de ese total, la inversión de las Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensiones ascendía a menos de US\$ 1 millón, en parte debido a que se han registrado varios casos de default y a que existe un problema de límites de inversiones –no más del 20 por ciento de una determinada emisión– que hace que las inversiones resulten poco atractivas en términos de costos fijos de análisis de inversión, sobre todo considerando que los montos máximos autorizados han sido de US\$ 5 millones.

En *España*, aún cuando el ordenamiento legal ha contemplado la creación de mercados especiales como el Segundo Mercado como un instrumento específico para facilitar la financiación de las pequeñas y medianas empresas, los resultados obtenidos con la creación de los Segundos Mercados, han sido poco satisfactorios. En la actualidad funcionan en España los Segundos Mercados de las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona y Bilbao, cuya característica fundamental de regulación es la disminución de los requisitos de admisión de valores, sin embargo, al 12 de marzo de 2001, se encontraban admitidas a cotización en el Segundo Mercado sólo 23 sociedades, mientras que en el Primer Mercado, eran más de 2 000 las entidades emisoras admitidas a cotización.

<sup>11</sup> El 88,6 por ciento de la muestra, estarían consideradas en las categorías de pequeña y mediana empresa.

## **B.2. Vehículos intermedios**

### **B.2.a. Fondos de Capital de Riesgo**

Los Fondos de Capital de Riesgo se han constituido en diversos mercados de valores en el ámbito internacional, en vehículos estratégicos para la canalización de recursos financieros a la pequeña y mediana empresa. En dichos fondos se observa una importante participación de capital de índole privado, estatal y de organismos internacionales. En algunos esquemas además de recibir capital de riesgo, la pequeña y mediana empresa accede también al servicio de asistencia técnica.

En *España*, recientemente se ha promulgado una ley que regula las características principales de las Entidades de Capital-Riesgo, cuyo objeto social es la concesión de financiación a las pequeñas y medianas empresas (PYME), a través de la adquisición de una parte de su capital con el fin de promover su crecimiento y desarrollo y participar en los beneficios que la empresa obtenga, incluso pudiendo llegar a gestionarla con ese fin. Las principales características de esta regulación son que pueden adoptar dos formas jurídicas: (a) *Sociedades de Capital-Riesgo (SCR)*, son sociedades anónimas cuyo objeto social principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores; y (b) *Fondos de Capital-Riesgo (FCR)*, son patrimonios administrados por una sociedad gestora, sin personalidad jurídica propia, con el mismo objeto principal que las anteriores.

Al 12 de marzo de 2001, se encontraban autorizados 45 Sociedades de Capital-Riesgo y 24 Fondos de Capital-Riesgo, estos últimos, todos administrados por Sociedades Gestoras de Capital-Riesgo. El Banco Europeo de Inversiones (BEI) ha invertido últimamente en dos fondos de Capital de Riesgo para empresas innovadoras: El Fondo EBM Principia que tiene un patrimonio de 20 millones de euros (aproximadamente US\$ 19 millones) de los cuales el BEI aporta el 40 por ciento, el resto pertenece a la fundación Retevisión; y el Fondo Inversiones en Telecomunicación que tiene un patrimonio de 60 millones de euros (aproximadamente US\$ 56 millones).

Asimismo, la legislación española ha introducido recientemente la posibilidad de que las Instituciones de Inversión Colectiva (Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria) inviertan parte de sus activos en valores no cotizados en un mercado secundario, estableciendo como requisito previo, la acreditación por parte de las Sociedades Gestoras de este tipo de instituciones, que cuentan con medios para la correcta gestión y valoración de este tipo de valores. Hasta el momento, sólo una entidad ha cumplido con este requisito.

En *Chile*, destacan los Fondos de Inversión en Desarrollo de Empresas como vehículos para la canalización de capital de riesgo. Se observa una participación activa en la conformación de estos fondos por parte del sector privado y de organismos internacionales como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) e instituciones como la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) –banca de segundo piso, similar a la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE) en el Perú–. El Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) del BID participa en fondos de inversión como: a) el Fondo de Capital Privado y Tecnología de Chile, con activos totales del orden de los US\$ 30 millones, administrado por la Sociedad Administradora Ventana –

Chile, creado para administrar inversiones entre US\$ 500 mil y US\$ 3 millones en valores de capital y cuasi-capital de pequeñas empresas privadas altamente innovadoras; y b) GENOA, con activos totales de aproximadamente US\$ 50 millones, administrado por PROA, invierte en acciones, bonos, y otros instrumentos de deuda cuya emisión no se haya registrado en la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.

Otra característica que presentan estos fondos de inversión chilenos es que invierten en valores cuyos estados financieros anuales han sido revisados por auditores externos, lo cual lleva a que las empresas cuenten con cierto ordenamiento administrativo y contable. Asimismo, se observa que existen fondos que por política no persiguen obtener el control de las empresas, sin embargo, buscan mantener suficientes acciones en dichas compañías para poder participar en su administración, de forma tal que les permita contribuir al incremento del valor comercial de las empresas que reciben inversiones del Fondo. Finalmente, otro aspecto a resaltar es que algunos de estos esquemas colectivos de inversión en capital de riesgo orientan sus inversiones a compañías que en un horizonte de tiempo deberán inscribirse en Bolsa, lo cual contribuye a darle mayor dinamismo al mercado. Este es el caso por ejemplo del fondo Estrella Americana el cual invierte en empresas que desean listar sus valores en el mercado en un período máximo de 6 años.

En *Estados Unidos* operan dos esquemas bastante interesantes. Entre los programas de financiamiento otorgados por la Small Business Administration (SBA), destaca el programa *Small Business Investment Company (SBIC)*, bajo el cual la SBA autoriza, regula y ayuda a proporcionar fondos para firmas privadas de inversión en capital de riesgo (para mayor detalle, véase Apéndice II). Estas firmas se especializan en proveer capital en acciones, préstamos de largo plazo,

inversiones deuda-capital y asistencia administrativa a pequeñas empresas de alto riesgo, particularmente durante sus etapas de crecimiento, con el propósito de participar en el éxito de las pequeñas empresas a medida que éstas crecen y prosperan. Actualmente hay más de 350 SBICs operando en el mercado norteamericano. Para el presupuesto del año 2001 se prevé una asignación de US\$ 2,5 billones en capital de riesgo para pequeñas empresas a las SBICs respaldadas por la SBA, en comparación a los US\$ 2,2 billones del año 2000.<sup>12</sup>

Las SBICs utilizan su propio capital, más fondos prestados a tasas favorables con una garantía de la SBA, para efectuar inversiones en capital de riesgo en pequeñas empresas, tanto nuevas como ya constituidas. El programa pone recursos a disposición de todos los tipos de industrias manufactureras y de servicios. Muchas compañías de inversión buscan pequeñas empresas con nuevos productos o servicios debido al gran potencial de crecimiento que tienen estas firmas. Algunas SBICs se especializan en el campo en que su administración es competitiva o tiene un conocimiento especial. Sin embargo, la mayoría considera una gran variedad de oportunidades de inversión. La base de una SBIC es su equipo de administración (gestión); gente que tiene capital y experiencia en capital de riesgo, y que quiere formar una compañía de inversión en capital de riesgo. La mayoría de SBICs son de propiedad de grupos relativamente pequeños de inversionistas locales. Sin embargo, muchas son propiedad de bancos comerciales. Es importante señalar, que algunas SBICs son corporaciones con acciones negociadas públicamente.

---

<sup>12</sup> Dentro de este programa operan las SBICs regulares y las SBICs especializadas, denominadas *Specialized Small Business Investment Company (SSBIC)*, cuya función es proporcionar a las pequeñas empresas de propiedad de individuos que se encuentran *social o económicamente en desventaja*, capital en acciones, préstamos de largo plazo, inversiones deuda-capital y asistencia administrativa, particularmente durante etapas de crecimiento del negocio. Las SSBICs son un componente importante del programa SBIC, proporcionando más de la tercera parte de los financiamientos del programa. Las SSBICs usualmente efectúan inversiones menores que las SBICs.

Las SBICs requieren una inversión de capital privado mínimo de US\$ 5 millones para una SBIC o de US\$ 10 millones si tienen la intención de invertir en valores de participación. Un mínimo de 30 por ciento de su capital debe provenir de fuentes no afiliadas a la administración. En cuanto al apalancamiento del fondo, una SBIC de buen desempeño, con una necesidad de fondos justificada puede recibir un apalancamiento de hasta 300 por ciento de su capital privado. Sin embargo, en ningún caso una SBIC o SSBIC podrá apalancarse por encima de US\$ 105,2 millones. Para obtener apalancamiento, una SBIC emite obligaciones, las cuales son garantizadas por la SBA. Estas obligaciones garantizadas son agrupadas en un pool con cargo al cual luego se emiten certificados de participación garantizados por la SBA que representan un interés indivisible en estas agrupaciones, los cuales son vendidos a los inversionistas vía oferta pública. Bajo los procedimientos actuales, las obligaciones tienen un plazo de vencimiento de 10 años y proporcionan pagos de intereses semestrales y amortización del principal al vencimiento de la deuda. Luego de los primeros cinco años, la obligación puede ser prepagada sin penalidad, no ocurre así en caso contrario. En ambos casos, la tasa de interés sobre la obligación es determinada por las condiciones de mercado en el momento de la venta.

Sin la aprobación escrita de la SBA, una SBIC puede invertir no más del 20 por ciento de su capital privado en valores, compromisos, y/o garantías de cualquier pequeña empresa. El costo del dinero en los préstamos e instrumentos de deuda de las SBICs que es cargado a las pequeñas empresas, es regulado por la SBA, y es gobernado por las regulaciones estatales aplicables, o por las regulaciones de la SBA, el que sea menor. En general, los fondos de inversión usados para comprar valores deben ir directamente a la pequeña empresa que emite los valores. No deben ser usados para comprar valores que se encuentren ya en circulación como los listados en una bolsa de valores, a menos que dicha compra sea necesaria para asegurar un financiamiento a una

pequeña empresa menos riesgosa, o cuando los valores van a ser usados para financiar un cambio de propiedad. La compra de valores públicamente emitidos por una pequeña empresa es permitida a través de un underwriter en tanto los recursos de la compra vayan a la compañía emisora. Los préstamos hechos a y los valores de deuda comprados a pequeñas empresas deben tener un plazo mínimo de 5 años. Una pequeña empresa debe tener el derecho a prepagar un préstamo o emisión de valores de deuda con una penalidad razonable, cuando sea apropiado.

Cabe señalar que la creación de este programa fue resultado de un estudio de la Reserva Federal que descubrió que los pequeños negocios no podían obtener el crédito que necesitaban para ir a la par con el avance tecnológico. Y además, un punto muy importante a destacar, es que los ingresos por pagos de impuestos generados cada año por las inversiones exitosas de estas compañías de inversión en pequeñas empresas superan el costo del programa. Adicionalmente, la economía norteamericana se beneficia ya que las pequeñas empresas financiadas por las SBICs han creado cientos de miles de puestos de trabajo a lo largo de la vida del programa.

El otro programa que ha sido diseñado por la SBA, tomando como base el exitoso programa SBIC, es el de los *New Markets Venture Capital (NMVC)*, como una etapa posterior, orientándose específicamente hacia el desarrollo económico (para mayor detalle, véase Apéndice II). Ello, a través de una combinación de financiamiento de capital en acciones y una intensiva asistencia operacional a pequeñas empresas localizadas en áreas geográficas de ingresos bajos y moderados (LMI), el programa busca construir un entorno empresarial local y crear oportunidades de empleo de calidad para los residentes. El objetivo es que pequeñas empresas localizadas en áreas rurales o en el interior de ciudades que cuentan con una serie de fuentes de financiamiento de deuda, incluyendo los préstamos de la SBA, tengan también acceso a fuentes de capital en

acciones, que es lo que deben tener para crecer y volverse exitosas. La mayoría de instituciones de capital de riesgo que existe actualmente, incluyendo SBICs, invierten sólo en áreas con las que se sienten cómodas, donde existen equipos de administración sofisticados y donde ven potencial para altas rentabilidades; estas compañías rara vez invierten en áreas de bajo y mediano ingreso debido a razones que varían desde los costos reales de hacer negocios fuera de áreas concentradas de crecimiento económico hasta percepciones equivocadas de mercado.

Las SBICs pueden y en efecto invierten en áreas rurales, sin embargo, las inversiones típicas que éstas realizan varían entre US\$ 300 000 y US\$ 5 millones, y la SBA estima que las necesidades de inversiones en capital en acciones, que se encuentran en el rango de entre US\$ 50 mil y US\$ 300 mil, están siendo sólo parcialmente satisfechas. Las SBICs están inherentemente orientadas hacia las ganancias, y las áreas LMI generalmente brindan pocas oportunidades de inversión que no sean costosas o demasiado limitadas en cuanto a oportunidades de salida para las SBIC. Las firmas NMVC ofrecen 2 características claves que las diferencian de las SBIC y permiten dichas inversiones: (1) una misión centrada en el desarrollo económico y (2) fondos proporcionados para conducir una intensiva asistencia técnica.

Las compañías NMVC son compañías de inversión administradas privadamente, constituidas con el propósito de proporcionar capital en acciones y asistencia operacional a pequeñas empresas localizadas en áreas rurales y urbanas específicas. Para ser autorizada una NMVC debe tener un equipo de administración con demostrada experiencia en financiamiento del desarrollo o capital de riesgo y al menos US\$ 5 millones de “capital aportado” (incluyendo compromisos contractuales con la SBA) de cualquier fuente distinta de una agencia del gobierno federal y tener compromisos contractuales (en capital o en especie) de cualquier fuente que no sea de la SBA

para proporcionar fondos para la asistencia técnica a lo largo de un período pluri-anual (5 a 10 años), en un monto por lo menos igual al 30 por ciento del capital aportado.

La SBA provee asistencia financiera garantizando las obligaciones emitidas por la compañía NMVC. El dinero captado a partir de la emisión de esas obligaciones es aproximadamente igual al capital propio de la compañía. Las obligaciones tendrán un período de hasta 10 años y serán emitidas a descuento para eliminar el requerimiento de cualquier pago de principal o intereses durante los primeros 5 años (período de gracia). Se espera que las obligaciones sean colocadas a la tasa corriente de mercado de los valores del Tesoro del Gobierno de los Estados Unidos a 10 años más una prima de aproximadamente 100 b.p. La SBA además puede calzar con un aporte equivalente los recursos captados por la compañía NMVC para asistencia técnica, el cual podrá ser pagado en 5 a 10 años. Los fondos aportados estarán a disposición de la compañía NMVC para proporcionar asistencia técnica, en marketing y administración a las empresas en las cuales invierta.

En el *Perú*, hasta el momento no se ha presentado aún la experiencia de fondos de inversión en desarrollo de empresas,<sup>13</sup> como en el caso chileno, los fondos de inversión públicos inscritos el Registro Público de CONASEV que vienen operando en el mercado son 2 fondos inmobiliarios, 1 fondo de inversión directa y 1 fondo de inversión mobiliario. Más sí existe experiencia en la conformación de fondos de capital de riesgo privados; así por ejemplo, actualmente viene operando el Fondo de Asistencia a la Pequeña Empresa (FAPE) que cuenta con la participación del FOMIN (aporte de capital de 50 por ciento), COFIDE, la Compañía Holandesa de Desarrollo Financiero (FMO) y la Corporación Andina de Fomento.

Dicho fondo inició sus operaciones en 1997, actualmente cuenta con un capital de aproximadamente US\$ 7 millones y ofrece financiación, principalmente en forma de participación accionaria, a pequeñas y medianas empresas, además de suministrarle asistencia técnica durante la duración de las inversiones en aspectos tales como el control de la calidad, el mercadeo, la contabilidad de los costos y la planificación empresarial. Las PYMEs beneficiarias deben ser propiedad de peruanos en al menos un 51 por ciento, tener generalmente menos de 100 empleados y ventas anuales de menos de US\$ 2 millones. Sin embargo, los resultados alcanzados por FAPE han sido poco favorables, debido a que sus inversiones se han concentrado básicamente en el sector de la microempresa, que son precisamente las más vulnerables en épocas de crisis.

A partir de conversaciones sostenidas con funcionarios de COFIDE, ellos ven viable la participación de esta Institución en la conformación de fondos de capital de riesgo orientados a la mediana empresa, ya que sería más viable incorporarlas en esquemas de fondos de inversión por su mayor capacidad de generación de información confiable. Además, consideran que la micro y pequeña empresa ya contarían con mecanismos establecidos para su financiamiento en el sistema financiero de intermediación indirecta. Un tema que también destacaron es la importancia de contar con “*buenos gestores*”, dado que de ellos y de la correcta identificación de los proyectos de inversión, depende en gran parte el éxito de estos sistemas colectivos de inversión.

Es importante señalar, que en la evaluación de la viabilidad de esta alternativa se deberá analizar no sólo que factores podrían estar limitando un mayor dinamismo en la constitución de este tipo

<sup>13</sup> Cabe señalar, que existe inscrito un fondo de inversión en desarrollo de empresas (08/11/2000) denominado

de fondos, sino también analizar el lado de la demanda para determinar si los inversionistas institucionales se encontrarían dispuestos a invertir en este tipo de fondos. De esta manera, a partir de entrevistas sostenidas con algunos inversionistas institucionales, estos señalaron una serie de condiciones que este tipo de fondos deberían cumplir para hacer atractiva la inversión:

- o El gestor del fondo es un aspecto clave, éste debe ser alguien a quien se pueda confiar la administración del fondo ya que las AFPs no pueden participar directamente en la gestión de los mismos. Al respecto, las AFP ya han experimentado problemas con los Fondos de Inversión Inmobiliarios en los que el incremento del valor del fondo administrado por parte de la administradora –con el propósito de obtener mayores comisiones– ha ido en detrimento de los intereses de los partícipes (conflictos de interés), situación que no ha podido ser superada con el mecanismo del Comité de Vigilancia. Por ello, propone que el gestor también participe con sus recursos propios en el fondo, de manera que al arriesgar su dinero se comprometa más con la administración del mismo; recomendando a su vez el establecimiento de un ratio de apalancamiento máximo que limite la inclinación de los gestores hacia el endeudamiento para incrementar el volumen de los recursos administrados y por ende de sus comisiones.
- o Un segundo aspecto es el de los flujos de repago. Debido a la situación actual de la economía y del mercado, es complicado que se pueda invertir en Fondos de Inversión con proyectos que recién empiezan, tienen que ser proyectos ya iniciados que permitan obtener flujos desde el inicio de la inversión, con amortizaciones que se efectúen antes del plazo de

Fondo de Inversión para Concesiones en Infraestructura del Perú, que aún no entra en operación.

vencimiento. Otra alternativa son las acciones preferentes con tasas de rendimientos atractivas que paguen dividendos periódicamente.

- El pago del Impuesto a la Renta sería un factor que estaría desalentando actualmente la inversión de los Fondos de Pensiones en fondos de inversión. Las AFPs se encuentran exentas de todo impuesto creado o por crearse, sin embargo, cuando adquieren cuotas o instrumentos de deuda de fondos de inversión, éste se encuentra obligado a pagar el impuesto a la renta como persona jurídica, disminuyendo así la rentabilidad potencial para éstas en 30 por ciento. Por ello, proponen que el partícipe, de acuerdo a su status, sea el que pague los impuestos, y no el fondo. En el caso de los fondos internacionales, éstos verifican el status de sus partícipes y actúan como agentes retenedores.
- Un último punto es el de la negociación secundaria de estos instrumentos. Actualmente, no hay contrapartes con capacidad de compra en el mercado, de manera que si se adquiere una posición de este tipo es muy probable que se mantenga en la cartera hasta el final, lo cual demandaría que el fondo tenga una vida útil definida, tal como se observa en otros mercados.

### **B.2.b. Titulización de activos**

Ésta podría ser también una alternativa atractiva para otorgar liquidez a empresas que no cuenten con el volumen suficiente de activos como para que sea viable estructurar una titulización. Esto se podría lograr propugnando la creación de una entidad cuyo objeto principal sea la adquisición de activos de un conjunto de empresas con el objeto de titular la cartera conformada. Cabe

resaltar, que en la actualidad ésta es una actividad que no ha sido atendida por las sociedades tituladoras que vienen operando en el mercado. También se podría considerar la posibilidad que se titularicen las carteras de préstamos de la pequeña y mediana empresa de los bancos, aunque actualmente éstos cuentan con un exceso de liquidez que por el momento no alentaría la utilización de esta alternativa.

En España, por ejemplo, en mayo de 1999 se estableció el marco regulatorio para la suscripción de convenios de promoción de fondos de titulación de activos para favorecer a la pyme entre las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulación de Activos y la Dirección General del Tesoro y Política Financiera en representación del Ministerio de Economía y Hacienda. Un ejemplo del sistema de titulaciones aplicables a la pequeña y mediana empresa es el que se produjo en junio del 2000 a través de la Sociedad Gestora del Fondo de Ahorro y Titulación SGFT S.A. mediante la constitución de un fondo de titulación (FTPYME-ICO) compuesto en un 56,3 por ciento por préstamos de la línea PYME del Instituto de Crédito Oficial (ICO), otorgados a través de 11 cajas de ahorro. El fondo emitiría bonos por 162,6 millones de euros (aproximadamente US\$ 150 millones), de los que un 80 por ciento cuentan con el aval del Estado a través de la Dirección General del Tesoro. Los recursos obtenidos por las entidades financieras a través de la titulación deben destinarse en al menos un 40 por ciento a nuevos préstamos de la línea PYME 2000 del ICO.

De igual manera, a fines del 2000 se constituyó un fondo de titulación (BBVA-2FTPYME-ICO) que emitirá bonos por un importe de 900 millones de euros (aproximadamente US\$ 840 millones), respaldado en créditos otorgados a la pyme a través del BBVA. El Ministerio de Economía facilita la financiación avalando los bonos emitidos por el BBVA-2FTPYME-ICO por

680 millones de euros, 75 por ciento del monto emitido. El compromiso del BBVA es reinvertir el 40 por ciento de la liquidez obtenida en préstamos a la pyme en el plazo de un año.

### **B.3. Esquemas de garantía**

Para el éxito de cualquier propuesta que pretenda hacer viable el acceso de la pequeña y mediana empresa al mercado de valores se deberá tener en cuenta además de la conformación de vehículos intermedios que permitan superar el problema de escala reducida de estas empresas, la constitución de esquemas de garantías que posibiliten mejoramientos de crédito para cubrir el gap de riesgo entre las demandas de los inversionistas y las ofertas de los emisores (e.g. fondos de inversión en pequeñas o medianas empresas). De esta manera, se contribuiría no sólo a la obtención de un perfil de riesgo de crédito aceptable para los inversionistas institucionales locales, sino también a la reducción de los costos para las empresas al reducirse la tasa de rendimiento exigida por el mercado.

Cabe señalar, que en la mayoría, sino es que en todos los sistemas financieros de intermediación indirecta, son empleados esquemas de garantías que permiten mejorar el riesgo de los préstamos que son otorgados a las pequeñas y mediana empresas. En nuestro país, opera la Fundación Fondo de Garantía para Préstamos a la Pequeña Empresa Industrial (FOGAPI), que es un fondo de garantía con personería jurídica cuyo principal objetivo es apoyar, promover y asesorar el desarrollo de las Pequeñas y Microempresas de cualquier sector económico, mediante operaciones de afianzamiento que les permita acceder al crédito de las instituciones financieras y de proveedores. El FOGAPI se encuentra sujeto a la regulación y supervisión de la SBS y el Consejo de Supervigilancia de Fundaciones del Ministerio de Justicia.

Los recursos del FOGAPI se constituyen con aportes de sus miembros, excedentes resultantes de sus operaciones y donaciones. Además de los fondos patrimoniales de FOGAPI, los recursos provenientes del Fondo de Respaldo destinado al Programa de Afianzamiento de la Pequeña y Micro Empresa (FONREPE) –fondo constituido por el Estado, cuya administración fue encargada en Comisión de Confianza a COFIDE–, son utilizados para otorgar afianzamientos a las Pyme. Los servicios de FOGAPI incluyen: (a) Garantía de Cartera de Créditos pyme ante instituciones financieras; y (b) Garantía Individual. A octubre del año 2000, el monto afianzado de las operaciones de FOGAPI ascendía a US\$ 14,1 millones y los créditos movilizados a US\$ 36,5 millones.

En *Chile*, existe el Fondo de Garantía para el Pequeño Empresario (FOGAPE), administrado por el Banco del Estado de Chile. Es un sistema de garantías, que permite caucionar o avalar créditos de personas naturales y jurídicas que no cuentan con garantías suficientes para presentar a las Instituciones Financieras en el financiamiento de sus créditos. Este Fondo es destinado a garantizar los créditos que las instituciones financieras otorguen a los buenos pequeños empresarios, que carecen de garantías suficientes y que tienen necesidades de financiamiento relacionadas con proyectos de inversión, capital de trabajo, constitución y/o aportes a sociedades productivas y con organizaciones de cualquier sector que necesiten infraestructura productiva, equipamiento, proyectos de riego y/o de drenaje.

El FOGAPE garantiza hasta el 80 por ciento del saldo deudor de cada crédito, con un costo equivalente a una comisión del 1 por ciento anual vencido sobre el saldo garantizado. Esta garantía no cubre intereses, comisiones, gastos y costas del préstamo. La garantía del Fondo se

canaliza a través de INDAP, ENAMI, CORFO y las instituciones financieras fiscalizadas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras que se hayan adjudicado derechos en las licitaciones realizadas por el administrador del Fondo. En la última licitación, las instituciones mencionadas se adjudicaron derechos por un total de cerca de US\$ 83 millones, teniendo plazo para utilizar dicha garantía hasta el cierre de febrero de 2001.

En *Argentina* (para mayor detalle, vea Apéndice II.), se ha creado el Fondo Nacional de Desarrollo para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (FONAPYME), con el objeto de realizar aportes de capital y brindar financiamiento a mediano y largo plazo para inversiones productivas a las empresas y formas asociativas comprendidas en la definición de micro, pequeña y mediana empresa. También se ha creado el Fondo de Garantía para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (FOGAPYME) con el objeto de ofrecer garantías directas a las entidades financieras acreedoras de la micro, pequeña y mediana empresa (MIPyME) a fin de mejorar las condiciones de acceso al crédito de las mismas y otorgar garantías en respaldo de las que emitan las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR).

Las SGR tienen como objetivo facilitar a las Pymes el acceso al crédito, a través del otorgamiento de garantías a sus socios partícipes mediante la celebración de contratos de garantía recíproca. Dichas sociedades se conforman por socios partícipes –pequeñas y medianas empresas– y socios protectores, manteniendo una relación en el capital social del 51 por ciento y 49 por ciento, respectivamente. Pueden asimismo brindar asesoramiento técnico, económico y financiero a sus socios en forma directa o a través de terceros contratados a tal fin. Este esquema tiene el apoyo de incentivos fiscales explícitos que hace viable e interesante el sistema para las partes involucradas. Un punto importante a destacar, es que puede ser aplicable tanto a créditos

otorgados por el sistema bancario, como a obligaciones emitidas vía oferta pública en el mercado de valores –aunque esto último aún no ha sido aplicado–. Se espera que a medida que se vaya expandiendo la creación de las SGR, el FOGAPYME se vaya retirando progresivamente del otorgamiento de garantías directas.

En *Venezuela*, existe una Sociedad Nacional de Garantías Recíprocas para la Mediana y Pequeña Industria (SOGAMPI) que es una sociedad de carácter mutualista formada por el Estado, la banca, instituciones gremiales y los socios beneficiarios. Su misión es la de facilitar el acceso a los créditos del sistema financiero y a los proveedores de materia prima en las mejores condiciones de competitividad. De esta manera, garantiza mediante avales y/o fianzas de corto y mediano plazo los créditos otorgados a sus Socios Beneficiarios –Empresas con una ocupación laboral de hasta un máximo de 200 trabajadores; Ventas Anuales de hasta un máximo de aproximadamente US\$ 2,7 millones; Capital Social Suscrito de hasta un máximo de aproximadamente US\$ 300 000.

Los esquemas presentados podrían llevar a la evaluación de la viabilidad de un esquema similar para el caso peruano, es decir, sociedades mutualistas que proporcionen garantías a sus socios, y que no sólo se destinen al sistema financiero de intermediación indirecta sino también al mercado de valores; análisis que tendría que ser efectuado de manera conjunta por CONASEV y la Superintendencia de Banca y Seguros. Asimismo, se debería analizar la posibilidad de constitución de un Fondo de Garantía para los fondos de inversión en pequeñas o medianas empresas, con la intención de reducir el riesgo para los inversionistas y hacer así más atractiva la inversión en estos fondos, así como reducir los costos de financiamiento para las pyme.

Finalmente, se debe destacar el papel que debe cumplir el Estado en la constitución de esquemas de garantía destinados a mejorar los créditos a la pequeña y mediana empresa, como parte del rol promotor que a este respecto le compete e interesa en la medida que las pyme se constituyen en una fuente potencial de generación de empleo y de crecimiento de la actividad económica.

## C. CONCLUSIONES

La experiencia internacional muestra que los esquemas implementados para promover la incursión directa de la pequeña y mediana empresa como emisor en el mercado de valores, han sido poco exitosos, aun cuando se ha buscado flexibilizar los requerimientos de inscripción de los valores.<sup>14</sup> En el caso de los *emisores*, el temor a la pérdida de control, la obligación de informar, la falta de cultura de mercado y los costos asociados a la emisión y cotización de los valores, son todos factores que desalientan su incursión en el mercado.

Por el lado de los *inversionistas*, estos factores se centran básicamente en la reducida cantidad de la oferta (costos fijos de análisis de inversión y bajos niveles de liquidez), los altos niveles de riesgo que tienen asociados la pequeña y mediana empresa (falta de transparencia en la información y alta dependencia del ciclo económico) y la ausencia de intermediarios especializados que pudieran otorgar liquidez a la negociación de los valores emitidos por las pequeñas y medianas empresas, los cuales estarían poco dispuestos a soportar los riesgos de dar contrapartida.

<sup>14</sup> Resultando más bien la medida de *flexibilización de requerimientos* efectiva para incentivar el dinamismo en las emisiones de las empresas grandes, al posibilitar la reducción de costos (en cuanto a recursos destinados a la elaboración y presentación de la información requerida) y plazos (en cuanto a la oportunidad de la emisión y aprovechamiento de las condiciones del mercado).

En mercados emergentes como el nuestro, es fundamental que cualquier medida destinada a lograr el acceso a financiamiento con recursos del mercado de valores para la pequeña y mediana empresa tome en consideración dos temas:

### **(1) Escala reducida**

Se debe buscar superar las limitaciones por el lado de la oferta y la demanda explicados anteriormente a través de la adopción de vehículos intermedios como por ejemplo, la conformación de *esquemas colectivos de inversión*.

### **(2) Gap de riesgo**

Se deben implementar esquemas de garantías que posibiliten mejoramientos de crédito para cubrir la brecha de riesgo que existe entre las demandas de los inversionistas y las ofertas de los emisores, contribuyéndose así no sólo a la obtención de un perfil de riesgo de crédito aceptable para los inversionistas institucionales locales, sino también a la reducción de los costos para las empresas al reducirse la tasa de rendimiento exigida por el mercado, que incluye la prima por riesgo.

## **D. APÉNDICES**

### **APÉNDICE I.- Parámetros de Definición de Pequeña y Mediana Empresa a nivel internacional**

#### Comunidad Europea

Para el ámbito comunitario europeo, con carácter general, la Recomendación formulada por la Comisión de las Comunidades Europeas, referida a la definición de PYME utilizada en las políticas comunitarias aplicadas dentro de la Comunidad y el Espacio Económico Europeo, de 3 de Abril de 1996 establece que se entenderá por pequeñas y medianas empresas, las empresas:

- Que empleen a menos de 250 personas,
- Cuyo volumen de negocio –ventas– anual no exceda de 40 millones de euros (aproximadamente US\$ 37 millones) o cuyo balance general –activos– anual no exceda de 27 millones de euros (aproximadamente US\$ 25 millones), y
- Que sean empresas independientes.<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> Empresas en las que el 25 por ciento o más de su capital o de sus derechos de voto no pertenezca a otra empresa, o conjuntamente a varias empresas que no respondan a la definición de PYME; a menos que la empresa pertenezca a sociedades públicas de participación, sociedades de capital riesgo o a inversores institucionales, siempre que estos no ejerzan, individual o conjuntamente, ningún control sobre la empresa, o que el capital esté distribuido de tal forma que no sea posible determinar quién lo posee y si la empresa declara que puede legítimamente presumir que el 25 por ciento o más de su capital no pertenece a otra empresa o conjuntamente a varias empresas que no responden a la definición de PYME.

## Estados Unidos

En Estados Unidos, la *Small Business Administration (SBA)*<sup>16</sup> establece las categorías para las pequeñas empresas, generalmente bajo el Sistema de Clasificación de la Industria Norteamericana (NAICS), en términos del número de empleados o ingresos totales anuales, aunque otros criterios también son empleados; dichas categorías son establecidas de acuerdo a cada tipo de actividad económica o industria.

Para ello, la SBA considera las características económicas que comprende la estructura de una determinada industria, incluyendo el grado de competencia, tamaño promedio de las empresas, costos de iniciación del negocio y barreras a la entrada, entre otros.

Así, por ejemplo, en el caso del Sub-Sector 111 Producción de Granos (Sector 11 Agricultura y Pesca), los ingresos totales no deben superar los US\$ 500 000, mientras que tratándose del Sub-Sector 234 Construcción Pesada (Sector 23 Construcción), los ingresos totales no deben superar los US\$ 27,5 millones. En el caso del Sub-Sector 522 Intermediación de Créditos (Sector 52 Finanzas y Seguros) a algunas de las empresas se les exige activos inferiores a los US\$ 100 millones.

## Chile

En Chile, la *Corporación de Fomento de la Producción (CORFO)*, organismo del Estado chileno, que actúa como una banca de segundo piso encargada de impulsar la actividad productiva nacional poniendo a disposición de las empresas diversos instrumentos que incluyen

créditos de largo plazo, cauciones solidarias, subsidios y cofinanciamientos,<sup>17</sup> establece las siguientes categorías, en función del valor de las ventas anuales en Unidades de Fomento (UF)\*:

- Microempresa: Menos de 2 400 UF (aproximadamente US\$ 66 000)
- Pequeña Empresa: De 2 401 UF a 25 000 UF (aproximadamente US\$ 688 000)
- Mediana Empresa: De 25 001 UF a 100 000 UF (aproximadamente US\$ 2 750 000)
- Gran Empresa: Más de 100 001 UF

\* 1 UF = \$ 15 773; 1 US\$ = \$ 573; 1 UF = US\$ 27.53 (Referencia: Enero 2001)

## **APÉNDICE II.- Mecanismos de acceso a financiamiento para la pequeña y mediana empresa: Experiencia Internacional**

### **Caso España**

El mercado español ofrece diversos instrumentos ligados tanto al mercado de valores como al sistema financiero para apoyar el financiamiento para la pequeña y mediana empresa. De acuerdo con la Dirección General de Política de la Pyme<sup>18</sup> los principales medios de financiamiento de la pequeña y mediana empresa son:

- (a) Préstamos y contratos de crédito de una cuenta corriente otorgados por entidades financieras.

---

16 Creada en julio de 1953, tiene como sus funciones ayudar, asesorar, asistir y proteger los intereses de las pequeñas empresas.

17 Organismo descentralizado con patrimonio propio dirigido y administrado por un Consejo integrado por el Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción, quien lo preside.

- (b) Descuentos efectuados por las entidades de crédito sobre efectos comerciales, letras, pagarés u otros efectos aptos para la función de giro.
- (c) Capital - Riesgo a través de una inversión a largo plazo en forma minoritaria y temporal en pequeña y medianas empresas con grandes perspectivas de rentabilidad y/o crecimiento.
- (d) Préstamo participativo. Aquéllos en los que la entidad prestamista recibe un interés variable en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria (se puede acordar un interés fijo). Cabe señalar que el prestatario sólo puede amortizar anticipadamente el préstamo si dicha amortización se compensa con una ampliación de igual cuantía de sus fondos propios. Los intereses pagados son deducibles en el Impuesto de Sociedades.
- (e) Garantía - Reafianzamiento. Es un Instrumento que facilita el acceso al crédito, mediante la prestación de garantías por aval y el reafianzamiento. Las sociedades de garantía recíproca (SGR)<sup>19</sup> al igual que en el caso argentino, son empresa mercantiles cuyo principal objetivo es otorgar garantías personales por aval o cualquier otro medio admitido en derecho, a favor de sus socios, para las operaciones que estos realicen. Existen constituidas en total 23 Sociedades Españolas de Garantía Recíproca. Las

---

18 Organismo dependiente de la Secretaría de Estado de Economía, de la Energía y de la Pyme del Ministerio de Economía Español.

19 Están reguladas por la Ley N° 1/19994 del 11 de marzo y por el Real Decreto 2345/1996 del 8 de noviembre. Tienen la consideración de entidades financieras y al menos las 4/5 partes de sus socios son pequeñas y medianas empresas que se asocian para buscar mayores posibilidades de financiamiento, considerando que la sociedad está prohibida de conceder préstamos a sus socios. El capital social de la SGR debe ser superior a 300 millones de pesetas en participaciones sociales de igual valor nominal que

Sociedades de Reafianzamiento tienen como objeto el reaval de las operaciones de garantía otorgadas por las SGR.<sup>20</sup>

Como instrumentos específicos del mercado de valores, que facilitan la financiación de las pequeñas y medianas empresas, el ordenamiento español contempla las siguientes figuras:

- (a) Posibilidad de que las Instituciones de Inversión Colectiva (Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria) inviertan parte de sus activos en valores no cotizados en un mercado secundario. Nuestra legislación ha introducido recientemente esta posibilidad y no existe todavía mucha experiencia en el tema, puesto que la normativa específica establece, como requisito previo, la acreditación por parte de las Sociedades Gestoras de este tipo de instituciones de que cuentan con medios para la correcta gestión y valoración de este tipo de valores. Hasta el momento, sólo una entidad ha cumplido con este requisito.
- (b) ***Desarrollo de las llamadas Sociedades de Capital - Riesgo***: también recientemente se ha promulgado una ley que regula las características principales de este tipo de sociedades, cuya objeto social es la concesión de financiación a las PYMES a través de la adquisición de una parte de su capital con el fin de promover su crecimiento y desarrollo y participar en los beneficios que la empresa obtenga, incluso pudiendo llegar a gestionarla con ese fin.

---

no tienen la consideración de valores negociables ni pueden denominarse acciones. La SGR tiene la facultad de emitir obligaciones con sujeción a las condiciones establecidas reglamentariamente.

<sup>20</sup> Los accionistas de la Compañía española de Reafianzamiento S.A. son el Patrimonio del Estado (63%), el Instituto de Crédito Oficial - ICO (27%), las Sociedades de Garantía Recíproca (5%) y Entidades de Crédito (5%).

La regulación básica de este tipo de entidades se encuentra en la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital - Riesgo y de sus sociedades gestoras. Las principales características de esta regulación son:

1. Existen dos formas jurídicas que pueden adoptar esta clase de Entidades:

- Sociedades de Capital - Riesgo: son sociedades anónimas cuyo objeto social principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores. Tienen, por tanto, personalidad jurídica propia y se someten, en cuanto a su regulación, no sólo a la Ley sobre Capital – Riesgo antes citada sino a la normativa general aplicable a las Sociedades Anónimas (*Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y modificaciones posteriores*)
- Fondos de Capital – Riesgo: son patrimonios administrados por una sociedad gestora, sin personalidad jurídica propia, con el mismo objeto principal que las anteriores.

2. Tienen objeto social exclusivo: para el desarrollo de su objeto social principal, podrán facilitar préstamos participativos, así como otras formas de financiación, en este último caso únicamente para sociedades participadas. Como actividad complementaria, podrán realizar actividades de asesoramiento. No podrán realizar actividad alguna no contemplada expresamente en la propia Ley, dada la exclusividad de su objeto social.

3. Su creación está sometida al régimen de autorización administrativa previa, en los términos que regula la Ley. Asimismo, el ejercicio de su actividad está sometido a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que ostenta competencias en relación a la modificación de los Estatutos o el Reglamento de Gestión de la entidad, el cumplimiento de coeficientes obligatorios, el registro y publicación de documentos informativos (memorias anuales, folletos) y participaciones significativas en el capital de estas entidades, etc.. Por último, la Ley establece un régimen de infracciones y sanciones aplicables a este tipo de entidades, otorgando competencias al respecto tanto a la C.N.M.V. como al Ministerio de Economía y Hacienda. En conclusión, se trata de una actividad regulada, en términos muy similares a la Inversión Colectiva.

4. Los Fondos de Capital – Riesgo pueden ser gestionados por Sociedades Gestoras de Capital – Riesgo, cuyo régimen jurídico se desarrolla en la propia Ley, o por Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva. El Banco Europeo de Inversiones (BEI) ha invertido últimamente en dos fondos de Capital de Riesgo para empresas innovadoras. El Fondo EBM Principia tiene un patrimonio de 20 millones de euros (3 328 millones de pesetas), de los cuales el BEI aporta el 40% y el 60% restante pertenece a la fundación Retevisión. El Fondo Inversiones en Telecomunicación tiene un patrimonio de 60 millones de euros.

(c) ***Mercados especiales para las PYMES:*** Al lado de las figuras antes descritas, las PYMES pueden buscar financiación a través de los mercados bursátiles, que han adaptado determinados requisitos a las características peculiares de esta clase de empresas. En la actualidad funcionan en nuestro país varios mercados en los que se

negocian valores de renta variable de PYMES. Son los llamados Segundos Mercados de las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona y Bilbao, así como el Nuevo Mercado, centrado en empresas tecnológicas y de gran potencial de crecimiento.

En cuanto a los requisitos de admisión de valores en los Segundos Mercados se puede señalar lo siguiente:

1. Se reduce el requisito de capital mínimo de la sociedad: de los 200 millones del Primer Mercado a 50 ó 25 millones, dependiendo de la Bolsa concreta.
2. No se exige que la sociedad tenga una antigüedad determinada ni beneficios.
3. En cuanto a la difusión, mientras en uno de los mercados de PYMES es suficiente con que la sociedad posea 20 accionistas, en otro no se exige número mínimo, pero sí que se suscriba un contrato con una sociedad de contrapartida que asegure la oferta y demanda. En el Primer Mercado, se exigen al menos 100 accionistas.
4. En cuanto a los requisitos de información al mercado (remisión y publicidad de estados financieros anuales auditados, de informes económicos semestrales o trimestrales y de hechos relevantes u otras informaciones de interés), no es objeto de excepción en el caso de sociedades cotizadas en el Segundo Mercado.

En relación al Nuevo Mercado, la realidad económica y empresarial española ha puesto de manifiesto que el marco jurídico que rige los mercados de valores españoles basado en la distinción entre primer y segundo mercado se muestra insuficiente para servir de manera eficiente a las necesidades de financiación de empresas de alta tecnología de producto o de proceso productivo o de alto potencial de crecimiento. Para dar respuesta a esta situación, la Orden de 22 de diciembre de 1999 creó un

segmento especial de negociación en las Bolsas de Valores denominado "Nuevo Mercado", con características especiales en cuanto a negociación, admisión a cotización y difusión de información. La regulación básica se encuentra en la Orden Ministerial de 22 de diciembre de 1999 y en la Circular 1/2000, de la C.N.M.V., que la desarrolla.

- (d) Otras Acciones: Adicionalmente a las medidas mencionadas, el gobierno español ha incentivado y promocionado el *esquema de titulaciones*. Así, en mayo de 1999 se establece el marco regulatorio para la suscripción de convenios de promoción de fondos de titulación de activos para favorecer a la pyme entre las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulación de Activos y la Dirección General del Tesoro y Política Financiera en representación del Ministerio de Economía y Hacienda.

Un ejemplo del sistema de titulaciones aplicables a la pequeña y mediana empresa es el que se produjo en junio del 2000 a través de la Sociedad Gestora del Fondo de Ahorro y Titulación SGFT S.A. mediante la constitución de un fondo de titulación (FTPYME-ICO) compuesto en un 56,3% por préstamos de la línea PYME del Instituto de Crédito Oficial (ICO) otorgados a través de once cajas de ahorro. El fondo emitirá bonos por 162,6 millones de euros de los que un 80% cuentan con el aval del Estado a través de la Dirección General del Tesoro. Los recursos obtenidos por las entidades financieras a través de la titulación debe destinarse en al menos un 40% a nuevos préstamos de la línea PYME 2000 del ICO.

De igual manera, a fines del 2000 se constituyó un fondo de titulación (BBVA-2FTPYME-ICO) que emitirá bonos por un importe de 900 millones de euros

respaldado en créditos otorgados a la pyme a través del BBVA. El Ministerio de Economía facilita la financiación avalando bonos emitidos por el BBVA-2FTPYME-ICO por 680 millones de euros. El compromiso del BBVA es reinvertir el 40% de la liquidez obtenida en préstamos a la pyme en el plazo de un año.

### **Caso Chile**

De la revisión de la experiencia chilena, se observa que las *medidas y compromisos asumidos por el gobierno para fomentar el acceso de capitales a la pequeña y mediana empresa*<sup>21</sup>, no se han concentrado en los últimos años en incrementar su participación en el mercado de valores, sino que *han puesto especial énfasis en facilitar su acceso al sistema bancario*. Así se han dictado medidas como:

- El dirigir en forma focalizada hacia la pequeña y mediana empresa los recursos liberados por la eliminación de los subsidios prohibidos a exportadores.
- El incrementar el patrimonio y fortalecer el rol del FOGAPE (Fondo de Garantía hacia la Pequeña Empresa), con el fin de aumentar el número de colocaciones hacia la microempresa de 20 mil a 40 mil. Al respecto, se ha ampliado el número de oficinas del Banco del Estado que atienden a la microempresa y se han ampliado los alcances del FOGAPE llegando a financiar costos de capacitación.

---

<sup>21</sup> Se considera como pequeña empresa a aquella con un valor de ventas anuales entre alrededor de US\$ 65 000 y US\$ 675 000 mientras que a la mediana empresa a las que registran ventas anuales hasta alrededor de US\$ 2,7 millones.

- La reprogramación de las deudas con el Banco del Estado contraídas por los microempresarios y pequeños empresarios, así como la reprogramación de las deudas y la condonación de las multas con Tesorería de dichas empresas.

No obstante lo mencionado, de acuerdo con la información publicada por el Ministerio de Economía de Chile, ha sido incorporado por el Ejecutivo una indicación en el Parlamento para legislar sobre capital de riesgo, medidas que eventualmente favorecerán los proyectos de innovación de las Pymes. Asimismo, se señala que se encuentra en estudio la conformación de fondos regionales de capital de riesgo, la creación de una banca especializada en pequeña y mediana empresa, la constitución de instituciones financieras especializadas de segundo piso, la creación de un sistema de factoring para la Pyme y la securitización de la deuda Pyme.

De acuerdo con la regulación vigente los aportes conformados por los fondos de inversión quedan expresados en cuotas de participación nominativas, unitarias, de igual valor y características y no pueden ser rescatadas antes de la liquidación del fondo correspondiente. Adicionalmente, en la modificación de diciembre de la LMV se permite a los fondos de inversión endeudarse emitiendo bonos de largo plazo. Cabe resaltar que a pesar que los fondos de inversión de manera general y los fondos de desarrollo de empresas de manera específica, se han constituido en vehículos para orientar los recursos de las AFP a la pequeña y mediana empresa, estos no se encuentran dirigidos exclusivamente hacia esta. A setiembre de 2000 se encontraban inscritos en el Registro de la SVS 30 fondos de inversión con un patrimonio total de alrededor de US\$ 1 210 millones; 11 fondos de inversión de desarrollo de empresas, 9 de inversión inmobiliario, 7 de inversión mobiliario y 3 de fondos de inversión internacional.

*Fondos de Inversión inscritos en la Superintendencia de Valores y Seguros*

*al 30 de setiembre del 2000*

*(US\$ dólares)*

	<b>Patrimonio (miles US\$)</b>	<b>Valor libro cuotas</b>	<b>Resultado del período (miles US\$)</b>
De desarrollo empresas	186 994,33	17 668,97	1 957,21
Inmobiliaria	605 902,83	155,96	13 691,51
Mobiliaria	293 033,23	176,02	(-15 057,79)
Internacional	123 860,40	116,35	8 183,11
<b>Total</b>	<b>1 209 790,80</b>		<b>9 774,05</b>

**Fuente:** Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.

Respecto al patrimonio de los fondos de desarrollo de empresas, los que tienen un mayor monto acumulado son "Las Américas Emergentes" con un monto de US\$ 39 millones dividido en más de 2 millones de cuotas y "Proa" con un patrimonio de US\$ 37,9 millones y más de un millón de cuotas. En cuanto a la estructura de los activos de los fondos, aquéllos con mayor participación en inversiones en desarrollo de empresas, esto es a través de una inversión en acciones de empresas no inscritas, son los fondos "Las Américas Emergentes" y "Toronto Cap. Group", mientras que los que registran la menor participación en dichos activos son "Chiletech" con un 8% y "Santander Crucero" con 11% de participación.

Cabe resaltar el caso de "Chiletech" pues este fondo fue organizado con la inversión de la Fundación Chile, el Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) del Banco Interamericano

de Desarrollo y EuroChile<sup>22</sup> y adicionalmente recibe apoyo de la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO)<sup>23</sup>. "Chiltech" es administrado por Ventana - Chile Administradora de Fondos de Inversión y fue creado para financiar inversiones de US\$ 500 000 a US\$ 3 millones en valores de capital y cuasi capital de pequeñas empresas privadas chilenas. El objetivo del fondo es el de invertir en empresas con una valorización inicial inferior a US\$ 15 millones, que sean altamente innovadoras y tengan posibilidades de alcanzar altas tasas de crecimiento.

*Estructura de activos de los fondos de inversión de desarrollo de empresas a septiembre de 2000*

*(miles de dólares)*

<b>Fondo</b>	<b>Caja</b>	<b>Títulos de Renta Variable</b>	<b>Títulos de Deuda</b>	<b>Inversiones de Desarrollo de Empresas</b>	<b>Otros Activos</b>	<b>Total Activos</b>
CMB Prime	7,91	1 015,26	4 745,67	18 645,32	0,00	24 414,17
Estrella Americana <sup>24</sup>	0,02	7,80	3 419,57	22 058,37	0,00	25 485,76
Las Américas Emergentes	3,47	0,00	232,95	39 364,80	77,49	39 678,72
Monitor	0,01	0,00	6 691,66	16 423,45	0,12	23 115,24
Proa <sup>25</sup>	1,30	8 045,60	5 030,55	23 910,32	1 660,60	38 648,37
Sabco	0,53	137,70	4 149,62	13 098,26	0,00	17 386,12

22 Empresa conjunta entre el gobierno chileno y la Unión Europea concebida como un puente entre las comunidades empresariales de Chile y la Unión Europea.

23 Es un organismo del Estado de Chile, descentralizado con patrimonio propio dirigido y administrado por un Consejo integrado por el Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción, quien lo preside. CORFO (banca de segundo piso) tiene como fin poner a disposición de los agentes económicos privados recursos de largo plazo con alternativas de períodos de gracia, compatibles con los requerimientos de cada proyecto, con el fin de posibilitar la ejecución de todos los buenos proyectos de inversión, teniendo como criterio básico de selección, su rentabilidad.

24 Inició sus operaciones en abril de 1992 y tienen como propósito obtener ganancias de capital de largo plazo a través de la inversión en empresas no listadas, previamente analizadas y seleccionadas por su alta rentabilidad.

25 Los recursos del fondo son invertidos principalmente en acciones, bonos, instrumentos negociables y otros instrumentos de deuda cuya emisión no se haya registrada en la Superintendencia, dando preferencia a las inversiones en empresas que desarrollan actividades innovadoras con un capital inferior a un millón de dólares.

Fondo	Títulos de		Títulos de Deuda	Inversiones de Desarrollo de Empresas	Otros Activos	Total Activos
	Caja	Renta Variable				
Santander Crucero	3,15	0,00	3 114,50	390,75	0,00	3 508,41
Toronto Cap. Group	1,39	24,38	50,12	9 646,54	1,67	9 724,09
Chiletech	0,67	0,00	10 963,11	946,15	0,00	11 909,93
Columba <sup>26</sup>	0,00	0,00	5 102,33	7 041,91	78,59	12 222,84
<b>Total</b>	<b>5,21</b>	<b>24,38</b>	<b>43 500,09</b>	<b>151 525,87</b>	<b>1 618,47</b>	<b>206 093,62</b>

**Fuente:** Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.

Al respecto, se debe destacar el apoyo al financiamiento a la pequeña y mediana empresa de la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO), a través de programas como el dirigido al financiamiento a los Fondos de Inversión de Desarrollo de Empresas (FIDE)<sup>27</sup>. Este programa tiene como objetivo incentivar, a través de préstamos otorgados al Fondo de Inversión de Desarrollo de Empresas, la inversión en capital de riesgo, entendiéndose como tal el financiamiento vía aportes de capital a medianas y pequeñas empresas que generan un alto valor agregado o que sean de base tecnológica. Su estructura social debe ser de una sociedad anónima y contar con un patrimonio, al momento de efectuar los aportes no superior a los US\$ 3,1 millones. Los fondos tienen la obligación a los 24 meses del otorgamiento del préstamo mostrar inversiones en empresas elegibles por el programa de un 50% del monto recibido; a los 48 meses un monto equivalente al 100% del monto del préstamo y a los 60 meses un 120% del monto del préstamo.

<sup>26</sup> Fondo de Inversión focalizado en el desarrollo de la pequeña y mediana empresa del sector tecnológico (capital menor de US\$ 4,6 millones). Esta iniciativa tuvo la aprobación y el apoyo de la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) quien estableció un lía especial de crédito que incrementó el potencial del fondo.

<sup>27</sup> CORFO maneja una serie de programas orientados al Financiamiento de Medianas y Pequeñas Empresas incluyendo programas de apoyo al acceso al mercado financiero formal a través de cauciones solidarias, subsidios y cofinanciamientos.

Un aspecto adicional vinculado con los programas desarrollados por CORFO lo constituye la compra de Bonos Subordinados a los Bancos. Este programa tiene como objetivo desarrollar en la banca privada plataformas de atención a la pequeña y mediana empresa (PYME) proporcionando recursos, a través de la compra de bonos subordinados (cuasi capital), para ser colocados con un apalancamiento del 300% en el sector. Para estos efectos los bancos que acceden a estos fondos deben después de 1 año tener colocado en la PYME a lo menos el 100% del valor de los bonos comprados por CORFO; después de 2 años tener colocado el 200%; después de 3 años tener colocado el 300% y en los años siguientes mantener colocado el 300% del valor de los bonos comprados por CORFO por un plazo equivalente al plazo promedio de las cuotas de capital e intereses de la emisión de los bonos subordinados.

### **Caso Estados Unidos**

#### **SMALL BUSINESS INVESTMENT COMPANY PROGRAM**

El Congreso de los Estados Unidos creó el programa SBIC en 1958 para llenar el vacío entre la disponibilidad de capital de riesgo y las necesidades de pequeñas empresas en etapa inicial y en expansión. Las SBICs son firmas de inversión autorizadas y reguladas por la SBA, de propiedad privada, que usan su propio capital, más fondos prestados a tasas favorables con una garantía de la SBA, para efectuar inversiones en capital de riesgo en pequeñas empresas. Así, las SBICs son participantes de una asociación entre gobierno y el sector privado de la economía. Con su propio capital y con fondos prestados a tasas favorables a través del gobierno federal, las SBICs proveen capital de riesgo a pequeñas empresas independientes, tanto nuevas como ya constituidas.

Las SBICs proporcionan capital en acciones, préstamos de largo plazo, inversiones en deuda-capital y asistencia administrativa a pequeñas empresas que califican para asistencia del programa SBIC. Su incentivo es la oportunidad de participar en el éxito de la pequeña empresa a medida que ésta crece y prospera. El programa pone recursos a disposición de todos los tipos de industrias manufactureras y de servicios. Muchas compañías de inversión buscan pequeñas empresas con nuevos productos o servicios debido al gran potencial de crecimiento que tienen estas firmas. Algunas SBICs se especializan en el campo en que su administración es competitiva o tiene un conocimiento especial. Sin embargo, la mayoría considera una gran variedad de oportunidades de inversión.

#### *Tipos de SBICs*

Hay dos tipos de SBICs: SBICs regulares y SBICs especializadas, también conocidas como SBICs 301(d). Las SBICs especializadas (SSBICs) invierten en pequeñas empresas de propiedad de empresarios que se encuentran social o económicamente en desventaja, principalmente miembros de grupos minoritarios. Con pocas excepciones, las mismas regulaciones y normas se aplican a ambas las SBICs regulares y las SSBICs.

#### *Préstamos y valores de deuda*

Las SBICs pueden efectuar préstamos de largo plazo a pequeñas empresas con el propósito de proporcionarles los fondos necesarios para financiar su crecimiento, modernización y expansión. Una SBIC puede proporcionar préstamos independientemente o en cooperación con otros prestamistas públicos o privados. Los préstamos de las SBICs a

pequeñas empresas pueden estar garantizados y deben ser de sólido valor. Tales préstamos deben tener un vencimiento de no más de 20 años, aunque bajo ciertas condiciones la SBIC puede renovar o extender el vencimiento de un préstamo por hasta 10 años.

Una SBIC puede elegir prestar dinero a una pequeña empresa bajo la forma de valores de deuda —préstamos para los cuales las pequeñas empresas emiten valores, que pueden ser convertibles en, o tener derecho a comprar, acciones en la pequeña empresa—. Estos valores pueden además tener condiciones especiales de amortización y subordinación.

#### *Valores de capital*

Por ley, la SBIC debe proporcionar capital a las pequeñas empresas, y puede hacerlo comprando acciones de la pequeña empresa. Sin embargo, la SBIC no puede convertirse un socio general en una compañía no constituida legalmente, o hacerse responsable por las obligaciones generales de una compañía no constituida legalmente.

#### *Requerimientos de autorización*

Una corporación, asociación limitada, o compañía de responsabilidad limitada puede aplicar a la SBA para obtener la autorización para operar bajo la Small Business Investment Act de 1958 modificada y las regulaciones y normas emitidas posteriormente. Los criterios principales para autorizar a una SBIC son una administración calificada y capital privado suficiente. La SBA revisa y aprueba los equipos administrativos propuestos basándose en su capacidad y calidad profesionales. Si ambos criterios son satisfechos, y los documentos administrativos y legales del aplicante están conformes con las regulaciones de la SBA, la

SBIC aplicante recibirá su licencia. Una vez autorizada, cada SBIC está sujeta a efectuar un reporte financiero anual e inspecciones semestrales pro la SBA, y está obligada a cumplir ciertas restricciones estatutarias y regulatorias respecto a inversiones permitidas y normas de operación.

### *Tipos de negocios*

Las SBICs deben invertir en pequeñas empresas calificadas de acuerdo a las regulaciones de la SBA. Las SBICs no pueden invertir en lo siguiente: otras SBICs, compañías de inversión y financiamiento o compañías financieras de arrendamiento, bienes raíces de mala calidad, compañías con menos del 50 por ciento de sus activos y operaciones en los Estados Unidos, negocios pasivos o casuales (aquéllos no comprometidos en operaciones regulares y continuas), o compañías que usarán los fondos para adquirir tierras de cultivo.

### *Conflicto de interés*

Una SBIC no puede comprometerse en transacciones que resulten en ventaja de sus asociados. La SBA incluye de manera general como asociados a: (1) algunos de sus accionistas, funcionarios, directores y empleados; (2) en una SBIC no autorizada legalmente, sus miembros, contralores y empleados. Las SBICs no pueden proporcionar financiamiento directo o indirecto a sus asociados. No se puede prestar dinero de una pequeña empresa a la que ha financiado, ni de los propietarios o funcionarios de la misma.

### *Control*

Una SBIC no puede controlar directa o indirectamente a ninguna pequeña empresa permanentemente. Tampoco puede controlar a una pequeña empresa en participación con otra SBIC, o sus asociados. En ciertas circunstancias, la SBA puede permitir a una SBIC asumir temporalmente el control para proteger su inversión. Pero en esos casos, la SBIC y la pequeña empresa deben tener un plan de reducción del control progresivo aprobado por la SBA.

### *Inversiones en bienes raíces prohibidas*

Una SBIC no puede invertir en tierras de cultivo, tierras de baja calidad (o desmejoradas), promotores o subdivisores de cementerios, o cualquier otra pequeña empresa clasificada bajo el Grupo 65 (Bienes Raíces) del Manual de Standard Industrial Classification (SIC), con la excepción de promotores o subdivisores, agentes, brokers y administradores de bienes raíces.

### *Représtamos y reinversiones prohibidas*

Las SBICs no pueden proveer fondos a pequeñas empresas cuya actividad principal implique proveer directa o indirectamente fondos a otros, comprar obligaciones de deuda, factoring, arrendamiento de equipos de largo plazo sin provisiones para reparación y mantenimiento. Sin embargo, las SBICs y las SSBICs pueden financiar Empresas en Desventaja envueltas en actividades de préstamo y reinversión (excepto compañías de

crédito agrícola y aquellas instituciones de ahorro y préstamo no aseguradas por agencias del Gobierno Federal).

### *Recursos de financiamiento*

En general, los fondos de inversión usados para comprar valores deben ir directamente a la pequeña empresa que emite los valores. No deben ser usados para comprar valores que se encuentren ya en circulación como los listados en una bolsa de valores, a menos que dicha compra sea necesaria para asegurar un financiamiento a una pequeña empresa menos riesgoso, o cuando los valores van a ser usados para financiar un cambio de propiedad. La compra de valores públicamente emitidos por una pequeña empresa es permitida a través de un underwriter en tanto los recursos de la compra vayan a la compañía emisora, oferta pública primaria.

### *Tipos de Inversiones de las SBICs*

#### 1. Seed Financing

Un pequeño monto de capital proporcionado a un empresario inventor para probar un concepto y calificar para capital para iniciar el negocio. Esto puede involucrar el desarrollo del producto e investigación de mercado, así como la formación de un equipo de administración y el desarrollo de un plan de negocio.

## 2. Start-Up

Capital proporcionado a las compañías para completar el desarrollo del producto y el marketing inicial. Las compañías pueden estar en proceso de organización o pueden estar en el negocio por 1 año o menos, pero no han vendido su producto comercialmente. Usualmente, estas compañías habrán hecho estudios de mercado, congregado un equipo clave de administración, desarrollado un plan de negocio y estarán listas para hacer negocios.

## 3. Early Stage

Capital proporcionado a compañías que han gastado su capital inicial (frecuentemente en desarrollar y probar en el mercado un piloto del producto) y requieren fondos para iniciar la producción y ventas a escala completa.

## 4. Expansion Financing

Capital de trabajo para la expansión inicial de una compañía que está produciendo y exportando, y tiene cuentas por cobrar e inventarios en crecimiento. Aunque la compañía ha progresado, puede no estar mostrando aún ganancias.

## 5. Larger Stage Financing

Capital para una mayor expansión de una compañía cuyos volúmenes de ventas se están incrementando y que está en punto de equilibrio o es rentable. Los fondos son utilizados

para ampliaciones adicionales de planta, marketing, capital de trabajo o desarrollo de un producto mejorado.

#### 6. Management Buy–Out (MBO) / Leverage Buy–Out (LBO) /Acquisition

Financiamiento para adquisición permite adquirir otra compañía. Fondos para Management/Leverage Buy–Out permite a un grupo de administración en operación adquirir una línea de producto o un negocio.

#### NEW MARKETS VENTURE CAPITAL (NMVC) PROGRAM

Este programa ha sido diseñado tomando como base el exitoso programa SBIC de la SBA, pero orientándose específicamente hacia el desarrollo económico. A través de una combinación de financiamiento de capital en acciones y una intensiva asistencia operacional a pequeñas empresas localizados en áreas geográficas de ingresos bajos y moderados (LMI), el programa busca construir un entorno empresarial local y crear oportunidades de empleo de calidad para los residentes.

El objetivo es que pequeñas empresas localizadas en áreas rurales o en el interior de ciudades que cuentan con una serie de fuentes de financiamiento de deuda, incluyendo los préstamos de la SBA, tengan también acceso a fuentes de capital en acciones, que es lo que deben tener para crecer y volverse exitosas. La mayoría de instituciones de capital de riesgo que existe actualmente, incluyendo SBICs, invierten sólo en áreas con las que se sienten cómodas, donde existen equipos de administración sofisticados y donde ven potencial para altas rentabilidades. Estas compañías rara vez invierten en áreas de bajo y mediano ingreso

debido a varias razones que varían desde los costos reales de hacer negocios fuera de áreas concentradas de crecimiento económico hasta percepciones equivocadas del mercado.

Las SBICs pueden y en efecto invierten en áreas rurales. Sin embargo, las inversiones típicas que realizan las SBICs varían entre US\$ 300 000 y US\$ 5 millones, y la SBA estima que las necesidades de inversiones en capital en acciones que se encuentran en el rango de entre US\$ 50 000 y US\$ 300 000, está siendo sólo parcialmente satisfecha. Las SBICs están inherentemente orientadas hacia las ganancias, y las áreas LMI generalmente brindan pocas oportunidades de inversión que no sean costosas o demasiado limitadas en cuanto a oportunidades de salida para las SBIC.

Las firmas NMVC ofrecerían 2 características claves que las diferenciarían de las SBIC y permitirían dichas inversiones: (1) una misión centrada en el desarrollo económico y (2) fondos proporcionados para conducir una intensiva asistencia técnica. Los programas actuales de asistencia técnica que son llevados a cabo por la SBA se centran en el desarrollo del negocio –en cómo empezar un negocio, incluyendo la obtención de financiamiento–, no en el desarrollo económico. Esta capacitación es básica para el éxito de pequeños negocios en su etapa inicial. Sin embargo, las NMVCs contribuirían a proporcionar una relación continua y asistir a las pequeñas empresas en sus operaciones diarias, como complementar equipos de administración deficientes.

Son el inversionista y el empresario quienes tienen el mayor interés en asegurar el éxito de una pequeña empresa. En tanto el dinero de una compañía NMVC es arriesgado antes que la porción garantizada por la SBA, es en el mejor interés del gobierno, los inversionistas y las pequeñas empresas preocuparse porque la NMVC proporcione o facilite la asistencia

operacional necesaria –tales como, en áreas de marketing, ventas y legal–. Las NMVCs cuyo dinero es arriesgado necesitarán tener mayor control sobre el grado, intensidad y contenido de la asistencia brindada a sus inversiones en pequeñas empresas.

A diferencia de las SSBICs que se concentran en inversiones en pequeñas empresas manejadas por determinados grupos de individuos, las NMVCs centran su atención en comunidades enteras para inversiones en negocios. Las NMVCs se centrarán en la localización de los negocios en lugar de los propietarios de los mismos y proporcionarán además una importante asistencia técnica, que no es un componente del programa SSBIC.

(Vea anexo)

Las compañías NMVC serán compañías de inversión administradas privadamente, constituidas con el propósito de proporcionar capital en acciones y asistencia operacional a pequeñas empresas localizadas en áreas rurales y urbanas específicas. Una compañía NMVC será aceptada por la SBA como una participante en el programa NMVC a través de una acuerdo contractual. Las NMVCs deberán:

- (a) Ser entidad con fines de lucro recién constituida. Puede ser organizada como una asociación, compañías con responsabilidad limitadas o una corporación. Puede ser una subsidia recién constituida de una entidad previamente existente.
- (b) Tener un equipo de administración con demostrada experiencia en financiamiento del desarrollo o capital de riesgo.

- (c) Tener al menos US\$ 5 millones de “capital aportado” (incluyendo compromisos contractuales con la SBA) de cualquier fuente distinta de una agencia del gobierno federal.
- (d) Tener compromisos contractuales (en capital o en especie) de cualquier fuente que no sea de la SBA para proporcionar fondos para la asistencia técnica a lo largo de un período pluri-anual (5 a 10 años), en un monto por lo menos igual al 30 por ciento del capital aportado.

Los beneficios de formar una compañía NMVC serán:

- (a) Asistencia financiera de la SBA. La SBA proveerá asistencia financiera garantizando las obligaciones emitidas por la compañía NMVC. El dinero captado a partir de la emisión de esas obligaciones será aproximadamente igual al capital propio de la compañía. Las obligaciones tendrán un período de hasta 10 años y serán emitidas a descuento para eliminar el requerimiento de cualquier pago de principal o intereses durante los primeros 5 años. Se espera que las obligaciones sean colocadas a la tasa corriente de mercado de los valores del Tesoro del Gobierno de los Estados Unidos más una prima de aproximadamente 100 b.p.
- (b) Aportes para Asistencia Técnica de la SBA. La SBA además calzará los recursos captados por la compañía NMVC para asistencia técnica con un aporte equivalente a ser pagado en 5 a 10 años. Los fondos aportados estarán a disposición de la compañía NMVC para proporcionar asistencia técnica, en marketing y administración a las empresas en las cuales invierta.

En cuanto a las limitaciones impuestas a las actividades de las NMVCs, se encuentran:

- (a) Restricción de tamaño—pequeñas empresas. Una compañía NMVC está restringida a invertir sólo en pequeñas empresas definidas en el estatuto. Estas compañías son aquellas que junto con sus afiliadas, tienen un patrimonio neto que no excede los US\$ 6 millones y utilidades anuales después de impuesto que en promedio durante los últimos 2 años no hayan excedido los US\$ 2 millones. Alternativamente, la empresa deberá cumplir con las categorías de tamaño de la clasificación industrial establecida por la SBA para su industria.
  
- (b) Restricción geográfica—áreas LMI. Por lo menos el 80 por ciento de las inversiones que una compañía NMVC efectúa deberán estar en áreas LMI definidas en la legislación.

### **Caso Argentina**

La estadística respecto a las características del empresariado argentino señala que el 84% de las empresas son tipificadas como microemprendimientos y el 70% del empleo tiene origen en establecimiento que ocupan menos de 50 personas. Según el diagnóstico de la situación de la pyme elaborado por la Cámara Argentina de Comercio, el racionamiento y alto costo del crédito que sufren las pyme ha agregado un perjuicio en su nivel de competitividad respecto de otras empresas con capacidad de financiamiento propio o en mercados internacionales. Adicionalmente, señala que la banca ha priorizado una estrategia de crédito orientada más hacia el consumo y al sector público que hacia la inversión real y el sector

privado, al mismo tiempo que no se ha logrado desarrollar un mercado de capitales accesible para la Pyme ni instrumentos que complementen la función de la banca.

La nueva Ley Pyme promulgada en agosto del 2000 crea nuevos instrumentos con el fin de ayudar al desarrollo de la micro, pequeña y mediana empresa. Entre las principales innovaciones introducidas en la citada ley es importante resaltar las siguientes:

- (a) Crea el Fondo Nacional de Desarrollo para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa («FONAPYME»), con el objeto de realizar aportes de capital y brindar financiamiento a mediano y largo plazo para inversiones productivas a las empresas y formas asociativas comprendidas en la definición de micro, pequeña y mediana empresa. Para dichos efectos se ha constituido un fideicomiso financiero por el que el Poder Ejecutivo, a través del Ministerio de Economía (fiduciante) encomendará al Banco de la Nación Argentina (fiduciario), la emisión de certificados de participación en el dominio fiduciario del FONAPYME, constituido por las acciones y títulos representativos de las inversiones realizadas.

Cabe mencionar que en adición al FONAPYME existen Fideicomisos Regionales de Inversión que funcionan: El fondo fiduciario emite títulos principales y títulos subordinados con el objeto que los primeros sean adquiridos por AFJP, compañías de seguros o grandes inversores privados mientras que los bonos subordinados serán suscritos por el Banco de Inversión y Comercio Exterior (BICE) y por el Estado o cada provincia. Por ejemplo, el SEPyME y el BICE ya han suscrito compromisos de aporte con la provincia de Mendoza y San Juan para la constitución de Fideicomisos

Regionales de Inversión (FRI). El FRI con Mendoza fue acordado por un tramo inicial de 20 millones de pesos mientras que el de San Juan es de 12,5 millones.

- (b) Crea el Fondo de Garantía para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (FOGAPYME) con el objeto de otorgar garantías en respaldo de las que emitan las sociedades de garantía recíproca y ofrecer garantías directas a las entidades financieras acreedoras de las MIPyMEs a fin de mejorar las condiciones de acceso al crédito de las mismas.

Las garantías directas otorgadas a entidades financieras acreedoras de las MIPyMEs no pueden superar el 25% del total de las garantías que pueda otorgar el FOGAPYME. Cabe señalar que a medida que se vaya expandiendo la creación de sociedades de garantía recíproca, el FOGAPYME se irá retirando progresivamente del otorgamiento de garantías directas a los acreedores de MIPyMEs en aquellas regiones que cuenten con una oferta suficiente por parte de dichas sociedades.

Cabe señalar que las sociedades de garantía recíproca pueden garantizar total o parcialmente las emisiones de las pequeñas y medianas empresas, lo que reduce el riesgo económico de los eventuales inversores. Asimismo, el Banco Central dispuso en julio del 2000 que las garantías otorgadas por las SGR son aceptadas como avales de las operaciones de préstamo, independientemente del plazo del mismo.

El FOGAPYME se constituyó mediante un aporte inicial equivalente a \$ 100 millones de pesos en activos provistos por el Banco de la Nación Argentina y por la Secretaría

de Hacienda del Ministerio de Economía. Adicionalmente la ley permite el incremento de dicho fondo mediante organismos internacionales, entidades públicas y privadas nacionales o extranjeras, gobiernos provinciales o municipales, en la medida en que adhieran a los términos generales del fideicomiso constituido.

### *Las Sociedades de Garantía Recíproca*

Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR)<sup>28</sup> son entidades privadas que tienen como objetivo otorgar garantías líquidas a sus socios partícipes (pymes) para mejorar sus condiciones de acceso al crédito. Las SGR cuentan además con socios protectores (personas naturales o jurídicas públicas o privadas que realizan aportes al capital social y al fondo de riesgo de las SGR) cuya participación no puede exceder el 49% del capital social. Con el fin de incentivar la formación de SGR se han otorgado diversas exenciones tributarias como es el caso que: la retribución que cobran las SGR por el otorgamiento de los contratos de garantía está exenta del Impuesto al Valor Agregado (IVA); o que las utilidades que generan las SGR por el otorgamiento de garantías está exenta del Impuesto a las Ganancias o que los aportes de capital y los aportes al fondo de riesgo de los socios son deducibles de las utilidades imponibles para la determinación del Impuesto a las Ganancias. Las SGR autorizadas son las siguientes:

---

28 La Ley 24.457 de marzo de 1995 crea las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) con el objeto de facilitar a las Pymes el acceso al crédito.

*Sociedades de Garantía Recíprocas autorizadas*

	<b>Principales socios protectores</b>	<b>Socios partícipes</b>
Garantizar SGR	Banco Central Banco de la Nación Argentina	497 pymes
Caes SGR	Siderar S.A.	241 pymes
Avauar SGR	Aluar, Fate e Hidroeléctrica Futaleufú	124 pymes
Macroaval SGR	Gobierno de la provincia de Salta, Banco de Salta y Banco de Jujuy	112 pymes

**Fuente:** <http://www.advance.com.ar>

Por el lado del mercado de valores, de la revisión de la legislación publicada por la Comisión Nacional de Valores se ha constatado que tanto la emisión de obligaciones negociables como la emisión de acciones<sup>29</sup> de la pequeña y mediana empresa contiene un régimen especial de registro. En dicho sentido para su inscripción ante la Comisión deben presentar únicamente la siguiente información:

- a) Copia de la resolución del órgano social que dispone el ingreso de la sociedad al régimen y la negociación de las acciones mediante oferta pública o la emisión y colocación por oferta pública de los instrumentos representativos de deuda, según corresponda.
- b) Copia de los instrumentos constitutivos y estatutos de la empresa en el Registro Público de Comercio o en la autoridad de contralor que corresponda, incluyendo sus modificaciones.

<sup>29</sup> En mayo de 1999 la Comisión Nacional de Valores incorpora a su regulación el procedimiento especial para la emisión de acciones de la pequeña y mediana empresa. Al respecto se autoriza a la pequeña y mediana empresa a solicitar su registro ante la CNV para colocar y negociar sus acciones en el ámbito de las entidades autorreguladas, a través de intermediarios acreditados en ellas. El registro en la CNV implica la autorización automática para hacer oferta pública de las acciones representativas de su capital, en tanto conserven su calificación como pequeña o mediana empresa.

- c) Declaración jurada de calificación como pequeña y mediana empresa de conformidad con la Resolución Ministerial N° 401 y sus modificatorias<sup>30</sup>.

Con respecto a las exigencias de clasificación de riesgo de los valores, hasta agosto del 2000 se exigía que los valores cuenten con dos calificaciones de riesgo otorgadas por sociedades calificadoras distintas e independientes. Sin embargo, con el fin de reducir los costos de las emisiones de pequeñas y medianas empresas (Decreto N° 1087/93<sup>31</sup>) se les eximía de dicha obligación. A partir del 29 de agosto del 2000 se elimina la obligatoriedad del requisito de la previa presentación de dos calificaciones de riesgo para conceder la autorización de oferta pública, no obstante la Comisión Nacional puede establecer la obligatoriedad de la calificación cuando las condiciones especiales de una emisión así lo requieran.

Las Ley respecto a las obligaciones y acciones emitidas por la pequeña y mediana empresa establecen que, las emisoras deben cumplir con la presentación ante la entidad autorregulada de un prospecto de emisión y cumplir con todos los requisitos y obligaciones de información y publicación que le exija dicha entidad. Únicamente pueden invertir en ellos:

- a) El Estado Nacional, las Provincias y Municipalidades, sus Entidades Autárquicas, Bancos y Entidades Financieras oficiales, Sociedades del Estado, Empresas del Estado y Personas Jurídicas de Derecho Público.
- b) Sociedades de responsabilidad limitada y sociedades por acciones.

---

<sup>30</sup> La condición de pequeña y mediana empresa se determina en función de variables como son: el personal ocupado, el valor de las ventas totales anuales precios constantes (sin incluir el IVA), el valor de los activos productivos revaluados y netos de amortizaciones (para las empresas del sector industrial) y el valor del patrimonio neto ajustado (para las empresas de los sectores comercio y servicios).

- c) Sociedades cooperativas, entidades mutuales, obras sociales, asociaciones civiles, fundaciones y asociaciones profesionales de trabajadores con personería gremial.
- d) Agentes de bolsa y agentes adheridos a entidades autorreguladas no bursátiles.
- e) Fondos comunes de inversión.
- f) Personas físicas con domicilio real en el país con un patrimonio neto superior a \$ 100 mil pesos. En el caso de las sociedades de personas se exige un patrimonio neto superior a \$ 200 mil pesos. Dichos límites no son exigidos en el caso que las emisiones estén garantizadas en un 75% por un Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) o institución que llene las condiciones establecidas por el BCRA para las entidades inscritas en el Registro de Sociedades de Garantía Recíproca, o cuando se trate de emisiones efectuadas por sociedades que ya cotizan sus acciones en la bolsa.
- g) Personas jurídicas constituidas en el exterior y personas físicas con domicilio real fuera del país.
- h) Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones.

---

31 Autoriza a las pequeñas y medianas empresas a registrarse ante la Comisión Nacional de Valores para hacer oferta pública de títulos valores representativos de deuda.

## **E. GLOSARIO**

Acciones Comunes.- Parte alícuota del capital social de una sociedad anónima que incorporada a un título representativo, otorga a su propietario la calidad de socio y puede ser transmitible o negociable.

Acciones Preferenciales.- Son acciones que confieren algún privilegio frente a las acciones ordinarias en: un derecho preferente en el pago de beneficios, un derecho preferente con cargo a beneficios, reservarle con carácter exclusivo una parte de los beneficios, o derecho preferente en la distribución de activos en el caso de disolución de la sociedad.

Administradora Privada de Fondos de Pensiones.- AFP. Empresa, constituida bajo la forma de una Sociedad Anónima (SA), cuyo objeto social exclusivo es la administración de un fondo de pensiones conformado por los aportes de los trabajadores afiliados y que se destinan al pago de pensiones de jubilación, invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio.

Bolsa de Valores.- Las bolsas de valores son asociaciones civiles de servicio al público y de especiales características conformadas por Sociedades Agentes, que tienen por finalidad facilitar la negociación

de valores inscritos, proveyendo servicios, sistemas y mecanismos adecuados para la intermediación de valores de oferta pública en forma justa, competitiva, ordenada, continua y transparente.

Bono.- Valor mobiliario que representa una obligación de pago por parte del emisor y reditúa una determinada tasa de rentabilidad y cuyo plazo de vencimiento es mayor a un año.

Bono Corporativo.- Es una obligación emitida por una empresa para captar fondos que le permitan financiar sus operaciones y proyectos. Los bonos son emitidos a un valor nominal, el cual será pagado al tenedor en una fecha de vencimiento determinada (rescate). Así mismo el monto del bono devenga un interés el cual puede ser pagado íntegramente al vencimientos o en cuotas periódicas (cupones).

Bonos Convertibles.- Clase de bonos que da a su tenedor la opción de adquirir acciones comunes de la empresa, dentro de un período específico y a un precio predeterminado.

Bonos de Arrendamiento Financiero.- Bonos emitidos por las empresas autorizadas a realizar operaciones de arrendamiento financiero (leasing), cuyo objetivo es financiar las operaciones de esa índole. En el Perú es necesaria la autorización de la CONASEV.

Bonos Subordinados.- Bonos emitidos por entidades del sistema financiero, considerados como parte de su patrimonio.

Bonos de Titulización.- Bonos emitidos con cargo a patrimonios fideicometidos resultantes de procesos de titulización.

Capital Social.- Representa el conjunto de dinero, bienes y servicios aportados y que constituye la base patrimonial de una empresa. Este capital puede aumentarse mediante nuevos aportes, capitalizaciones de reservas, valorización del patrimonio o conversión de obligaciones en acciones. De igual manera puede estar sujeto a reducciones.

Clasificación de riesgo.- Proceso que llevan a cabo las empresas clasificadoras de riesgo a efectos de categorizar valores, de acuerdo a la mayor o menor probabilidad de cumplimiento en el pago de las obligaciones asumidas por el emisor.

Emisión.- Acto de emitir valores por parte de una empresa.

Emisor.- Es la entidad gubernamental o empresa que realiza oferta pública de valores.

Empresa Clasificadora de Riesgo.- Es la persona jurídica que tiene por objeto exclusivo categorizar valores, pudiendo realizar actividades complementarias de acuerdo a las disposiciones de carácter general que establezca CONASEV. CONASEV otorga la autorización de organización y funcionamiento de las clasificadoras y éstas deben inscribirse en el RPMV y están sujetas al control y supervisión de CONASEV.

Fideicomiso de Titulización.- En el fideicomiso de titulización una persona, denominada fideicomitente, se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos en favor del fiduciario para la constitución de un patrimonio autónomo, denominado *Patrimonio Fideicometido*, sujeto al dominio fiduciario de éste último y afecto a la finalidad específica de servir de respaldo a los derechos incorporados en valores, cuya suscripción o adquisición concede a su titular la calidad de fideicomisario.

Fondo de Inversión.- Es un patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en los valores y demás activos señalados en el marco legal (Ley del Mercado de Valores, reglamento de fondos y reglamentos internos), son también conocidos como fondos de capital cerrados, debido a que su número de cuotas es fijo y no son susceptibles de rescate, reembolso o de incremento en su valor por nuevas aportaciones. No obstante, la asamblea general de partícipes podrá excepcionalmente acordar que se efectúen nuevas aportaciones o se aumente el número de cuotas.

Instrumentos de corto plazo.- Instrumentos representativos de deuda emitidos a plazos menores de un año.

Intermediación con Valores.- Es la realización habitual por cuenta ajena, de operaciones de compraventa, colocación, distribución, corretaje, comisión o negociación de valores que son objeto de oferta pública, así como las adquisiciones de títulos que se efectúan con el fin de colocarlos después y obtener una ganancia por diferencial de precio.

Intermediarios.- Son sociedades encargadas de la intermediación de valores en el mercado. En el Perú, reciben el nombre de Agentes de intermediación, sociedades anónimas que pueden constituirse como sociedades agentes o sociedades intermediarias.

Inversionistas institucionales.- Son instituciones que captan y concentran recursos de terceros, para luego canalizarlos, a través de la conformación de portafolios de inversión.

Mercado de Valores.- Segmento del Mercado de Capitales, al que concurren ofertantes y demandantes de valores mobiliarios, en donde se transan valores negociables desde su emisión, primera colocación, transferencia, hasta la extinción del título, en que intervienen unidades deficitarias o superavitarias actuando como intermediarios los bancos, instituciones financieras y la bolsa de valores a través de sus agentes de intermediación. Está conformado por el mercado primario y el mercado secundario.

Mercado Primario.- Segmento del mercado de valores, donde se negocian las primeras emisiones ofertadas a su valor nominal o con el descuento por las empresas, con el objetivo de obtener financiamiento para la ejecución de sus proyectos.

Mercado Secundario.- Es un segmento del mercado de valores, donde se transan operaciones de valores ya emitidos en primera colocación. Se caracteriza por ser un mercado que otorga liquidez, a través de las sucesivas transferencias de los títulos, para lo cual concurren los ofertantes y

demandantes de dichos valores que están en circulación y cuyo precio se forma mediante el juego de la oferta y la demanda.

Oferta Pública.- Es oferta Pública de valores mobiliarios la invitación, adecuadamente difundida, que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general, o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios.

Oferta Pública Primaria.- Es oferta pública primaria de valores la oferta pública de nuevos valores que efectúan las personas jurídicas.

Oferta Pública Secundaria.- Es aquella que tiene por objeto la transferencia de valores emitidos y colocados previamente. Constituyen ofertas públicas secundarias, entre otras, la oferta pública de adquisición, la oferta pública de compra, la oferta pública de venta y la oferta de intercambio.

Registro Público del Mercado de Valores (RPMV).- El Registro es aquél en el cual se inscriben los valores, los programas de emisión de valores, los fondos mutuos, los fondos de inversión, los participantes del mercado de valores que señala la Ley y los respectivos reglamentos, con la finalidad de poner a disposición del público la información necesaria para la toma de decisiones de los inversionistas y lograr la transparencia en el mercado. Las personas jurídicas inscritas en el Registro y el emisor de valores inscritos, están obligados a presentar la información que la presente ley y otras

disposiciones de carácter general establezcan, siendo responsable por la veracidad de dicha información.

Riesgo Económico.- Contingencia de una empresa dada por la variabilidad del índice de recuperación de la inversión.

Riesgo Financiero.- Contingencia de una empresa dada por la falta de liquidez, que reduce la rotación de operaciones por la falta de capital de trabajo.

Sociedad Agente de Bolsa.- Se dedica fundamentalmente a realizar la intermediación de valores en uno o más mecanismos centralizados de negociación que operen en las bolsas en que sea asociada.

Sociedad Intermediaria de Valores.- Sociedad anónima debidamente autorizada, que se dedica con exclusividad a la intermediación de valores no inscritos en bolsa.

Sociedad Titulizadora.- sociedad anónima cuyo objeto exclusivo es desempeñar la función de fiduciario en procesos de titulización.

Titulización de Activos.- La Titulización es el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio, cuyo propósito exclusivo es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio, la transferencia de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores. Mediante la Titulización de Activos, una empresa se obliga a

transferir un grupo determinado de sus activos, para la constitución de un patrimonio autónomo distinta al de la empresa, que permitirá la emisión de valores mobiliarios, cuyos derechos incorporados se encontrarán respaldados por dicho patrimonio.

UIT.- Índice sobre el cual se establece la escala imponible del impuesto a la renta. Sirve además para otros fines, entre los cuales está el determinar reajustes remunerativos.

Valores Mobiliarios.- Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor.