



Universidad Nacional Autónoma de México
Programa de Posgrado en Ciencias de la Administración

**Alternativas de financiamiento para pymes en México:
aproximación para el logro de acceso al crédito**

T e s i s

Que para optar por el grado de:

Maestro en Finanzas

Presenta:

Angélica Guadalupe González López

Tutor:

Dra. María Luisa Saavedra García
Facultad de Contaduría y Administración

Ciudad de México, septiembre de 2019



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

A mis padres, María de los Ángeles y José Clemente

A mis hermanos, Ana María y José Klenn

Si he logrado ver más lejos, ha sido porque
he subido a hombros de gigantes

- Sir Issac Newton

Agradecimientos

En estas líneas quiero expresar mi gratitud a todos quienes han estado a mi lado a lo largo de esta etapa.

Gracias CONACyT; por el apoyo que me fue otorgado para cursar esta etapa de posgrado.

Gracias Dra. Saavedra; por su paciencia y sus enseñanzas, por haber compartido su tiempo, conocimiento y experiencia.

Gracias a mis sinodales; por el tiempo otorgado a la lectura de este trabajo y por sus comentarios que sin duda han enriquecido este trabajo.

Gracias a mis padres; mamá, gracias por estar a mi lado y con tu amor y cariño siempre darme ánimos cuando ya sentía fortaleza. Papá, a ti te agradezco por brindarme tu sabiduría y siempre darme un consejo cuando ni yo sé por dónde ir.

Gracias a mis hermanos; Anita, agradezco tus porras desde mi esquina para que nunca claudique. Klenn, todos esos desvelos que pasaste a mi lado han rendido fruto, hemos concluido esta etapa.

Son muchas las personas que me acompañaron en mi vida profesional y personal, agradezco por cada consejo, por su apoyo y amistad. Algunos están conmigo y otros no han podido porque se quedaron en el camino, pero sin importar donde estén gracias infinitas por formar parte de mí.

Índice

Introducción	1
a. Planteamiento del problema	3
b. Pregunta de investigación	5
c. Objetivo general	5
d. Objetivos específicos	5
e. Justificación	6
f. Método	7
Capítulo I. Marco teórico	8
1.1. Conceptualización del acrónimo pyme	8
1.2. La pyme en México (marco de referencia)	11
1.3. Características de la pyme mexicana	13
1.4. Problemática de la pyme en México	16
1.4.1. El problema de financiamiento en la pyme	18
1.5. Teorías sobre financiamiento pyme	19
Capítulo II. Fuentes de financiamiento para la pyme en México	22
2.1. Evolución del financiamiento en México	22
2.2. Fuentes de financiamiento para pyme	24
2.2.1. Fuentes internas de financiamiento	24
2.2.2. Fuentes externas de financiamiento	25
2.2.2.1. Financiamiento externo del sector gubernamental	27
2.2.2.1.1. Secretaría de Economía (SE)	29
2.2.2.1.2. Fondo PYME	31
2.2.2.1.3. Nacional Financiera	31
2.2.2.2. Financiamiento externo del sector privado	37
2.2.2.2.1. Financiamiento externo de la banca comercial	38
2.3. Financiamiento en cifras en México	42

Capítulo III. Mercado pyme en un contexto internacional	45
3.1. Empresas objetivo del mercado pyme	48
3.2. Participantes dentro del mercado pyme	49
3.3. Requisitos principales	51
3.4. Impacto del mercado pyme	55
3.5. Ventajas de financiamiento a través de mercados pyme	58
Capítulo IV. Análisis comparativo de mercados pyme	62
4.1 Bovespa Mais (Brasil)	62
4.1.1 Características y requisitos que exigen	63
4.1.2 Información financiera y bursátil sobre el mercado	65
4.2 Departamento PYME (Argentina)	67
4.2.1 Características y requisitos que exigen	68
4.2.2 Información financiera y bursátil sobre el mercado	70
4.3 Mercado Alternativo de Valores (Perú)	73
4.3.1 Características y requisitos que exigen	74
4.3.2 Información financiera y bursátil sobre el mercado	76
4.4 Alternative Investment Market (Inglaterra)	78
4.4.1 Características y requisitos que exigen	79
4.4.2 Información financiera y bursátil sobre el mercado	81
4.5 Mercado Alternativo Bursátil (España)	84
4.5.1 Características y requisitos que exigen	85
4.5.2 Información financiera y bursátil sobre el mercado	88
4.6 Comparativo de mercados pyme	90
Capítulo V. Mercados pyme de éxito: análisis	96
5.1 Requisitos de ingreso	96
5.1.1 Condiciones de ingreso	98
5.2 Requisitos de operar	101
5.2.1 AIM	101
5.2.2 Departamento PYME	102

5.3 Divulgación de información	103
5.4 Análisis de éxito de mercados pyme	105
Capítulo VI. Análisis del desempeño de empresas antes y después de financiamiento a través de BMV	107
6.1. ¿Cómo obtener financiamiento en BMV?	108
6.2. RLH Properties	109
6.3. Grupo Sports World	114
6.4. Conclusiones del desempeño de empresas mexicanas	119
Capítulo VII. Conclusiones	121
Referencias	125

Índice de Tablas

Tabla 1. Estratificación de la micro, pequeña y mediana empresa, 2009	7
Tabla 2. Caracterización de la pyme en México	10
Tabla 3. Características por sector de la pyme en México	15
Tabla 4. Programas de financiamiento por parte de Secretaría de Economía	29
Tabla 5. Programas de financiamiento por parte de Nacional Financiera	32
Tabla 6. Beneficios otorgados por NAFIN en el sector industrial por tamaño de empresa	36
Tabla 7. Tipo de crédito que otorga la banca comercial en México	39
Tabla 8. Fuentes de financiamiento por tamaño de empresa y sector, desde una perspectiva de oferta y demanda (porcentaje de empresas al 3er Trimestre 2018)	43
Tabla 9. Factores limitantes para solicitar o usar un nuevo crédito por tamaño y sector económico (grado de cada factor al 3er Trimestre 2018)	44
Tabla 10. Mercado pyme en contexto internacional	46
Tabla 11. Requisitos principales del mercado pyme en contexto internacional	53
Tabla 12. Requisitos de Bovespa Mai en comparación con Novo Mercado en Brasil	64
Tabla 13. Financiamiento pyme a través del Mercado de Capitales (Millones de USD)	73
Tabla 14. Requisitos del MAV en comparación con Mercado Principal en Perú	75
Tabla 15. Requisitos de AIM en comparación con Mercado Principal en Inglaterra	81
Tabla 16. Requisitos del MAB en comparación con el Mercado Principal en España	87
Tabla 17. Operaciones en el MAB	89
Tabla 18. Comparación de mercados pyme en función de las características (parte 1)	91
Tabla 19. Requisitos que cumplir por parte de la empresa emisora	94
Tabla 20. Clasificación pyme de acuerdo con CNV en Argentina	97

Tabla 21. Características generales de AIM y Departamento PYME	98
Tabla 22. Condiciones de ingreso en AIM (resumen)	99
Tabla 23. Condiciones de ingreso en Departamento PYME (resumen)	100
Tabla 24. Condiciones de ingreso bajo figura SAPIB	108
Tabla 25. Estado de resultados RLH Properties	110
Tabla 26. Liquidez RLH Properties	111
Tabla 27. Apalancamiento RLH Properties	111
Tabla 28. Márgenes de rentabilidad RLH Properties	112
Tabla 29. Indicadores financieros RLH Properties	113
Tabla 30. EVA RLH Properties	114
Tabla 31. Márgenes de rentabilidad Grupo Sports World	115
Tabla 32. Estado de resultados Grupo Sports World	116
Tabla 33. Apalancamiento Grupos Sports World	117
Tabla 34. Liquidez Grupo Sports World	117
Tabla 35. Indicadores financieros Grupo Sports World	118
Tabla 36. EVA Grupo Sports World	119

Índice de Figuras

Figura 1. Distribución de micro, pequeñas y medianas empresas con relación al sector económico	12
Figura 2. Monto percibido de acuerdo con el tipo de acceso a las fuentes de financiamiento	13
Figura 3. Financiamiento interno pyme en México	25
Figura 4. Financiamiento externo pyme en México	26
Figura 5. Fuentes de financiamiento externo de deuda pyme en México (moneda nacional)	27
Figura 6. Financiamiento externo de deuda pyme en México	28
Figura 7. Programas sectoriales NAFIN	35
Figura 8. Beneficios otorgados por NAFIN por sector	37
Figura 9. Capitalización total del mercado pyme	45
Figura 10. Distribución del número de empresas listadas en el mercado pyme	47
Figura 11. Resumen de actividades de los principales participantes en el mercado pyme	50
Figura 12. Tasa de crecimiento de los mercados pyme en región APAC 2014-2017	56
Figura 13. Número de empresas listadas en mercados pyme 2014-2017	56
Figura 14. Distribución de las empresas listadas por capitalización de mercado	58
Figura 15. Ventajas de los participantes del mercado pyme	60
Figura 16. Evolución del total de empresas listadas en Bovespa Mais	65
Figura 17. Captación de capital social en Bovespa Mais por actividad económica	66
Figura 18. Tipo de inversionista dentro de Bovespa Mais	67
Figura 19. Evolución de los montos totales negociados en Departamento PYME por tipo de instrumento	71
Figura 20. Distribución de participación de cada instrumento respecto al monto total negociado 2018	72
Figura 21. Evolución del total de empresas listadas en MAV	77

Figura 22. Monto total colocado por oferta primaria de deuda colocada por sector económico	78
Figura 23. Evolución del total de empresas listadas en AIM	82
Figura 24. Evolución de empresas listadas en AIM respecto a su país de constitución	82
Figura 25. Distribución de empresas por rango de capitalización de mercado	83
Figura 26. Captación de capital por sector económico en AIM	84
Figura 27. Evolución del número total de empresas listadas en MaB	88
Figura 28. Evolución de la capitalización del MaB	90
Figura 29. Divulgación de información AIM – Departamento PYME (resumen)	105
Figura 30. Ingresos RLH Properties	109
Figura 31. Ingresos Grupo Sports World	115

Introducción

Las pequeñas y medianas empresas, también conocidas como pyme son consideradas importantes impulsoras dentro de una economía, ya que representan más del 99% de las unidades económicas en el país y son generadoras de empleo al captar más del 60% de la población económicamente activa. A pesar de la importancia que tiene la pyme, existen una serie de obstáculos que imposibilitan el crecimiento de estas unidades económicas.

Una de las mayores restricciones que enfrentan es la dificultad de obtener financiamiento a mediano y largo plazo destinado a la inversión, puesto que la mayoría de las alternativas actuales disponibles son costosas o están diseñadas para resolver necesidades de liquidez a corto plazo. Esto las somete a una elevada presión financiera, lo cual reduce su velocidad de crecimiento. (Mendiola, Aguirre, Campos, Cuadros, Lodwig y Regis, 2016, p. 3)

Aunque existen fuentes de financiamiento que han permitido a la pyme afrontar las exigencias y necesidades económicas, estas son muy costosas y con exigencias que en ocasiones son mayores a las posibilidades de este tipo de empresas de afrontar. Lo anterior ha sido una barrera muy importante para las pequeñas y medianas empresas, ya que no es posible adquirir un financiamiento accesible y atractivo a través de fuentes tradicionales, como lo son bancas comerciales o bancas de desarrollo, que les permita continuar con su proceso de crecimiento.

El presente trabajo de investigación muestra un análisis de las distintas fuentes de financiamiento disponibles para la pyme en México, así como la descripción de una fuente de financiamiento innovadora, el mercado de capitales. Así mismo, se lleva a cabo un análisis financiero sobre empresas medianas que han cotizado en la Bolsa Mexicana de Valores a través de esquemas especiales para pyme, con el fin de definir los factores que permiten el acceso a este tipo de financiamiento. Para el logro del objetivo antes descrito se desarrolla la investigación a partir de seis capítulos.

En el *capítulo I*, se expone la conceptualización de pequeña y mediana empresa en México, así como su caracterización; también se expone los problemas a los que se enfrenta la pyme y se describe de modo detallado el problema de financiamiento. Finalmente se exponen la teoría de jerarquía o el pecking order, teoría de la agencia, teoría del ciclo de vida y teoría de racionamiento de crédito, sobre las cuales se puede explicar la problemática del financiamiento.

En el *capítulo II*, se describe la evolución del financiamiento en México y se lleva a cabo una descripción detallada de las distintas fuentes de financiamiento tanto internas como externas, incluyendo el sector gubernamental, privado y comercial y las especificaciones para el acceso; del mismo modo, se detalla en cifras la situación actual del financiamiento en México.

En el *capítulo III*, se aborda el mercado de capitales para pequeñas y medianas empresas o mercado pyme dentro del contexto internacional detallando la capitalización por región de los 33 mercados expuestos en este apartado. También se define el tipo de empresa que es objeto del mercado, los participantes, los requisitos principales, el impacto del mercado y las ventajas de financiarse mediante este medio.

En el *capítulo IV*, se lleva a cabo un análisis comparativo de los mercados pyme de Latinoamérica, Departamento PYME, Bovespa Mais y Mercado Alternativo de Valores y Mercado Alternativo Bursátil en España debido a su funcionamiento. Se comparan las características y requisitos de ingreso, así como análisis de información financiera y bursátil sobre cada mercado.

En el *capítulo V*, se analizan los requisitos y condiciones de ingreso del mercado inglés AIM y argentino Departamento PYME debido que son los mercados de mayor impacto para financiamiento pyme alrededor del mundo.

En el *capítulo VI*, se analiza el desempeño de dos empresas medianas mexicanas, RLH Properties y Grupo Sports World, antes y después de financiarse a través de la Bolsa Mexicana de Valores mediante las figuras S.A.P.I y S.A.P.I.B.

Finalmente, en el *capítulo VII* se muestran las conclusiones y recomendaciones sobre el tema e investigaciones futuras.

a. Planteamiento del problema

La globalización económica ha exigido que los procesos productivos se tecnifiquen y las empresas cambien la estructura productiva para mantener su competitividad y lograr la permanencia en el mercado. Sin embargo, la economía mexicana no sustenta su crecimiento económico en unidades económicas tecnificadas, debido que la mayor aportación a la producción y distribución de bienes y servicios es mediante las pequeñas y medianas empresas, también llamadas pyme.

La pyme es considerada la “columna vertebral” de la economía mexicana, ya que representa el 99.7% de los negocios que existen en México, al generar 52% del producto interno bruto (PIB) y emplear al 62.55% de la población ocupada (Encuesta Nacional sobre Productividad y Competitividad de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas, 2015).

El papel fundamental de la pyme se basa en la generación de empleo y distribución del ingreso, de manera que construye una sociedad más equitativa (Saavedra y Hernández, 2008). De igual forma, representan un medio para impulsar el crecimiento económico, por lo cual se consideran pilares fundamentales en la economía nacional; en consecuencia, es importante incentivar el crecimiento y expansión de estas unidades económicas.

El acceso al crédito es fundamental para el crecimiento sostenible de pymes, y la falta del mismo, es considerada como uno de los obstáculos más importantes para el

desarrollo de estos negocios¹. De acuerdo con ENAPROCE, en 2014, solo el 11.8% de pyme ha accedido a alguna alternativa de financiamiento, esto significa que las fuentes de financiamiento actuales son limitadas en comparación a la cantidad de empleo y producción de estas unidades en la economía.

Por esta razón, es importante brindar alternativas de financiamiento a la pyme, no sólo con base en fuentes tradicionales sino alternativas innovadoras que permitan el crecimiento y expansión de las pymes en México.

La pyme se ha desarrollado en un entorno cambiante y en consecuencia demandante, por lo cual existen cambios constantes en su naturaleza interna con el fin de mantener una posición competitiva y enfrentarse a retos del ambiente globalizado, tales como el acceso a financiamiento, avances tecnológicos y requerimiento de materias primas (Peña y Bastidas, 2004). La capacidad de las pymes de cambiar rápidamente su estructura organizativa, los convierte en agentes económicos promotores de crecimiento económico, generación de empleo y contribución al producto interno bruto (Saavedra, 2012; Gil y Jiménez, 2014).

Para la pyme existen una serie de financiamientos teóricos, como el sistema bancario formal o la banca de desarrollo, fuentes que constituyen los principales accesos al crédito (Lecuona, 2009; Banco de México, 2015). También se obtiene financiamiento a través de préstamos personales, productos financieros como tarjetas de crédito, prestamistas particulares o créditos de proveedores (Castillo y Ceballos, 2014).

Actualmente, ha surgido una fuente de financiamiento innovadora que impulsa el crecimiento de las unidades económicas mediante mecanismos bursátiles. Uno de los casos más significativos es el mercado alternativo bursátil español. Este mecanismo ha logrado ofrecer financiamiento a pymes a través del mercado de valores, esta nueva fuente les brinda notoriedad en el mercado con empresas que ya cotizan, visibilidad de

¹ En línea: http://www.institutopyme.org/index.php?option=com_content&view=article&id=115&Itemid=581

marca y nuevas oportunidades de financiamiento (Palacín y Jara, 2012; Palacín y Pérez, 2016).

La introducción de la pyme al mercado de valores mexicano ha sido lento y poco notorio, a pesar de ello, instituciones como la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV, 2013) plantea que es posible el acceso de pequeñas y medianas empresas al mercado bursátil, solo si se cumple con las obligaciones como emisoras y en caso de cumplir con los requisitos, las empresas emisoras contarán con un punto de madurez que brinde mayor acceso a fuentes de financiamiento. Sin embargo, incorporar el segmento pyme al mercado de valores en México implica un reto para la cultura financiera, la administración bursátil y la legislación actual (Ramírez, 2005).

Por tal motivo se plantea, hacer una investigación sobre las fuentes de financiamiento en México y un análisis financiero sobre aquellas empresas que han recurrido al mercado de capitales como fuente de financiamiento y sobre su desempeño en el mercado bursátil.

b. Pregunta de investigación

Con lo anterior se plantea lo siguiente ¿Cuáles son las alternativas de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas y los factores que permiten el acceso al mercado bursátil?

c. Objetivo general

Realizar un análisis comparativo del mercado alternativo mexicano y español y determinar el impacto de financiarse a través de este mercado en México.

d. Objetivos específicos

- Analizar los requisitos de diversos mercados alternativos bursátiles en el contexto internacional.
- Analizar los requisitos de operación en el mercado alternativo bursátil mexicano.

- Proponer fundamentos para la correcta operatividad de financiamiento pyme mediante mecanismos bursátiles.

e. Justificación (problemas de financiamiento de la pyme)

Para las pequeñas y medianas empresas el acceso a crédito es una de las principales limitantes para el crecimiento de unidades económicas, lo cual se debe a una serie de factores propios de este tipo de empresas; la principal razón de poco acceso al crédito para PYME en México es en primera instancia por altas tasas de interés, seguido de desinterés de la banca y finalmente por falta de garantías (Comisión Intersecretarial de Política Industrial, 2003).

Los factores inherentes de las pequeñas y medianas empresas que inhiben su acceso a fuentes de crédito se relacionan con informalidad, falta de calidad de información, administración familiar, falta de garantías adecuadas e imposibilidad de evaluación de pyme basado en comportamiento (De la Torre, Martínez y Schmukler, 2009).

También existen factores percibidos por el sector bancario que inhiben el otorgamiento de crédito; en primera instancia la competencia, la cual es considerada por la banca comercial como un obstáculo de financiamiento a pymes, debido que existen estrechos márgenes de ganancia, dificultad de crecimiento continuo y competencia desleal entre bancos públicos y privados; el segundo factor a considerar se relaciona con aspectos macroeconómicos como inestabilidad a largo plazo, riesgo de tipo de cambio y tipo de interés, la volatilidad de estos factores impide el desarrollo de un mercado de crédito a largo plazo para las pyme; seguido por la regulación, como demasiada documentación requerida, el techo en tasa de interés, impuestos sobre transacciones financieras y la actuación de los bancos como autoridades fiscales obligados por regulación, lo cual afecta a las pyme debido que disuade a la intermediación financiera; los obstáculos de menor importancia son los aspectos legales y contractuales, medio ambiente, la tecnología de préstamos a las PYMES y los factores específicos de los bancos (De la Torre, et. al, 2009).

La existencia de factores internos y externos genera percepciones en el sector bancario que imposibilita el otorgamiento de financiamiento a la pyme lo cual dificulta el crecimiento adecuado de estas unidades económicas. Sin embargo, existen otras fuentes de financiamiento que permiten a la pyme continuar con su papel dentro de la economía mexicana, herramientas tradicionales e innovadoras que son ofertadas por la banca comercial y la banca de desarrollo.

Derivado de todo lo anterior, esta investigación analiza las fuentes tradicionales de financiamiento y brinda información para el uso de fuentes innovadoras, como el mercado alternativo bursátil. Del mismo modo, esta investigación sienta las bases para lograr proporcionar a pequeñas y medianas empresas una nueva fuente de financiamiento.

f. Método

Esta propuesta se plantea como una investigación de tipo descriptivo, mixto con enfoque microeconómico, siendo el objeto de estudio el sector pyme dentro de la economía nacional. Se realizará un análisis de las fuentes de financiamiento con los que cuenta la pyme y los factores de riesgo para acceso a crédito. Así mismo, se pretende realizar un comparativo con el mercado alternativo bursátil español y algunos otros mercados pyme Latinoamericanos, respecto a mecanismos de financiamiento bursátil, a través de una investigación documental para un posterior contraste con la legislación actual en México respecto al tema. Finalmente, se realiza un análisis financiero del desempeño de dos medianas empresas antes y después de su financiamiento a través de la Bolsa Mexicana de Valores.

Capítulo I. Marco teórico

El sector de las pequeñas y medianas empresas (pyme) es complejo y heterogéneo, por tal motivo, se elaboraron una serie de marcos y modificaciones para lograr homogeneidad en el término pyme, con el fin de delimitar las unidades económicas de estudio.

1.1 Conceptualización del acrónimo pyme

PYME es el acrónimo de micro, pequeña y mediana empresa, cuya definición varía de país en país. En México, el concepto se asocia con el número de empleados, rango de ventas y tipo de actividad económica (sector) como se muestra en la Tabla 1 y es el utilizado por Instituto Nacional de Estadística y Geografía (Inegi) y programas de apoyo a este tipo de unidades a través de la Secretaría de Economía.

De acuerdo con datos de la Encuesta Nacional sobre Productividad y Competitividad de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (ENAPROCE) 2015 presentada por Inegi, a nivel nacional se cuentan con 4,048,543 unidades empresariales, de las cuales 97.6% son microempresas y 2.4% pyme, estas últimas emplean 22,832,997 personas que representa casi el 25% del personal ocupado dentro de estas unidades y aportan el 35.9% de la producción nacional.

Con respecto a la distribución sectorial de la pyme a nivel nacional estas unidades se concentran en tres sectores: comercio (56.5%), servicios (32.4%) y manufacturas (11.1%), el sector comercio absorbe el 48.2% del personal ocupado, después del sector servicios y manufacturas con el 32.9% y el 18.9% respectivamente. Dentro del sector comercio, las pequeñas empresas obtienen la menor captación de recursos (28%), seguido de las medianas empresas (33.7%) y son las micro las principales generadoras de ingreso (38.3%); al abordar el total de activo fijo, dentro del sector manufacturas las medianas empresas concentran más del 65% de los recursos, siendo de menor

participación la micro y pequeña empresa: finalmente en el sector servicios la pequeña empresa absorbe el 42.8% de las remuneraciones, como se muestra en la Tabla 2.

Tabla 1

Estratificación de la micro, pequeña y mediana empresa, 2009

Tamaño	Sector	Rango de número de trabajadores	Rango de monto de ventas anuales (mdp)	Tope máximo combinado*
Micro	Todas	Hasta 10	Hasta \$4	4.6
Pequeña	Comercio	Desde 11 hasta 30	Desde \$4.01 hasta \$100	93
	Industria y Servicios	Desde 11 hasta 50		95
Mediana	Comercio	Desde 31 hasta 100	Desde \$100.01 hasta \$250	235
	Servicios	Desde 51 hasta 100		
	Industria	Desde 51 hasta 250	Desde \$100.01 hasta \$250	250

* **Tope Máximo Combinado = (Trabajadores) x 10% + (Ventas Anuales) x 90%**

Fuente: Elaboración con base en Diario Oficial de la Federación, 2009.

El sector de actividad más importante donde se desenvuelve la pyme es en el comercio: los micro negocios concentran el 44.9% de las unidades en la rama de *abarrotes y alimentos al por menor* con una participación de 40.2%; los establecimientos pequeños sobresalientes están dedicados a *combustibles y lubricantes al por menor* (incluida la gasolina) ya que generan 26.1% de los ingresos y emplea al 12.6% del personal ocupado, *materias primas para la industria al por mayor*, es la segunda actividad importante en esta rama al emplear al 10.4%; los establecimientos medianos aportan

22.7% de las remuneraciones, siendo las ramas principales con respecto al personal ocupado: *abarrotes y alimentos al por mayor* (13%), *tiendas de autoservicios al por menor* (11.6%) y *materias primas para la industria al por mayor* (8.9%).

Tabla 2

Caracterización de la pyme en México

Tamaño	Unidades económicas (no. empresas)	Porcentaje (%)	Personal ocupado (no. personas)	Porcentaje (%)
Micro	3,952,422	97.6	8,675,103	75.4
Pequeña	79,367	2.0	1,550,838	13.5
Mediana	16,754	0.4	1,282,159	11.1
Total	4,048,543	100.0	11,508,100	100.0

Fuente: Elaboración propia con datos de ENAPROCE 2015.

En relación con el sector servicios, en la rama *hoteles y restaurantes* las empresas micro fueron generadoras de empleo (34.1%), este sector en conjunto con *otros servicios excepto gobierno y servicios de salud y asistencia social* concentran el 78.7% de las unidades económicas y el 74.9% del personal ocupado; la rama de *hoteles y restaurantes* también sobresale en las pequeñas empresas, ya que emplean al 28.7% personal ocupado, del mismo modo sobresale *sector educativo* (19.3%) y *servicios profesionales, científicos y técnicos* (12.1%), estas tres ramas concentran al 60.1% del personal ocupado, 59.6% de las unidades económicas y 41.6% en ingresos; en los establecimientos medianos del sector destacan por su generación de empleo, *hoteles y restaurantes* (26.6%), *servicios educativos* (22.6%) y *apoyo a los negocios y manejo de desechos* (17.3%), en conjunto estas ramas concentran más del 65% del personal ocupado y las unidades económicas del sector.

Finalmente, respecto al sector manufacturas: en los establecimientos pequeños sobresale la rama de *confección de prendas* con el mayor porcentaje de personal ocupado (8.7%), seguido de *panaderías y tortillerías* con una participación menor (7.6%) del empleo total generado por este rubro; la industria manufacturera de tamaño mediano destacó *productos de plástico*, la cual ocupó 79,037 personas (9.3%) y *confección de prendas de vestir* generó remuneraciones de 4.3% a la industria mediana.

1.2 La pyme en México (marco de referencia)

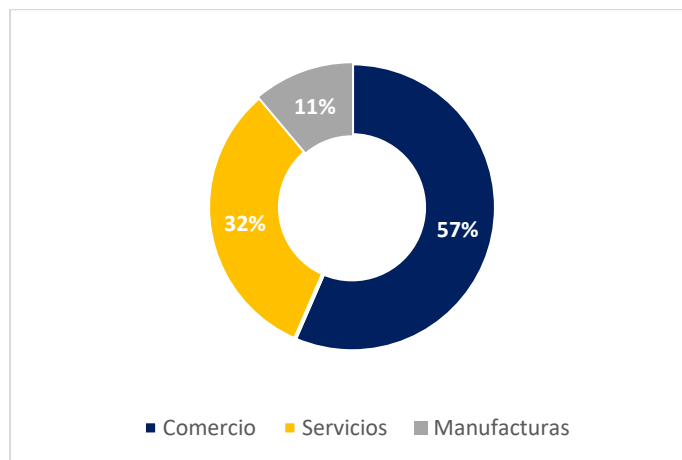
La pyme representa el 52% del PIB, según la última Encuesta Nacional sobre Productividad y Competitividad de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas realizada en 2015 y emplea al 62% de la pea. Con relación a la distribución de unidades económicas micro, pequeñas y medianas de acuerdo con el sector, el 56.5% de las empresas laboran en el sector comercio, seguido del 32.36% en el sector servicios y con menor distribución en el sector manufacturero, lo cual se aprecia en la Figura 1.

Aunque la mayoría de las unidades económicas se concentran en el sector comercio, estas sólo emplean al 25.23% del total del personal ocupado, es el sector manufacturero el que se encarga de emplear el 37.83%, a pesar de ello, del total del personal ocupado empleado en este tipo de unidades económicas, únicamente el 18% recibió capacitación 2014 de acuerdo con datos de la encuesta.

El rol del sector pyme en el comercio internacional es destacable, debido que absorbe el 59.98% de la participación de Capital Extranjero, cifra superior a la inversión que se realiza a las grandes empresas con apenas 24.63%. El papel de las pymes en el mercado internacional es notable, para 2014 el 75.37% que representan 5,372 unidades económicas fueron proveedoras de alguna empresa extranjera o multinacional, de acuerdo con ENAPROCE. Con relación a los datos anteriormente mencionados se muestra la importancia de incentivar la capacidad de diversificación y crecimiento de la pyme en México.

Figura 1

Distribución de micro, pequeñas y medianas empresas con relación al sector económico



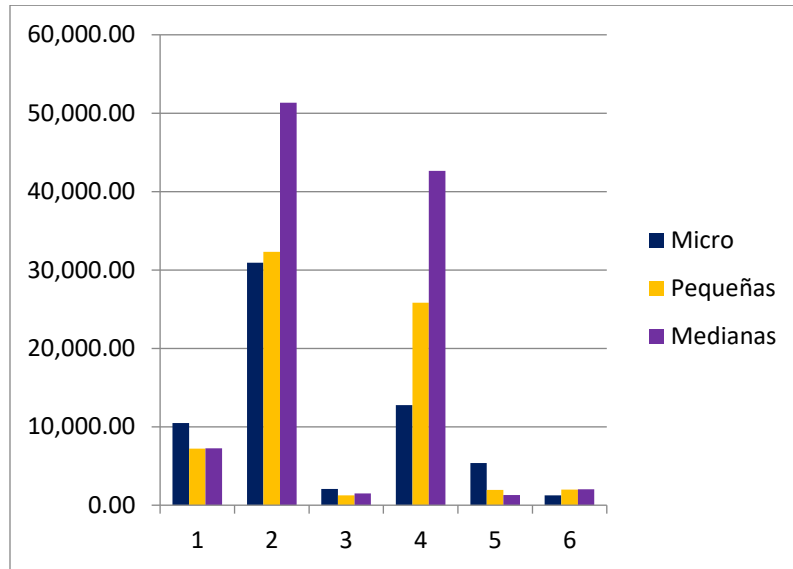
Fuente: Elaboración propia con datos de ENAPROCE 2015.

No obstante, para lograr mejor las cifras presentadas es necesario que el sector pyme acceda a fuentes de crédito, pero esto no ha sido posible ya que sólo el 11.83% accede a algún tipo de financiamiento. En la Figura 2, se muestran los tipos de acceso a las fuentes de financiamiento con base al monto recibido, se observa que las pequeñas y medianas empresas optan por buscar financiamiento en el sistema financiero formal seguido de crédito de proveedores o clientes y en menor medida a prestamistas particulares y tarjetas de crédito.

Con los datos de la Figura 2, se ha identificado que la pyme opta por el sistema financiero formal como fuente de financiamiento y cuentan con un 80.62% de probabilidad en promedio de que se les otorgue un crédito bancario. A pesar de ello, las principales razones por la cual la banca no les concede un crédito se relaciona con exceso de deuda, no tener o tener mal historial creditico o no contar con garantía prendaria.

Figura 2

Monto percibido de acuerdo con el tipo de acceso a las fuentes de financiamiento



Nota: 1) Recursos propios y utilidades reinvertidas. 2) Sistema financiero formal. 3) Prestamistas particulares. 4) Crédito de proveedores o clientes. 5) Tarjetas de crédito. 6) Recursos de inversionistas privados. Montos percibidos en millones de pesos.

Fuente: Elaboración propia con datos 2014 en base a ENAPROCE 2015.

1.3 Características de la pyme mexicana

La pyme en México es relevante debido a la cantidad de personas que emplean y el número de unidades que representa, aunado a lo anterior existen algunas características presentes en este tipo de unidades que permiten su identificación. De acuerdo con el Banco Mundial (2014), las empresas de países grandes de América Latina entre ellos México, son administradas por sus fundadores y aproximadamente dos tercios de ellas se formaron al copiar o modificar una idea de experiencia laboral previa del fundador.

Estas unidades económicas en México poseen la característica de ser unidades familiares, ya que el 53.5% de las unidades pertenecen al fundador del negocio, seguido de familiares en segunda generación con 17.4%, estas cifras indican que las pymes mexicanas son de carácter familiar; otra característica aborda la estructura

organizacional de la empresa, ya que más del 65% de estas unidades aseguran que la toma de decisiones es por parte del fundador, es decir no cuentan con una administración en forma, debido que son los propios dueños quienes dirigen la marcha de la empresa lo que simplifica la comunicación y permite mayor adaptabilidad al entorno (ENAPROCE, 2015).

La participación de la mujer dentro de las pequeñas empresas convierte este fenómeno en una característica, ya que como menciona el Banco Mundial en su última encuesta "Enterprise Surveys" menciona que las pequeñas empresas sobresalen por tener una mayor participación femenina en la propiedad (32%) a diferencia de las medianas empresas (13.8%).

Una de las razones por las cuales sobresalen las pymes se debe a la generación de empleo, la cual es otra de las características de estas unidades económicas, puesto que el personal que labora se considera poco calificado. De acuerdo con ENAPROCE, en 2014, del total del personal empleado el 46.5% cuentan con educación básica, mientras que del personal empleado en empresas medianas solo 18% cuentan con educación superior y 51.4% educación básica. A pesar de existir un bajo nivel educativo en estas unidades el 87.4% de las unidades no brindan capacitación a sus empleados ya que aseguran que los conocimientos y habilidades que posee el trabajador son las adecuadas para realizar sus actividades.

Tabla 3*Características por sector de la pyme en México (parte 1)*

Comercio			
	<i>Micro</i>	<i>Pequeña</i>	<i>Mediana</i>
Unidades económicas (no. empresas)	1,978,887	43,967	14,454
Personal ocupado (no. personas)	3,866,223	745,253	764,713
Producción/ Ingreso total (miles de pesos)	1,515,639,541	1,106,589,790	1,333,502,755
Remuneración (miles de pesos)	56,614,441	41,115,222	44,733,601
Total Activo Fijo (miles de pesos)	285,642,682	146,171,964	193,194,805

Tabla 3*Características por sector de la pyme en México (parte 2)*

Servicios			
	<i>Micro</i>	<i>Pequeña</i>	<i>Mediana</i>
Unidades económicas (no. empresas)	1,560,949	64,274	5,923
Personal ocupado (no. personas)	3,528,093	1,348,207	414,660
Producción/ Ingreso total (miles de pesos)	520,670,383	406,962,053	158,336,671
Remuneración (miles de pesos)	59,280,413	66,464,058	29,491,113
Total Activo Fijo (miles de pesos)	323,896,079	178,739,359	104,768,823

Tabla 3*Características por sector de la pyme en México (parte 3)*

	Manufactura		
	<i>Micro</i>	<i>Pequeña</i>	<i>Mediana</i>
Unidades económicas (no. empresas)	458,096	20,455	7,431
Personal ocupado (no. personas)	1,057,456	446,181	851,506
Producción/ Ingreso total (miles de pesos)	182,811,105	330,121,527	1,062,226,379
Remuneración (miles de pesos)	19,524,366	29,367,873	80,328,089
Total Activo Fijo (miles de pesos)	93,197,256	119,683,415	395,617,027

Fuente: Elaboración con base en Censo Económico 2014 Inegi.

1.4 Problemática de la pyme en México

Las pequeñas y medianas empresas enfrentan una serie de obstáculos que les impiden desarrollarse, uno de ellos se relaciona con el personal empleado en estas unidades económicas, ya que no cuenta con nivel de estudios adecuado y los dueños de las empresas no consideran necesaria la capacitación, por ejemplo, de acuerdo con datos de ENAPROCE, dentro del sector comercio solo el 7.7% de las empresas capacitan a su personal, mientras que en el sector servicios y manufacturas el 79.1% y 86.7% de las empresas respectivamente mencionan que no proporcionan capacitación a sus empleados.

La pyme mexicana se caracteriza por ser una empresa familiar con poco crecimiento debido que se enfrentan a problemas como la falta de crédito, el exceso de trámites y alto pago de impuestos, problemas de inseguridad pública, complicaciones administrativas o competencia de empresas informales, en las encuestas realizadas por

Inegi el 24.4% señala no crecer debido al excesivo número de trámites e impuestos elevados.

El aspecto tecnológico ha sido esencial dentro del proceso de globalización y toda empresa busca adaptarse al medio, por ejemplo, en México el 43.1% de las pequeñas empresas y 71.5% de las medianas tiene su propia página Web (Enterprise Surveys, 2010). Sin embargo, contar con una página no significa que estas unidades hacen uso de la tecnología y esto es evidente ya que casi el 75% de las unidades económicas no utilizan un equipo de cómputo puesto que aseguran no necesitarlo.

Como ya se había comentado una característica de la pyme se refiere al nivel educativo del personal, lo cual representa un problema debido al bajo nivel educativo de la fuerza laboral y la percepción de la pyme respecto al tema, ya que el 23% y 51.4% de las empresas respectivamente identifican a una fuerza laboral con una educación inadecuada como una limitación importante, es decir la pequeña empresa no da mucha importancia a este tema; de acuerdo con Banco Mundial, el crecimiento anual de la productividad laboral en la pequeña empresa es de 2.7%, pero en las medianas empresas este dato es menor, incluso negativo (-2.5%) lo cual limita su desarrollo.

La pyme tiene un desempeño muy inferior a las grandes empresas:

Elo se debe, en parte, a las múltiples fallas de mercado que enfrentan (...), así como al difícil acceso al financiamiento, la escasa capacidad de gestión, el bajo nivel de educación de su fuerza laboral, la poca información sobre oportunidades de mercado, la falta de incorporación de tecnología e innovación, y la pequeña escala de producción. (Mulder y Pellandra, p.7, 2017)

De acuerdo con la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) la pyme enfrenta mayores obstáculos para crecer, el acceso al financiamiento encabeza la lista (16.5%), seguido del acceso a electricidad (14%) y la competencia de la informalidad (12%), "otras limitaciones son las tasas impositivas, la inestabilidad política, la corrupción y los disturbios, entre otros" (Pavón, 2016).

1.4.1 El problema de financiamiento en la pyme

Una de las principales limitaciones para el desarrollo de pymes es el limitado acceso a fuentes de financiamiento que incluye escasez de capital (fuentes internas) e inaccesibilidad al crédito (fuentes externas) (Huong, Makoto, Donghun y Tae Yong, 2017).

De acuerdo con ENAPROCE, en 2014, más del 89% de las empresas no contaron con alguna forma de financiamiento; del total de empresas en México solo el 11% de las empresas tuvieron acceso a alguna alternativa de financiamiento; la principal fuente es el sector financiero formal² (67.13%), seguido de crédito de proveedores (30.27%), recursos propios (23.23%), tarjetas de crédito (12.93%) y prestamistas particulares (7.23%).

Recurrir al sistema formal como fuente de financiamiento es la principal opción de la pyme en México, sin embargo, apenas una de cada cuatro pequeñas empresas tenía financiamiento bancario y sólo una de cada tres medianas; esto se debe a que existen factores que dificultan el acceso al crédito desde la perspectiva bancaria como: alta mortalidad inherente de las pyme, insuficiente información confiables sobre las empresas, altos costos de transacción, información asimétrica y selección adversa, dependencia de esquemas crediticios basados en garantías, estructuras de mercado poco competitivas e información opaca al consumidor, pérdida de relaciones bancos-empresas, elevado costo del crédito pyme que contrae su demanda, entre otros (Lecuona, 2009).

Enterprise Surveys, menciona que en 2010 las empresas latinoamericanas dependían de recursos internos para financiar la mayor parte de su actividad; el 63,2% de la inversión y el 65,9% del capital de trabajo, “México se ubicaba muy cerca del promedio

² Está integrado por las instituciones y organismos bajo la rectoría de la SHCP y en su caso por la supervisión independiente del Banco de México (BANXICO), incluye SOFOMES, SOFIPOS, Caja de Ahorro Popular, Casas de empeño, prestamistas privados y crédito de proveedores excluyendo mercancías en consignación (Cuestionario ENAPROCE, 2015).

latinoamericano con coeficientes de financiamiento interno de 64.1% para la inversión y de 67,9% para el capital de trabajo” (Leucona, 2014), en relación al financiamiento para inversión para las medianas empresas es más atractivo recurrir al financiamiento interno (75.4%) que las pequeñas (62.5%), situación inversa respecto al financiamiento para capital de trabajo.

En México, tanto pequeñas como medianas, dependían fundamentalmente del crédito de proveedores para financiar su capital de trabajo, 18,5 y 23,5% respectivamente. Los bancos aportaban proporciones sustancialmente inferiores; 10% para las pequeñas y 12,9% para las medianas. Aunque las empresas medianas se veían más favorecidas tanto por bancos como por el financiamiento de proveedores, las diferencias no eran demasiado grandes. (Leucona, p. 10, 2014)

De acuerdo con el Banco de México (Banxico), la pyme recibió financiamiento por parte de proveedores en 72.9%, en lo que se refiere al crédito de la banca comercial solo fue de 26.0% y mencionan que los requerimientos de colateral, otros requisitos solicitados por la banca, las condiciones más costosas de comisiones y otros gastos asociados al crédito bancario y las tasas de interés son menos favorables para ellos con respecto al periodo anterior (2017).

Las limitantes señaladas por las empresas, en orden de importancia, fueron: la situación económica general (44.3%), las tasas de interés del mercado de crédito (44.3%), las condiciones de acceso al crédito bancario (38.9%), el acceso a apoyo público (37.8%), las ventas y rentabilidad de la empresa (35.8%), la disposición de los bancos a otorgar crédito (35.2%), los montos exigidos como colateral (35.1%), la capitalización de la empresa (32.1%), las dificultades para pagar el servicio de la deuda vigente (25.5%) y la historia crediticia de la empresa (21.2%) (Banxico, 2017).

1.5 Teorías sobre financiamiento pyme

Existen diversas teorías sobre financiamiento, para fines de esta investigación se recurre a la teoría de la jerarquía o el pecking order, teoría de la agencia, teoría del ciclo de vida y teoría de racionamiento de crédito.

La teoría de la jerarquía o pecking order, clasifica las fuentes de financiamiento en internas y externas. Las fuentes internas son aquellas donde la gerencia tiene control pleno, directo y no necesita consultar a nadie para determinar la disposición de fondos, los cuales se adquieren por liquidación de activos, reservas liquidas y fondos acumulados de operaciones de períodos previos; mientras que las externas son aquellas fuentes que se encuentran fuera de la empresa y la disponibilidad de fondos implica el consentimiento de una entidad independiente siempre y cuando existan los términos aceptables por ambas partes, estas fuentes son emisión de deuda, acciones preferentes directas, acciones preferentes convertibles y acciones ordinarias (Donaldson, 1961). Esta teoría recomienda recurrir a fuentes internas como medio de financiamiento y en caso de utilizar financiamiento externo que sea por lo menos una vez a largo plazo, considerando los costos y beneficios de cada uno.

La teoría de la agencia analiza los costos de agencia generados por los arreglos contractuales entre propietarios y agentes, al existir información diversa con base a los intereses de las partes. En relación con el financiamiento, los propietarios son los tenedores de capital y el agente los empresarios, cada uno con intereses distintos, los primeros buscan la devolución del préstamo más interés mientras que los segundos se interesan en maximizar su riqueza. Sin embargo, al existir conflicto de intereses entre el prestamista y el prestatario el costo de financiamiento externo es mayor que otras opciones de financiamiento interno (Jensen y Meckling, 1976).

La teoría de racionamiento de crédito, propuesta por Stiglitz y Weiss (1981), expone que un equilibrio de mercado de préstamos se caracteriza por el racionamiento de crédito.

El tipo de interés propuesto por la banca puede afectar el riesgo del conjunto de préstamos ya sea clasificando a los prestatarios potenciales (el efecto de selección adversa) o afectando las acciones de los prestatarios (el efecto de incentivo). Ambos efectos derivan directamente de la información imperfecta residual que está presente en los mercados de préstamos después de que los bancos hayan evaluado las solicitudes de préstamo. (Stiglitz y Weiss, 1981, p. 393)

Con base en esta teoría se expone la relación banco-prestatario con base en tasas de interés y valor de retorno de proyecto, de este modo, se consideran como fuentes de financiamiento a los préstamos bancarios siempre y cuando el prestatario pueda devolver el préstamo superando la tasa segura de interés.

La teoría del ciclo de vida, propuesta por Westhon y Brigham (1977) menciona que las empresas pasan por cuatro etapas en su ciclo de vida y cada una cuenta con patrones de financiamiento. La primera etapa es formación de la empresa, donde el financiamiento se da a través de ahorro personal, crédito comercial, agencias gubernamentales; la etapa de crecimiento rápido recurre a financiamiento interno, crédito bancario, capital de riesgo y crédito comercial como fuentes de apoyo; la tercera fase es crecimiento hacia la madurez, donde la principal fuente de financiamiento es el mercado de capitales; finalmente el ciclo de vida empresarial culmina con la madurez y declive de la industria, en esta etapa el financiamiento se realiza por medio de financiación interna, recompra de acciones, diversificación y fusiones. Existen trabajos donde se evidencia el rol de esta teoría en las fuentes de financiamiento a través de mercados alternativos, tales como Palacín y Jara, 2012 y Palacín y Pérez, 2016; los cuales coinciden con las etapas de ciclo de vida y las fuentes de financiamiento.

Capítulo II. Fuentes de financiamiento para la pyme en México

Como se ha mencionado la pyme en México representa más del 99% de los negocios existentes en el país, por tal motivo son consideradas motor dentro de la economía nacional. Sin embargo, “la baja participación de las empresas de menor tamaño en el crédito al sector privado es un problema que aqueja a todas las economías modernas desde hace muchos años” (Ferraro y Goldstein, 2011).

De acuerdo con The World Bank en Enterprise Surveys³ (2010) el 26.9% de las pequeñas empresas y 38.7% de las medianas empresas identifican el acceso al financiamiento como una limitante. Aunque el acceso a financiamiento es considerado el principal obstáculo de las empresas, la misma encuesta menciona que del total de empresas las pequeñas y medianas empresas el 15.2% y 17.9% respectivamente utilizan bancos como fuente de financiamiento, el cual está por debajo del promedio latinoamericano que se ubica en 35.1% y 38%.

2.1 Evolución del financiamiento en México

La banca comercial en México, así como la banca de desarrollo ha sufrido una serie de cambios significativos a partir de la década de los noventas.

A partir de mil novecientos noventa el gobierno de México realizó profundas transformaciones en la organización económica nacional en el marco de una estrategia de abandono del proteccionismo y del papel económico tradicional del estado. En contraste, buscó que la economía operara bajo una lógica de mercado, con énfasis en el sector externo. (...) Como parte de ello, se implementó una desregulación y liberalización de las operaciones del sistema financiero local y se privatizó la banca que estaba en manos del estado desde la crisis de 1982. (Garrido, 2011, p.11)

³ De acuerdo con Enterprise Surveys la pequeña empresa cuenta con 5-19 trabajadores; la mediana empresa de 20-99; y la grande empresa más de 100.

Debido a la crisis económica, en 1995, el sector bancario se deterioró y colapsó debido a la contracción económica por la que atravesaba el país, a partir de ese año se da una significativa retracción del crédito cuyo saldo al 2000 representaba menos de a mitad del existente en 1995, lo cual fue de 30.6% (Pineda, 2009).

Estos problemas en la banca presionaron al gobierno a promover una ley que permitiera la entrada de capital extranjero dentro del sector financiero lo cual les permitía tener el 100% de la propiedad de bancos nacionales (Garrido, 2011).

La entrada de la banca foránea a México ya sin restricciones reglamentarias, se inició con una primera operación que se concretó en agosto de 2000 cuando BBV adquirió en definitiva Bancomer. Al año siguiente, Citibank hizo lo propio con Banamex y en noviembre de 2002 HSBC consiguió el control accionario de Bital. Serfin había sido ya comprado por Banco Santander y lo propio ocurrió con Inverlat a cargo de Bank of Nova Scotia. (Turrent, 2008, p. 34)

Por otro lado, debido a las fallas existentes en el sistema financiero, gobiernos de países desarrollado y en desarrollo adoptaron la propiedad de instituciones financieras, con el fin de incrementar la movilización de recursos a través de créditos hacia sectores prioritarios, que puedan estar al alcance de la mayoría de la población (Huidobro, 2012).

Este intervencionismo estatal buscó incrementar el otorgamiento de crédito asumiendo un papel más activo dentro del sistema financiero mexicano. Sin embargo, la banca de desarrollo presenta algunos rezagos debido a la exigüidad de los recursos fiscales, a pesar de buscar fondeo a través de mercados financieros locales y externos (Pineda, 2009).

En México, la banca de desarrollo forma parte del sistema financiero mexicano, desde sus orígenes se creó con la finalidad de proveer servicios financieros en sectores prioritarios para el desarrollo económico del país. Actualmente, de acuerdo con información de Secretaría de Hacienda y Crédito Público en el marco del Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo (PRONAFIDE), la banca de desarrollo es una herramienta política que promueve el desarrollo, resuelve problemas de acceso a

servicios financieros y mejora los mismos; del mismo modo se menciona que su principal población objetivos son “PYMES, pequeños y medianos productores rurales, vivienda para la población de bajos recursos, proyectos de infraestructura y municipios” (s.f).

2.2 Fuentes de financiamiento para pyme

“Al decidir la fuente de financiamiento, se debe elegir entre capital propio – interno o externo – y deuda, que puede provenir de diversas fuentes” (Briozzo y Vigier, 2006).

Es importante distinguir entre fuentes de financiamiento interno o externo. El financiamiento interno surge de las operaciones de la empresa, mientras que el financiamiento externo se da mediante la obtención de fondos de inversionistas externos (Bodie y Merton, 2003).

2.2.1 Fuentes internas de financiamiento

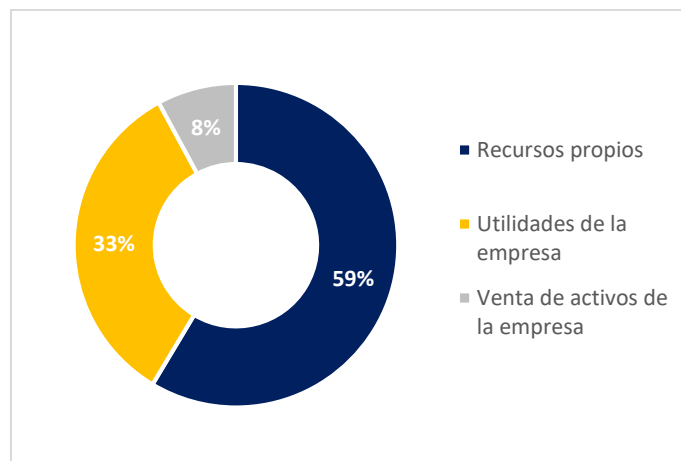
Como lo mencionan Bodie y Merton, las fuentes internas se pueden dar a través de utilidades retenidas, salarios devengados o cuentas por pagar (2003). De acuerdo con The World Bank en Enterprise Surveys en 2010, 62.5% de las pequeñas empresas y 75.4% de las medianas empresas en México, se financian mediante fuentes internas, cifra muy por encima de las medianas empresas latinoamericanas (61.1%) y solo poco más de un punto porcentual sobre las pequeñas empresas latinas (63.7%).

En México, Inegi a través de la Encuesta Nacional de Financiamiento de las Empresas (ENAFIN) se encarga de presentar información sobre las fuentes y el uso de financiamiento. Respecto a fuentes internas reportadas por ENAFIN, en 2014 se menciona que las utilidades de la empresa, recursos propios y venta de activos de la empresa, son las fuentes a las que recurren las pequeñas y medianas empresas. La pyme mexicana reporta que la mayor fuente de financiamiento son los recursos propios,

los cuales representan 58.6% de los tres tipos de fuente. Como se observa en la Figura 3, en México la fuente interna de menor incidencia es la venta de activos de la empresa.

Figura 3

Financiamiento interno pyme en México



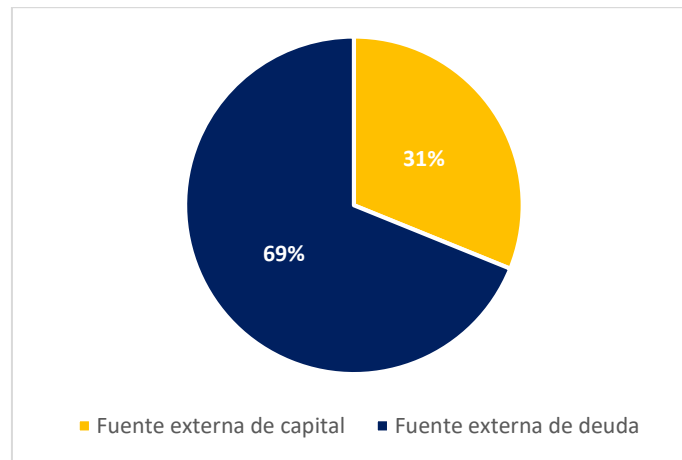
Fuente: Elaboración propia con base en datos Inegi a través de ENAFIN, 2015.

2.2.2 Fuentes externas de financiamiento

Debido que las fuentes internas en muchas ocasiones no son suficientes, se recurre a fuentes externas de financiamiento. Este tipo de financiamiento puede clasificarse en fuentes externas de capital propio o fuentes externas de deuda. Respecto a las fuentes externas de capital se menciona el aporte de los propietarios e incorporación de nuevos socios a la empresa; mientras que las fuentes externas de deuda se relacionan con instituciones financieras, tales como banca comercial e instituciones no financieras y estado, como crédito comercial, e individuos por ejemplo préstamos de familiares o amigos (Briozzo y Vigier, 2006). En ese sentido la Figura 4 muestra la dependencia de las pequeñas y medianas empresas a fuentes de deuda, como el crédito comercial, prestamistas particulares, entre otros.

Figura 4

Financiamiento externo pyme en México



Fuente: Elaboración propia con base en Inegi a través de datos ENAFIN, 2015.

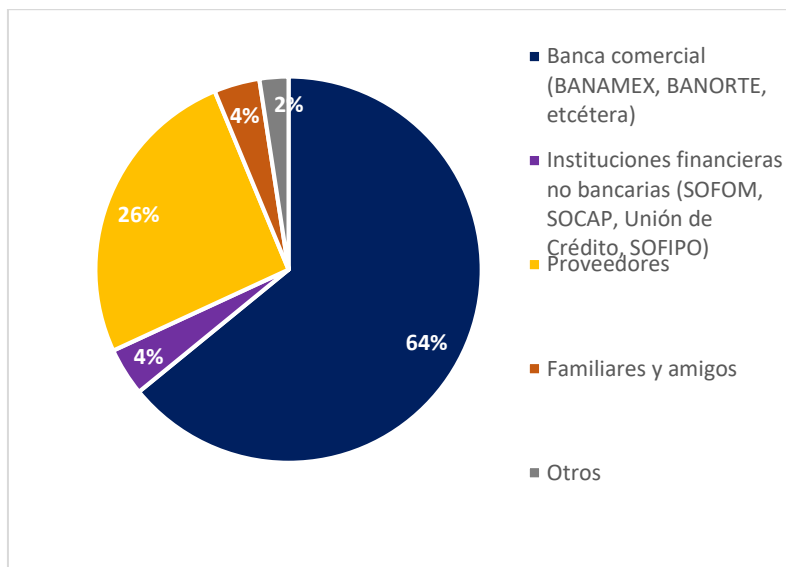
En relación con el financiamiento externo a través de la banca, Enterprise Surveys menciona que 15.2% de las pequeñas empresas utilizan bancos para financiar inversiones y 18.9% para financiar capital de trabajo; en cambio 17.9% de las medianas empresas usan bancos para financiar inversiones y 41.6% para financiar capital de trabajo.

En México, las fuentes de deuda reportadas de forma oficial a través de ENAFIN (2015) menciona que la banca comercial es la fuente de deuda más común entre el sector pyme, ya que representa 64% del financiamiento externo total, seguido de financiamiento a través de proveedores (26%). En el otro extremo la menor fuente externa es la catalogada como *otros*, donde se incluye la banca de desarrollo (NAFIN, BANSEFI, etcétera); los programas de Gobierno Federal o Estatal (INADEM, FONAES, etcétera) y otras fuentes, como se muestra en la Figura 5.

Las fuentes externas de deuda pueden provenir del sector privado y sector gubernamental como se mencionó anteriormente, la pyme en México recurre en menor medida a financiamiento a través de financiamiento gubernamental.

Figura 5

Fuentes de financiamiento externo de deuda pyme en México (moneda nacional)



Fuente: Elaboración propia con base en datos ENAFIN, 2015.

A pesar de la poca importancia del financiamiento gubernamental, el estado ha buscado aumentar el acceso de crédito aumentando su participación a través de programas de crédito para promover y apoyar al sector pyme, sin embargo, de acuerdo con ENAPROCE (2015) alrededor de 11% de las empresas encuestadas mencionaron tener conocimiento sobre este tipo de programas de programas de gobierno. Por otra parte, solo 2.48% de las empresas solicitaron apoyo de un programa de gobierno federal, de los cuales 1.73% recibieron el mismo.

2.2.2.1 Financiamiento externo del sector gubernamental

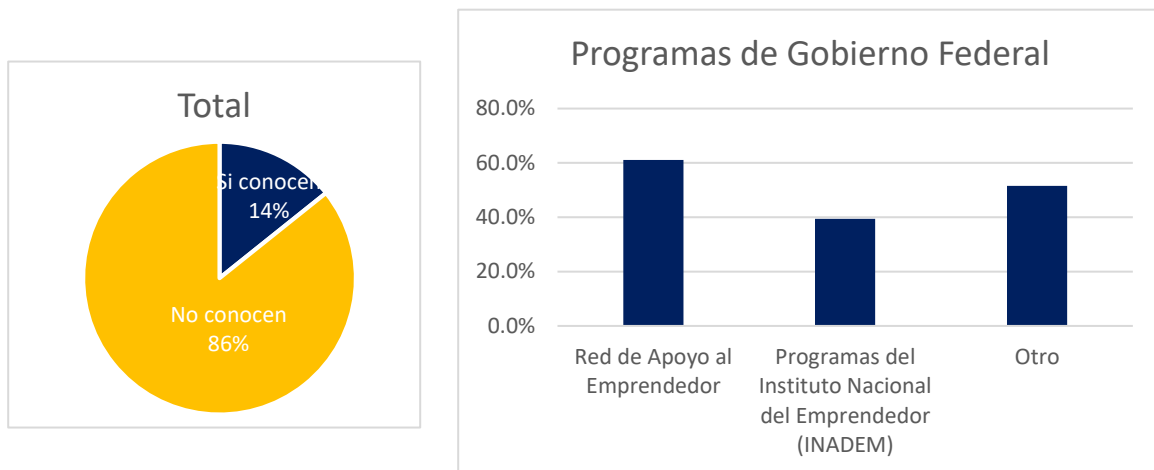
En materia de financiamiento, el gobierno llevó adelante medidas en dos ámbitos. Uno consistió en cambiar la estructura de la oferta de servicios financieros, mediante la autorización de nuevos bancos especializados, junto al impulso a intermediarios financieros no bancarios; el segundo tuvo como base la decisión de incluir el apoyo a las pymes en el primer nivel de la agenda política (Garrido, 2011).

El financiamiento a través de la banca de desarrollo busca “detonar el crecimiento, principalmente de las pequeñas y medianas empresas” (Presidencia de la República, 2018), por tal motivo se ha buscado flexibilizar aspectos regulatorios y financieros que permitan fomentar la expansión de crédito.

De acuerdo con Inegi (2015) a través de ENAPROCE del total de mipyme solo 14.3% de las empresas mencionan tener conocimiento de algún programa de gobierno federal. Como se muestra en la Figura 6, ENAPROCE reporta los dos principales programas de gobierno federal, el de mayor impacto es la Red de Apoyo al Emprendedor (61.1%), seguido por el INADEM (39.4%).

Figura 6

Financiamiento externo de deuda pyme en México



Fuente: Elaboración propia con base en datos Inegi a través de ENAPROCE, 2015.

En el mismo sentido más del 50% se cataloga como “Otro” donde pueden incluirse diversos programas los cuales se derivan desde la Secretaría de Economía, de la cual se creó la Subsecretaría de Pymes, acompañada de la creación del Fondo PYME, instrumento que busca promover el desarrollo de empresas de menor tamaño mediante el otorgamiento de apoyos a programas de subsidio. Del mismo modo se derivan programas de los bancos de desarrollo Nacional Financiera (NAFIN) y Banco de Comercio Exterior (Bancomext).

2.2.2.1.1 Secretaría de Economía (SE)

Esta dependencia gubernamental cuenta con diversos programas para las pequeñas y medianas empresas que son aplicables a través de la Subsecretaría para la Pequeña y Mediana Empresa, el apoyo del Fondo PyME y el Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (CONACYT). Los programas principales para este tipo de empresas, de acuerdo con la página oficial de la Secretaría de Economía (2018), se presentan en la Tabla 4.

Tabla 4

Programas de financiamiento por parte de Secretaría de Economía (parte 1)

Programa	Descripción
Asesoría Financiera PyMe	Programa que desarrolla un esquema de asesoría financiera como herramienta de apoyo para que las MiPyMEs sujetas a crédito accedan al financiamiento más adecuado
Centros México Emprende	Otorga servicios y/o apoyos a para emprendedores y empresas. Se incluyen servicios como asesoría básica de apoyos y programas existentes y vinculación, consultoría y formación empresarial, entre otros.
Fideicomiso México Emprende (Sistema Nacional de Garantías)	En la búsqueda de incidir en el otorgamiento de crédito por parte de la banca a micro, pequeñas y medianas empresas, se realiza la aportación de recursos para cubrir el riesgo crediticio y a su vez que las empresas cuenten con respaldo tangible como garantía.
Fondo de Innovación Tecnológica	Fideicomiso público creado por la Subsecretaría para la Pequeña y Mediana Empresa (SPYME) y CONACYT para apoyar a MIPyMEs o persona física con actividad empresarial que cuenten con proyectos que generen innovación, desarrollo tecnológico, generación de empleos y ventajas competitivas.

Tabla 4*Programas de financiamiento por parte de Secretaría de Economía (parte 2)*

Programa	Descripción
Mercado de Deuda para Empresas	Busca financiar la institucionalización e instalación de gobierno corporativo en empresas para convertirse en candidato de emisión de deuda en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). Este programa se dirige a pymes que facturan anualmente entre 50 y 250 millones de pesos, se encuentran en etapas de expansión o consolidación y cuyo objetivo sea el fortalecimiento institucional.
Parques Industriales	Promueve el desarrollo de parques industriales a partir de la instalación de pymes en estos espacios para el reordenamiento de asentamientos industriales irregulares.
Parques tecnológicos	Alberga pymes desarrolladoras de tecnologías en parques tecnológicos favoreciendo la integración a clusters especializados, promoviendo la creación, innovación y mejora tecnológica, creando nuevas oportunidades de negocios basado en conocimiento tecnológico, así como generación de alianzas estratégicas.
Programa de Apoyo a MIPyMEs Siniestradas por Desastres Naturales	Se destinan recursos del Fondo PYME para la recuperación de micro, pequeñas y medianas empresas que son afectadas por desastres naturales y que se localizan en zona de emergencia declarada, con el fin de impulsar la recuperación económica de la zona.
Programa de capacitación y consultoría	Permite a las MIPyMEs ser más rentables y productivas mediante aplicación de servicios especializados con el fin de fortalecer áreas sustantivas de la empresa.
Programa de Desarrollo de Intermediarios Financieros Especializados	Busca que las MIPyMEs y emprendedores tengan acceso a mejores productos financieros adecuados para cada uno. Se realiza a través de consultorías, asistencia técnica, adquisición de sistemas y capacitación para cumplir con los requisitos para tener acceso a fuentes de fondeo que multiplique el financiamiento.

Fuente: Elaboración propia con base en información emitida por la Secretaría de Economía.

2.2.2.1.2 Fondo PYME

Este fideicomiso cuenta con una serie de programas que se aplican en coordinación con la Secretaría de Economía, a pesar de ello cuenta con dos programas distintos a los mencionados. De acuerdo con información oficial dentro del Fondo Pyme (2018) también se integra el programa:

- *Moderniza*; programa que brinda consultoría especializada para empresas turísticas que buscan obtener el Distintivo “M” otorgado por SECTUR.
- *PYME-JICA*; ofrece servicios de consultoría con especialistas en pymes con el fin de aplicar herramientas japonesas para la implementación de mejoras inmediatas a bajos costos.

2.2.2.1.3 Nacional Financiera

“NAFIN contribuye al desarrollo económico del país al facilitar el acceso al financiamiento, otros productos y servicios financieros a las MIPYMES, a los emprendedores y a los proyectos de inversión prioritarios” (Presidencia de la República, 2018, p.443).

Para la micro, pequeña y mediana empresa, esta institución gubernamental cuenta con programas de esquema de crédito tradicional, algunos de ellos con el apoyo de la banca comercial para una mayor variedad de fuentes de financiamiento. Esta institución busca mejorar las condiciones de acceso al crédito para un mayor número de empresas.

En la Tabla 5 se describen los programas derivados de esta institución, se aborda el monto, la tasa de interés, el plazo y en caso de ser necesario la solicitud de algún tipo de garantía. De acuerdo con el Informe Anual 2017 de Nafin, los programas antes mencionados son programas sectoriales que atiende a mipyme que cuentan con limitado acceso de financiamiento.

Tabla 5*Programas de financiamiento por parte de Nacional Financiera (parte 1)*

Programa	Monto	Tasa	Plazo	Garantía
Mujeres Empresarias	Crédito hasta por 5 millones de pesos Hasta 300 mil pesos para mujeres inscritas en RIF	14.5% anual	Hasta 36 meses para capital de trabajo y 60 meses para inversión en activos fijos	Sin garantía hipotecaria, para montos de hasta 2.5 millones de pesos.
Crecer Juntos	Máximo 300 mil pesos	Hasta 30% anual fija	3 años para capital de trabajo 5 años para equipamiento	Contar con aval u obligado solidario
Crédito Regresa y Emprende	Desde 50 mil hasta 150 mil pesos	14.5% anual fija con 12 meses de gracia	Hasta 48 meses	Contar con certificado de Programa de Incubación en Línea (PIL) del Instituto Nacional de Emprendedores (INADEM)
Impulso Económico a Sectores Estratégicos	5 millones de pesos	14.5% fija	3 años para capital de trabajo 5 años para activos fijos	Sin garantía hipotecaria, para montos de hasta 2.5 millones pesos.

Tabla 5*Programas de financiamiento por parte de Nacional Financiera (parte 2)*

Programa	Monto	Tasa	Plazo	Garantía
Impulso a la Productividad en los Estados del Suroeste	5 millones de pesos	13% fija	3 años para capital de trabajo 5 años para activos fijos	Sin garantía hipotecaria, para montos de hasta 2.5 millones de pesos.
Micro y Pequeña Empresa Transportista	15 millones de pesos	ND	7 años: unidades nuevas 5 años: unidades seminuevas	Enganche 10% unidades nuevas y 15% unidades seminuevas
Ven a Comer	Máximo 15 millones de pesos	Hasta 14.5% anual fija	3 años para capital de trabajo 5 años para activos fijos 7 años para ampliación o remodelación	Dependiendo de la modalidad
Estímulo al Buen Contribuyente	5 millones de pesos	Hasta TIIE+9 anual	5 años	Sin garantía en créditos menores a 2.5 millones de pesos, pero requiere aval u obligado solidario
Textil, Vestido y Moda	Hasta 5 millones de pesos	TIIE+8 (o su equivalente en tasa fija)	Hasta 60 meses	Sin garantía hipotecaria (hasta 2.5 millones de pesos)

Tabla 5*Programas de financiamiento por parte de Nacional Financiera (parte 3)*

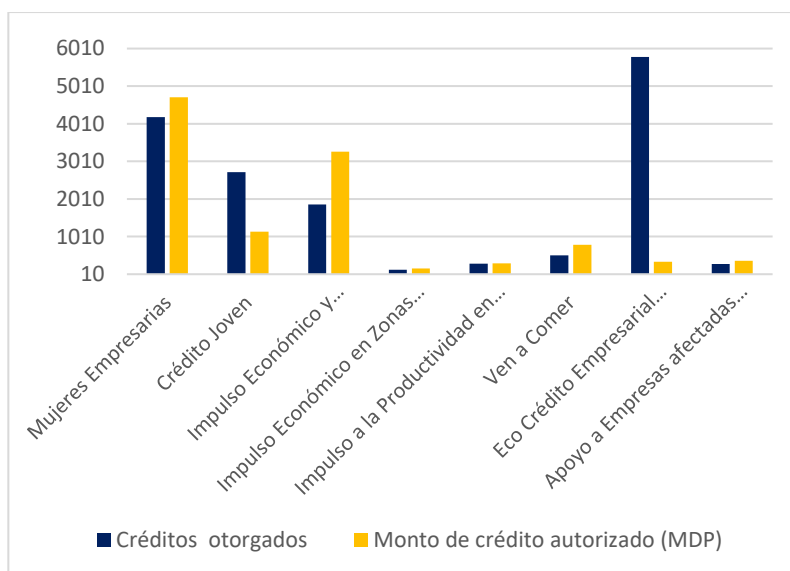
Programa	Monto	Tasa	Plazo	Garantía
Eco Crédito Empresarial Masivo	2 millones de pesos	Máxima 20% anual fija	Hasta 7 años	ND
Eco Crédito Individual	Hasta 15 millones de pesos	Fija 14.5% anual	8 años	ND
Radiodifusoras	Hasta 15 millones de pesos por acreditado. Hasta el 80% del monto de la contraprestación por refrendo de título de concesión.	TIIE + 7.5 o su equivalente en tasa fija.	Hasta 7 años, excepcionalmente, hasta 10 años en créditos con garantía hipotecaria.	Dependiendo el caso, ya sea aval u obligado solidario, garantía predataria o garantía hipotecaria y/o cesión de derechos sobre títulos de concesión
Apoyo a Empresas Afectadas por los Sismos 2017	Créditos nuevos: 2 millones de pesos Restituciones de crédito (liquidez): 3 millones de pesos	Crédito nuevo, capital de trabajo 11%; maquinaria y equipo 11.5%; adquisición 12% Restituciones: 11.5%	Crédito nuevo, capital de trabajo 3 años; maquinaria y equipo 5 años; adquisición 10 años Restituciones: 6 años	Crédito nuevo, capital de trabajo y maquinaria y equipo sin garantías reales; adquisición garantía opcional Restituciones: sin garantías reales

Fuente: Elaboración propia con base en información de Financiamiento de NAFIN (2018).

Existen cuatro programas que concentran la mayor cantidad de créditos otorgados por el organismo, el principal programa es Eco Crédito Empresarial (masivo e individualizado) que concentra 36.7% de los créditos totales, seguido de Mujeres Empresarias (26.5%), Crédito Joven (17.3%) e Impulso Económico y Fomento al Empleo (11.8%). Por otro lado, los tres últimos programas mencionados captan más de 82% del monto establecido autorizado por programa. Estas cifras muestran que NAFIN otorga 11,083 millones de pesos repartidos en 15,777 créditos, distribución que se muestra en la Figura 7.

Figura 7

Programas sectoriales NAFIN



Fuente: Elaboración propia con base en Informe Anual 2017, NAFIN.

De acuerdo con el 6to Informe de Gobierno (2018) en 2017, poco más de 74% de las microempresas del sector industrial fueron beneficiadas, seguida por las pequeñas empresas con 24.1% de los beneficios otorgados y las medianas empresas captaron 1.2% a través de los diversos programas descritos en la Tabla 5.

Sin embargo, aunque es la microempresa quien mayores beneficios recibe para el mismo periodo esto representó 12.74% de los flujos anuales de NAFIN; es la pequeña empresa el mayor sector receptor de flujo anual de efectivo de la institución (44.27%), seguido por la mediana empresa la cual capta 17.35%.

Tabla 6

Beneficios otorgados por NAFIN en el sector industrial por tamaño de empresa

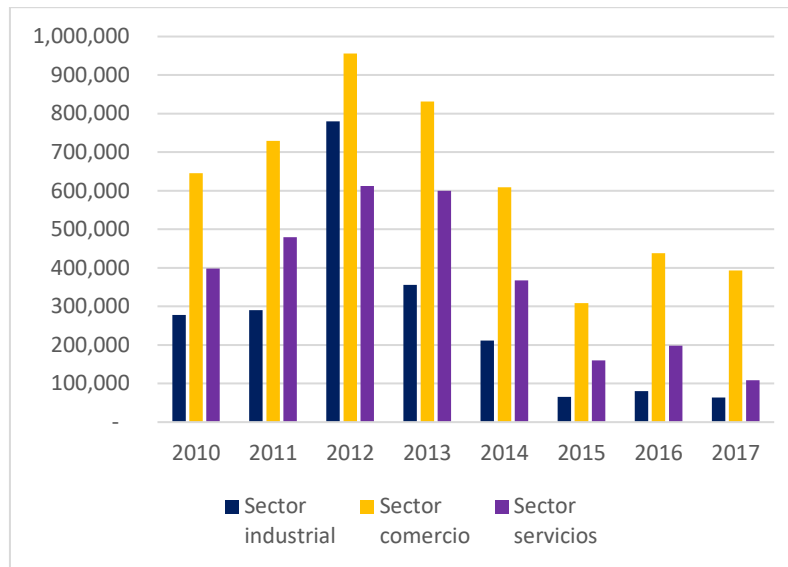
	Sector industrial				
	<i>Total</i>	<i>Micro</i>	<i>Pequeña</i>	<i>Mediana</i>	<i>Grande</i>
2010	277,895	263,267	13,712	687	229
2011	290,536	275,859	13,679	707	291
2012	779,867	765,146	13,566	825	330
2013	356,214	340,917	14,182	777	338
2014	211,415	195,595	14,673	817	330
2015	65,822	49,471	15,148	846	357
2016	80,103	63,917	14,980	777	429
2017	63,757	47,213	15,375	766	403

Fuente: Presidencia de la República. Anexo estadístico 6to Informe de Gobierno, 2018.

Ahora bien, a pesar del apoyo a más de 248,770 micro, pequeñas y medianas empresas (Presidencia de la República, 2018) este beneficio se ha focalizado en el sector comercio, el cual abarca 50.95% de los beneficios otorgados y concentra 38.4% del flujo anual de crédito otorgado por dicha institución en 2017 de un total de 546,534 millones de pesos, lo cual se muestra en la Figura 8.

Figura 8

Beneficios otorgados por NAFIN por sector



Fuente: Elaboración propia con base en Presidencia de la República. Anexo Estadístico 6to Informe de Gobierno.

2.2.2.2 Financiamiento externo del sector privado

Las fuentes de financiamiento privadas proveen de mayor opción a la pyme, la diversidad de productos de financiamiento facilita el acceso a alguna fuente de financiamiento. Las herramientas financieras más populares para pyme en México son:

- *Business ángel*; “es un inversor privado que invierte parte de su capital en proyectos empresariales (...)” (Martínez y García, p. 38, 2010). Este tipo de inversores cuentan con gran conocimiento del sector que impulsan, ya que este tipo de inversión se caracteriza por aportación de capital, valor añadido en la gestión a través de su conocimiento y contactos en las primeras etapas de vida de una empresa (Martínez y García, 2010; Verona, García y Déniz, 2013).
- *Capital riesgo*; “actividad financiera especializada y sistematizada que canaliza capitales hacia pequeñas y medianas empresas” (Verona, García y Déniz, p. 181,

2013). Este tipo de financiamiento es a largo plazo, toma participaciones minoritarias de la compañía de modo temporal.

- *Crowdfunding*; es un mecanismo a través del cual se obtiene financiamiento mediante préstamos y donaciones, el cual utiliza herramientas tecnológicas y la aplicación de economía colaborativa y compartida (Crowdfunding México, S.C., 2017).
- *Mercado de deuda*; en este mercado se negocian títulos valores a corto y mediano plazo (Portal PYME, 2018).
- *Mercado alternativo*; “mercados de valores dedicados a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida diseñada específicamente para ellas, y unos costes y procesos adaptados a sus peculiaridades” (Palacín, Pérez, de la Torre y Jiménez, p.18, 2010).

2.2.2.2.1 Financiamiento externo de la banca comercial

Actualmente la banca comercial ofrece distintos productos financieros especiales para micro, pequeña y mediana empresa. En la Tabla 7 se muestran las características de los diferentes tipos de crédito para la pyme por las principales instituciones de crédito en México. Dichas instituciones ofertan diferentes tipos de crédito dirigidos a personas físicas con actividad empresarial o personas morales; en muchos casos la tasa de interés se determina dependiendo el monto del crédito y la moneda de uso del mismo, sin embargo, aquellos créditos en moneda nacional se ofertan a través de TIIE más punto porcentual y los créditos ofertados en dólares se ofertan mediante tasa Libor más punto porcentual. Respecto al plazo también existe variabilidad, siendo el menor plazo 12 meses y el mayor 10 años; y el monto también es variable, siendo el mayor 4 millones de UDIS (Tabla 7). Existen créditos que impulsan actividades de comercio exterior, mientras que existen otros destinos como capital de trabajo, equipamiento o compra de activos, financiamiento para crecimiento y gastos operativos que se cubran a corto plazo.

Existen diversos requisitos de acuerdo con la institución crediticia a la cual se solicite el financiamiento, en la Tabla 7 se menciona a detalle los requisitos necesarios, aunque existen elementos que destacan sin importar la institución de crédito como la solicitud de un obligado solidario, estar inscrito hacia la autoridad hacendaria (Registro Federal de Contribuyentes) y que el negocio se encuentre en operación, en caso de Banamex y Bancomer se solicitan 4 años de operación. Uno de los requisitos poco común pero que busca comprobar la operación del negocio es cierto margen de ventas anuales, en el caso de Scotiabank solicita de \$2,000,000 a \$60,000,000 de pesos, mientras que Multiva solicita ventas anuales mayores a \$10,000,000.

Tabla 7

Tipo de crédito que otorga la banca comercial en México (parte 1)

Institución financiera o crediticia	Nombre del crédito	Tasa de interés	Plazo	Monto del crédito	Requisitos para la obtención del crédito	Destino del crédito
BANAMEX	Créditos de negocios Banamex	Tasa de interés y pagos mensuales fijos.	De 12 hasta 60 meses	Hasta 15 millones de pesos (Crédito amortizable) Hasta 6 millones de pesos (Crédito revolvente)	- Llenar la Solicitud Contrato correspondiente. - Identificación oficial, tuya y de tus obligados solidarios (si aplica). - Alta en la SHCP o Constancia de Situación Fiscal (con menos de 6 meses de expedición). - Comprobante de domicilio personal y fiscal. - 4 años de operación.	Financiamiento para que su negocio siga creciendo.
	Crédito PYME sustentable	Tasa de interés y pagos mensuales fijos.	Desde 12 y hasta 60 meses para Capital de Trabajo y hasta 48 meses para adquirir Activos Fijos.	Desde \$ 50,000 y hasta \$ 15'000,000	- FM2 para extranjeros. - Requiere obligado solidario para personas Físicas con Actividad Empresarial a partir de \$1,000,000.00 - Requiere Obligado Solidario para Persona Moral.	Activos para negocio y equipo. Capital de trabajo
BBVA BANCOMER	Crédito simple Pyme	MXN Desde TIIIE +5.5% hasta TIIIE +24% USD Desde Libor +5% hasta Libor 10%	Para capital de trabajo 12, 24 o 36 meses. Para equipamiento o compra de activo fijo 12, 24, 36, 48 o 60 meses.	De 50 mil hasta 15 millones de pesos o su equivalente en USD para clientes exportadores o importadores.	- 4 años operando el negocio o 2 siendo cliente Bancomer *En caso de ser persona moral presentar acta constitutiva y poder notarial del apoderado. - Comprobar ingresos. - En créditos hasta de 2 millones, presentar original y copia de los últimos 12 estados de cuenta de cualquier institución financiera. - En créditos superiores a 2 millones, presentar estados financieros de los dos últimos ejercicios fiscales completos un parcial con antigüedad no mayor a 3 meses.	Capital de trabajo y equipamiento o compra de activo

Tabla 7

Tipo de crédito que otorga la banca comercial en México (parte 2)

Institución financiera o crediticia	Nombre del crédito	Tasa de interés	Plazo	Monto del crédito	Requisitos para la obtención del crédito	Destino del crédito
SANTANDER	Crédito Ágil	Tasas atractivas dependiendo del monto del crédito.	12 meses con opción a renovación automática	Hasta 15 millones de pesos	Persona Moral - Representante (s) legal (es) y/o Principal Accionista. - Identificación oficial vigente con fotografía y firma. <i>De la Empresa:</i> - Solicitud de Crédito	Capital de trabajo
	Crédito Simple	Tasas atractivas dependiendo del monto del crédito.	Hasta 36 meses para capital de trabajo Hasta 60 meses para activo fijo	Hasta 25 millones de pesos	- Acta Constitutiva de la Sociedad y Estatutos Sociales vigentes. - Poderes de los representantes legales (apoderados) - Comprobantes de ingresos (Estados de cuenta o declaración fiscal o estados financieros, etc) - Cédula de Identificación Fiscal (RFC) y Alta ante el SAT.	Capital de trabajo y activo fijo
	Crédito en línea	Tasas atractivas dependiendo del monto del crédito.	18 meses	Hasta 18 millones de pesos	- Cédula de Identificación Fiscal (RFC) y Alta ante el SAT.	Capital de trabajo
	Crédito comercio exterior	Tasas atractivas dependiendo del monto del crédito.	18 meses de vigencia del crédito	Hasta 8 millones de pesos o su equivalente en dólares	Persona Física con Actividad Empresarial - Solicitud de Crédito - Identificación oficial vigente con fotografía y firma - Comprobantes de ingresos (Estados de cuenta o declaración fiscal o estados financieros, etc) - Se requiere de un obligado solidario que cuente con un Buro de Crédito satisfactorio o sin malos antecedentes. - Solicitud de Crédito. - Antigüedad del negocio mayor a 2 años como RIF (se considerará la antigüedad como REPECO). - Identificación oficial vigente con fotografía y firma. - Comprobante de domicilio. - Comprobante de ingresos (Declaración Fiscal o Estados de Cuenta o Comprobantes de Pago de Impuestos, etc) "Si tienes antecedentes crediticios, no es necesario comprobar ingresos". - Cédula de Identificación Fiscal (RFC) y Alta ante el SAT en donde se identifique como RIF.	Crédito dirigido a importadores y/o exportadores para el financiamiento a corto plazo.
	Crédito Simple RIF	Tasa fija del 18%	Hasta 36 meses	Hasta 300 mil pesos	- Persona Moral - Representante (s) legal (es) y/o Principal Accionista - Identificación oficial vigente con fotografía y firma. - Comprobante de domicilio. - Comprobante de ingresos (Declaración Fiscal o Estados de Cuenta o Comprobantes de Pago de Impuestos, etc) "Si tienes antecedentes crediticios, no es necesario comprobar ingresos". - Cédula de Identificación Fiscal (RFC) y Alta ante el SAT en donde se identifique como RIF.	Capital de trabajo, como pago a proveedores, compra de materia prima, inventario, pago de servicios, etc.
	Crédito Proveedores de Gobierno	Tasa única especial, sin importar plazo, ni monto.	Hasta 36 meses solo con Obligación Solidaria.	Hasta 8 millones de pesos.	- Persona Moral - Representante (s) legal (es) y/o Principal Accionista - Identificación oficial vigente con fotografía y firma. <i>De la Empresa:</i> - Solicitud de Crédito - Acta Constitutiva de la Sociedad y Estatutos Sociales vigentes. - Poderes de los representantes legales (apoderados) - Comprobantes de ingresos (Estados de cuenta o declaración fiscal o estados financieros, etc) - Cédula de Identificación Fiscal (RFC) y Alta ante el SAT. - Contrato vigente con una de las Entidades Gubernamentales participantes - Estar inscrito en Cadenas Productivas con Santander.	Impulsar proveedores con entidades Gubernamentales.
SCOTIABANK	Línea Operativa PYME	Desde TIE+8% hasta TIE+12%	Plazo a 12 meses, con opción de renovación hasta por 24 meses más	Hasta \$5,000,000 de pesos	- Ser Persona Moral o Persona Física con Actividad Empresarial. - Para persona física, tener mínimo 23 años y máximo 74 años 11 meses de edad (para el caso de Persona Moral aplica para el accionista mayoritario que figura como obligado solidario). - El solicitante debe sustentar una experiencia mínima de 24 meses en el ramo. - Tener ventas anuales de \$2,000,000 a \$60,000,000 de pesos.	Capital de trabajo -Compra de activo fijo nuevo o usado (Inmuebles, maquinaria, equipos, etc.) -Mejora de equipamiento o instalaciones - Expansión del negocio.
	CrediPosible PyME	Desde TIE+8% hasta TIE+12%	Desde 6 meses hasta 5 años	Hasta \$10,000,000		

Tabla 7

Tipo de crédito que otorga la banca comercial en México (parte 3)

Institución financiera o crediticia	Nombre del crédito	Tasa de interés	Plazo	Monto del crédito	Requisitos para la obtención del crédito	Destino del crédito
BANORTE	Crédito para Capital de Trabajo (MicroApoyo)	Tasa interés Fija o Variable.	Hasta 4 años.	Desde \$30,000 hasta \$300,00 pesos.	<ul style="list-style-type: none"> - Contar con un bien raíz libre de gravamen sin embargo no se grava la propiedad del cliente. - Mostrar estados de cuenta de cheques (6 meses de un solo banco). - No se requiere presentar estados financieros. 	Capital de trabajo
	Crédito para Capital de Trabajo/Fijo (Crediativo)	Tasa fija o variable.	Hasta de 10 años	Desde \$ 100,000 de pesos hasta 4 millones de UDIS	<ul style="list-style-type: none"> - Autorización de los intervinientes para ser investigados en el Buró. - Copia de Identificación oficial vigente de todos los intervinientes. - Estados financieros firmados por acreditado y/o aval, de los 2 últimos ejercicios anuales con firma del Representante Legal y Contador - Público con cédula. - Copia de la boleta predial del último ejercicio del(los) inmueble(s) que respalda(n) la operación. - Comprobante de domicilio fiscal así como el comprobante de domicilio comercial. - Copia de la Declaración anual de ISR e IVA de los dos últimos ejercicios con acuse de recibo del SAT y cadena de presentación. - Copia de escritura constitutiva. - Formato de Información de Accionistas o Titulares de partes sociales, según corresponda, que sean propietarios del 10% o más del capital social. - Copia del RFC Personas Morales, o copia del alta en la SHCP para Personas Físicas con Actividad Empresarial. - Copia de Estados de cuenta de cheques de los últimos 3 meses con otros bancos. - Referencias comerciales (5) y bancarias (las que tenga), mencionando domicilio, teléfono y contacto. - Para créditos a mediano y largo plazo programa de inversión firmado. 	Capital de Trabajo y Adquisición de Activos Fijos.
MULTIVA	Multicrédito Pyme	TIE + 10.5%	Hasta 72 meses en Crédito Simple y hasta 36 meses en Crédito en Cuenta Corriente.	Desde \$500 mil hasta \$10,000,000.	<ul style="list-style-type: none"> - Personas Físicas con Actividad Empresarial o Personas Morales del segmento PyME - En caso de PFAE tener mínimo 23 años de edad y máximo 65. - En caso de Personas Morales estar legalmente constituidas y registradas en SHCP y con facultades para la contratación de créditos. - Residencia permanente en la República Mexicana. - Antigüedad mínima de operación de 3 años ininterrumpidos. - Antigüedad mínima en el domicilio de 1 año. - Reporte de Ventas anuales mayores a \$10,000,000. - Buena experiencia crediticia y capacidad de pago suficiente. 	Capital de Trabajo y/o Adquisición de activos.

Fuente: Elaboración propia con base en la información publicada al 08 de febrero de 2019 en las distintas instituciones crediticias enunciadas.

2.3 Financiamiento en México en cifras

Las empresas requieren de crédito para financiar sus operaciones e inversiones, con el fin de lograr el crecimiento deseado. La Encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio del Banco de México indica que, al tercer trimestre de 2018, las empresas de todos los tamaños y distinto sector económico recurren al crédito de proveedores en primera instancia entre la posibilidad de otras opciones, como se mencionan en la Tabla 8. “El crédito de proveedores es un elemento central en el financiamiento de las empresas mexicanas, como reflejan todas las encuestas disponibles” (Banxico, 2015, p. 16), ya que estos acreedores cuentan con mejor información sobre el flujo de efectivo de la empresa, así como menor riesgo de impago.

Cabe subrayar que al existir obstáculos de oferta y demanda, principalmente por información asimétrica desde el lado de la oferta (Fenton y Padilla, 2012), la baja penetración de la pyme en el crédito bancario, no impide que este sea la segunda fuente de financiamiento reportada, ya que 19.3% de las empresas con hasta 100 empleados recurre a este tipo de financiamiento; con relación al sector económico, el sector manufacturero cuenta con una captación de crédito de 37.1%, mientras que el sector servicios y comercio solo capta 30.1% a través de la banca comercial. En el mismo sentido, se reporta que del total de empresas que cuenta con financiamiento 0.9% de las empresas del sector servicios y comercio recurren a la emisión de deuda como fuente de financiamiento, pese al no haber recurrido a esta fuente el sector manufacturero en el tercer trimestre 2018, el promedio de los dos trimestres anteriores del año ronda en 1.95%.

Respecto a los factores de demanda, de acuerdo con la encuesta aplicada por Banxico, del 91% de las empresas con hasta 100 empleados que indicaron no haber utilizado nuevos créditos, el 87.7% fue porque no lo solicitaron, solo 1.8% fue rechazado. Por otro lado, el sector manufacturero es el que menos demanda de créditos nuevos tiene (72%), ya que solo 2.4% están en proceso de autorización.

Tabla 8

Fuentes de financiamiento por tamaño de empresa y sector, desde perspectiva de oferta y demanda (porcentaje de empresas al 3er Trimestre 2018)

	Fuente de financiamiento	Hasta 100 empleados	Con más de 100 empleados	Sector manufacturero	Sector servicios y comercio
<i>Factores de oferta</i>	<i>Empresas que obtuvieron algún tipo de financiamiento</i>	82.60	86.80	92.00	85.60
	Proveedores	72.50	75.10	87.60	73.10
	Banca comercial	19.30	40.00	37.10	30.10
	Banca en el extranjero	2.70	7.60	8.50	5.10
	Empresas del grupo corporativo/oficina matriz	16.60	25.80	25.60	23.20
	Banca de desarrollo	0.10	6.40	4.00	4.20
	Emisión de deuda	0.00	0.80	0.00	0.90
<i>Factores de demanda</i>	<i>Empresas que no utilizaron nuevos créditos bancarios</i>	91.00	73.90	72.00	84.80
	Lo solicitaron y está en proceso de autorización	1.00	2.60	2.40	1.80
	Lo solicitaron y fue rechazado	1.80	0.80	0.00	1.50
	Lo solicitaron, pero lo rechazaron porque era muy caro	0.40	0.10	0.00	0.30
	No solicitaron	87.70	70.40	69.60	81.30

Fuente: Elaboración propia con base en Encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio, Banco de México.

De acuerdo con la Encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio, aquellas empresas que no solicitaron o usaron nuevos créditos se deben a una serie de factores que consideran limitantes. Para ejemplificar se muestra en la Tabla 9, aquellas empresas con hasta 100 empleados (pyme) aseguran que las tasas de interés del mercado de crédito bancario son la principal limitante para el acceso bancario, así mismo el sector servicios y comercio; situación distinta a las empresas con más de 100 empleados, donde mencionan que la situación económica general es la principal limitante para este tipo de empresas, al igual que el sector manufacturero que también considera este factor como limitante.

De igual modo, sin importar el tamaño de la empresa o sector de la economía se considera que los montos exigidos como colateral para acceder al financiamiento bancario es un factor limitante importante, lo cual podemos comprobar con los requisitos de solicitud de cualquier institución bancaria en la Tabla 7.

Tabla 9

Factores limitantes para solicitar o usar un nuevo crédito por tamaño y sector económico (grado de cada factor al 3er Trimestre 2018)

Factores limitantes para solicitar o utilizar nuevos créditos	Hasta 100 empleados	Con más de 100 empleados	Sector manufacturero	Sector servicios y comercio
Situación económica general	46.50	43.20	46.30	45.40
Acceso a apoyo público	30.40	31.70	37.30	30.10
Ventas y rentabilidad de su empresa	38.30	30.50	32.40	36.40
Capitalización de su empresa	29.50	24.80	27.10	28.20
Historia crediticia de su empresa	24.20	20.90	23.30	22.70
Disposición de los bancos a otorgar créditos	33.80	31.10	32.90	33.40
Dificultades para el pago del servicio de la deuda bancaria vigente de su empresa	22.10	21.40	19.20	23.80
Tasas de interés del mercado de crédito bancario	48.20	40.30	40.70	46.40
Condiciones de acceso al crédito bancario	38.10	35.10	38.80	37.20
Montos exigidos como colateral para acceder al financiamiento bancario	40.90	38.50	41.10	41.40

Fuente: Elaboración propia con base en Encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio, Banco de México.

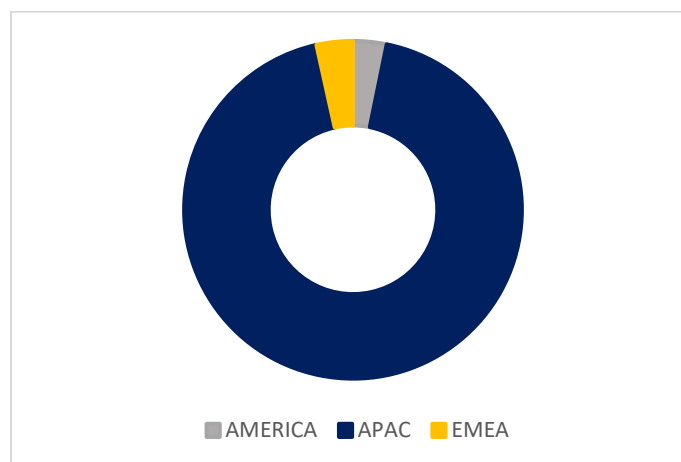
Capítulo III. Mercado pyme en un contexto internacional

El “mercado pyme” (SME market) es una frase utilizada para hacer referencia a una plataforma dedicada a un segmento de mercado con características específicas que cuenta con requisitos diferenciados del mercado principal de valores (World Federation of Exchanges, WFE).

De acuerdo con WFE (2017) existen 33 mercados pyme en 29 países miembros divididos en tres áreas geográficas, los cuales son detallados en la Tabla 10; 3 de los mercados se encontraban en América, 14 mercados pyme en la región de Asia-Pacífico (APAC) y 16 mercados en la región de Europa - Oriente Medio – África (EMEA). A finales de 2017, se encontraban listadas 6, 807 empresas; 60.4% en APAC, seguida de 29.4% en América y 10.2% en EMEA y con una capitalización total del mercado pyme de 1.3 billones de dólares, el cual se encuentra distribuido como se muestra en la Figura 9. La región APAC representa 93.3%, el cual asciende a 1.26 billones USD de la capitalización total del mercado pyme, seguido por EMEA con una capitalización bursátil de 3.5% (46.97 mil millones USD), seguida de América con 3.2% (43.43 mil millones USD) del total.

Figura 9

Capitalización total del mercado pyme



Fuente: WFE SME Markets – Key Datapoints, 2018.

Tabla 10*Mercado pyme en contexto internacional (parte 1)*

Mercado	Nombre de mercado pyme	Divisa	Fecha de lanzamiento
América			
B3 SA Brasil Bolsa Balcao	<i>Bovespa Mais</i>	BRL	2005
Bolsa de Comercio de Buenos Aires	<i>Pyme Board</i>	ARA	2006
TMX Group	<i>TSX Venture</i>	CAD	1999
Asia - Pacífico			
BSE Limited	<i>Small & Medium Enterprises</i>	INR	2012
Bursa Malaysia	<i>ACE Market</i>	MYR	2009
Bursa Malaysia	<i>LEAP Market</i>	MYR	2017
Hong Kong Exchanges and Clearing	<i>GEM</i>	HKD	1999
Japan Exchange Group	<i>JASDAQ</i>	JPY	2010
Japan Exchange Group	<i>Mothers</i>	JPY	1999
Korea Exchange	<i>Kosdaq</i>	KRW	1996
National Stock Exchange of India	<i>SME Emerge</i>	INR	2012
NZX Limited	<i>NZAX</i>	NZD	2003
NZX Limited	<i>NXT</i>	NZD	2015
The Philippine Stock Exchange	<i>SME Board</i>	PHP	1999
Shenzhen Stock Exchange	<i>ChiNext</i>	CNY	2009
Singapore Exchange	<i>SGX Catalyst</i>	SGD	2007
The Stock Exchange of Thailand	<i>Market for Alternative Investment (mai)</i>	THB	1998
Europa – Oriente Medio - África			
Athens Stock Exchange	<i>ATHEX Alternative Market (EN.A)</i>	EUR	2008
Borsa Istanbul	<i>BIST Emerging Companies</i>	TRY	2009
Bourse de Casablanca	<i>Developpement Market and Growth Market</i>	MAD	2004
Cyprus Stock Exchange	<i>Emerging Companies Market-Cyprus</i>	EUR	2010
Deutsche Börse AG	<i>Scale</i>	EUR	2017
The Egyptian Exchange	<i>NILEX</i>	EGP	2007
Johannesburg Stock Exchange	<i>Alternative Exchange</i>	ZAR	2003
Kazakhstan Stock Exchange	<i>Alternative Market</i>	KZT	2017
Moscow Exchange	<i>Innovations and Investments Market</i>	RUR	2009
Moscow Exchange	<i>Growth Sector</i>	RUR	2017
Nasdaq Nordic Exchanges	<i>First North</i>	EUR	2006
Nigerian Stock Exchange	<i>Alternative Securities Market (ASeM)</i>	NGN	2013
Oslo Børs	<i>Oslo Axess</i>	NOK	2007

Tabla 10

Mercado pyme en contexto internacional (parte 2)

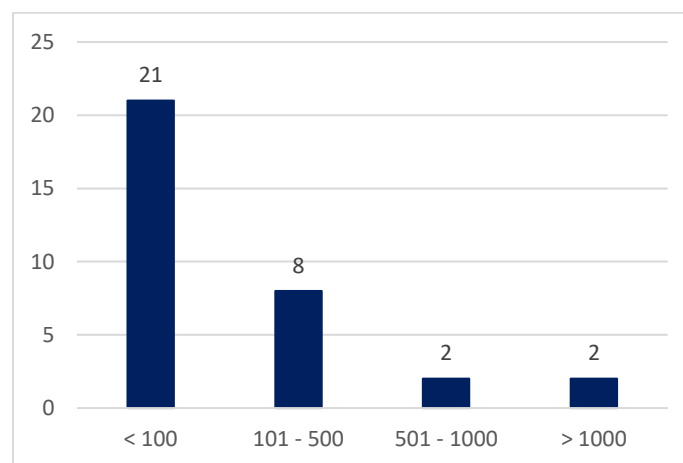
Mercado	Nombre de mercado pyme	Divisa	Fecha de lanzamiento
Oslo Børs	<i>Merkur Market</i>	NOK	2016
Saudi Stock Exchange (Tadawul)	<i>Nomu - Parallel Market</i>	SAR	2017
Stock Exchange of Mauritius	<i>Development & Enterprise Market</i>	MUR	2006

Fuente: WFE SME Markets – Key Datapoints, 2018.

Por otro lado, poco más de 63.6% de los mercados listados tiene menos de 100 empresas listadas, con excepción de *TSX Venture* y *Kosdaq*, que cuentan con más de mil empresas listadas a finales de 2017 (Figura 10). En el mismo sentido es importante mencionar que la región mencionada aquí como EMEA cuenta con el menor número de beneficiarios, ya que, a excepción de *First North* (Nasdaq Nordic Exchanges), todos los mercados tienen en promedio 25 empresas listadas y ninguno de los mercados lista al menos 50 pyme.

Figura 10

Distribución del número de empresas listadas en el mercado pyme



Fuente: WFE SME Markets – Key Datapoints, 2018.

Las variaciones existentes respecto al tamaño del mercado pyme se deben a una serie de factores como la economía de la región, el entorno político y regulatorio relevante, la cultura financiera respecto a este tipo de mercados y la fecha de creación de dicho mercado (WFE, 2018). Este último punto es evidente con los dos mercados que cuentan con más de 1000 empresas listadas, ya que cuentan con casi 20 años promedio desde su creación, mientras otros iniciaron operaciones en 2017.

Además del mercado de capitales, se proporciona un mercado de deuda dedicado a la pyme, un ejemplo de ello es *Alternative Securities Market (MAV)* de la Bolsa de Valores de Lima que permite a empresas medianas peruanas emitir instrumentos de deuda, “el objetivo de MAV es permitir que las empresas obtengan fondos a tasas más atractivas en comparación con el crédito bancario” (WFE, 2018, p.8).

3.1 Empresas objetivo del mercado pyme

Cada mercado bursátil alternativo adopta diferentes criterios para clasificar a la pyme. En el caso de los mercados de *Borsa Istanbul*, *Kazakhstan Stock Exchange*, *Saudi Stock Exchange (Tadawul)*, la pyme es definida como aquellas compañías que no cumplen con los requisitos de entrada para el mercado principal, debido al tamaño, años de operación o capitalización.

Algunos otros mercados aceptan pequeñas y medianas empresas independientemente de la industria en que operan, mientras que otros se dirigen a empresa con “alto potencial de crecimiento” (*Japan Exchange Group*, *NZX Limited*, *Bourse de Casablanca*) o vinculadas a sectores innovadores o de crecimiento, como tecnología (*Korea Exchange*, *Shenzhen Stock Exchange*, *Moscow Exchange*). Finalmente, algunos mercados incluyen “startups”, mientras que otros se enfocan en empresas medianas.

En cuanto a los requerimientos de capital inicial, en este tipo de mercado reflejan la diferencia que existe entre la escala de cada mercado pyme. Los requisitos de capital mínimo son estipulados por cada mercado, a excepción de 42.4% (14/33) en los cuales no se requiere de mínimo capital para cotizar en este mercado; en el mismo sentido se observa que este porcentaje son respecto a mercados de reciente creación con una edad promedio de 6 años.

3.2 Participantes dentro del mercado pyme

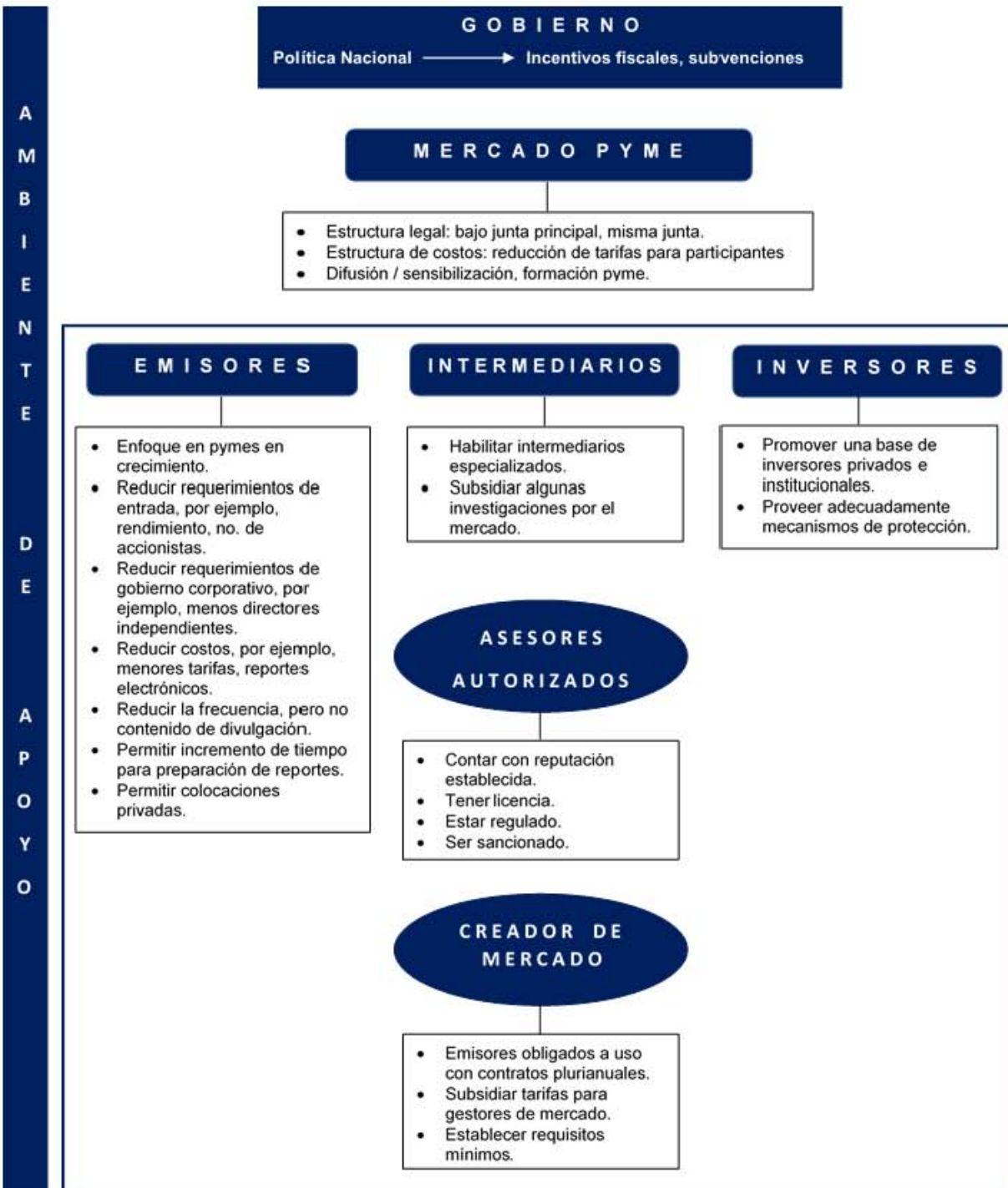
Cada mercado pyme propone las figuras que se desempeñan dentro su estructura y aunque existen modelos específicos para cada uno es posible unificar a los participantes del mismo. Los participantes dentro del mercado pyme son: emisores, intermediarios, inversores, asesores autorizados y gestores de mercado, como se muestra en la Figura 11 (Harwood y Konidaris, 2015).

En primera instancia respecto a los emisores, cada mercado determina las características que definen una pyme, pero algunos aspectos a considerar, son el tamaño de trabajadores en la compañía, el total de capitalización, etapa de crecimiento o sector económico. A pesar de las diferentes formas de definir a un emisor, la pyme se caracteriza por ser empresa joven, innovadora y creativa, suele ser familiar e importante empleadora (Pérez, 2009). También es importante mencionar que los mercados alternativos brindan mayor flexibilidad en los requerimientos de entrada y permanencia, lo cual se traslada reducción de costos respecto a la emisión.

En cuanto a los intermediarios, se hace referencia a entidades financieras que tienen la oportunidad de “establecer un servicio de asesoramiento, aprovechando la relación cliente-entidad, sin que el riesgo de crédito de estas entidades se vea repercutido” (Monterrubio, 2015, p. 21). Es importante mencionar que esta figura debe estar registrada ante el organismo correspondiente en el lugar sede del mercado pyme.

Figura 11

Resumen de actividades de los principales participantes en el mercado pyme



Fuente: Elaboración de Harwood y Konidaris, 2015.

Por otra parte, los inversores pueden ser institucionales o privados; en el caso de los inversores privados, los mercados pyme permiten que sean minoristas, ya que la información sobre el emisor está disponible para inversores locales; en cuanto a los inversores institucionales, los mercados pyme son demasiado pequeños, con poca liquidez y representan un mayor perfil de riesgo (Harwood y Konidaris, 2015).

Los asesores autorizados, es una figura propia del mercado pyme, actúan como intermediarios entre la bolsa y la empresa emisora, vigilan el cumplimiento de las normas vigentes y los documentos que la empresa emisora ha entregado (Pérez y Palacín). Esta figura busca “facilitar la inversión (...) y asesora a las empresas, para poder desenvolverse en este mercado tanto en la fase previa como cuando ya está cotizando en el mismo” (Palacín, Pérez, de la Torre y Jiménez, 2010).

Finalmente, los creadores de mercados son los encargados de garantizar flujos de liquidez entre el mercado y los participantes y aunque no son una figura obligatoria, existen mercados como *AIM*, *Alternext*, *Borsa Istanbul*, entre otros que cuentan con esta figura.

3.3 Requisitos principales

Centrarse en empresas pyme con crecimiento significativo, implica que estas empresas tendrán demandas de capital y están dispuestas a cumplir con requisitos que les permitan acceder a una fuente de financiamiento. De acuerdo con WFE (2018), se han buscado unificar los requisitos para pyme en los 33 mercados como se muestran a continuación.

Estos mercados alternativos se caracterizan por la búsqueda de flexibilidad, sin dejar de mostrar confianza y transparencia hacia los posibles inversores. Por tal motivo, 81.8% (27/33) de los mercados pyme se han flexibilizado en el registro del negocio, así como el

registro de ganancias del mismo; también se han relajado los requisitos en los códigos de gobierno corporativo, poco más de 45.5% (15/33) de los mercados pyme.

Al igual que en mercado principal, existen una serie de costos que deben cubrirse por parte del emisor, con el fin de no reducir el contenido de divulgación, el 63.6% del mercado pyme (21/33) han optado por tarifas de listado y otros costos de bolsa más bajos. En el mismo sentido, estos mercados solicitan informes menos frecuentes y en algunos casos la difusión de los mismo en línea.

Una de las características de este mercado, es la figura de un asesor registrado, el cual ayuda a la pequeña y mediana empresa emisora para los tramites de entrada y permanencia en el mercado pyme. Esta figura debe ser registrada, autorizada y reglamentada por el mercado para lograr mayor efectividad y brindar asesoría para la pyme sobre la calidad de la emisión o inconvenientes que pueden suscitarse.

Con el fin de desarrollar el mercado pyme y el interés y capacidad de los inversores, más del 57% de los 33 mercados, brinda soporte adicional para listados de pymes, a través de beneficios fiscales para los inversionistas mediante algún tipo de subsidio como parte de amplios programas financieros para pyme.

En la Tabla 11 se muestran todos los requisitos de los mercados para pequeñas y medianas empresas. En dicho cuadro se mencionan una serie de requisitos generalizados para los 33 mercados registrados ante World Federation of Exchanges.

Tabla 11

Requisitos principales del mercado pyme en contexto internacional (parte 1)

Región	Bolsa	Nombre del mercado	Informes menos frecuentes	Listado de documentación más simple / informes	Tarifa de listado más baja/ otros costos relacionados de la bolsa	Registros de negocios relajados/ requisitos de ganancias	Proceso de listado simplificado
América	B3 SA Brasil Bolsa Balcao	Bovespa Mais		•	•		
	Bolsa de Comercio de Buenos Aires	Pyme Board	•				
	Bolsa de Valores de Lima	BVL Venture Exchange	•		•	•	
	TMX Group	TSX Venture		•	•	•	
Asia-Pacífico	BSE Limited	Small & Medium Enterprises	•		•		•
	Bursa Malaysia	ACE Market			•	•	
	Bursa Malaysia	LEAP Market	•	•	•	•	
	Hong Kong Exchanges and Clearing	GEM			•	•	
	Japan Exchange Group	JASDAQ				•	
	Japan Exchange Group	Mothers				•	
	Korea Exchange	Kosdaq				•	
	National Stock Exchange of India	SME Emerge	•		•		•
	NZX Limited	NZAX		•			
	NZX Limited	NXT			•		
	The Philippine Stock Exchange	SME Board			•	•	
	Shenzhen Stock Exchange	ChiNext		•	•	•	
	Singapore Exchange	SGX Catalist			•	•	•
	The Stock Exchange of Thailand	Market for Alternative Investment (mai)			•	•	
Europa - Oriente Medio - África	Athens Stock Exchange	ATHEX Alternative Market (EN.A)		•	•	•	•
	Borsa Istanbul	BIST Emerging Companies	•	•	•	•	
	Bourse de Casablanca	Devellopement Market and Growth Market				•	
	Cyprus Stock Exchange	Emerging Companies Market-Cyprus		•	•	•	
	Deutsche Börse AG	Scale				•	•
	The Egyptian Exchange	NILEX		•		•	•
	Johannesburg Stock Exchange	Alternative Exchange		•	•	•	
	Kazakhstan Stock Exchange	Alternative Market				•	
	Moscow Exchange	Innovations and Investments Market				•	
	Moscow Exchange	Growth Sector				•	
	Nasdaq Nordic Exchanges	First North		•			•
	Nigerian Stock Exchange	Alternative Securities Market (ASeM)			•	•	
	Oslo Børs	Oslo Axess			•	•	
	Oslo Børs	Merkur Market		•	•	•	•
	Saudi Stock Exchange (Tadawul)	Nomu - Parallel Market		•	•	•	•
	Stock Exchange of Mauritius	Development & Enterprise Market		•	•	•	

Tabla 11

Requisitos principales del mercado pyme en contexto internacional (parte 2)

Región	Bolsa	Nombre del mercado	Elaboración obligatoria del mercado	Exención de la aprobación del regulador *	Listados por asesores	Requisitos relajados en los códigos de gobierno corporativo	Soporte adicional para listados de pymes
América	B3 SA Brasil Bolsa Balcao	Bovespa Mais					
	Bolsa de Comercio de Buenos Aires	Pyme Board				•	•
	Bolsa de Valores de Lima	BVL Venture Exchange		•		•	
	TMX Group	TSX Venture				•	•
Asia-Pacífico	BSE Limited	Small & Medium Enterprises	•				•
	Bursa Malaysia	ACE Market			•		
	Bursa Malaysia	LEAP Market			•	•	
	Hong Kong Exchanges and Clearing	GEM					
	Japan Exchange Group	JASDAQ					
	Japan Exchange Group	Mothers					
	Korea Exchange	Kosdaq					•
	National Stock Exchange of India	SME Emerge	•	•			•
	NZX Limited	NZAX				•	
	NZX Limited	NXT	•		•	•	•
	The Philippine Stock Exchange	SME Board			•		
	Shenzhen Stock Exchange	ChiNext			•	•	•
	Singapore Exchange	SGX Catalist			•		
	The Stock Exchange of Thailand	Market for Alternative Investment (mai)					•
Europa - Oriente Medio - África	Athens Stock Exchange	ATHEX Alternative Market (EN.A)	•		•	•	
	Borsa Istanbul	BIST Emerging Companies			•	•	•
	Bourse de Casablanca	Devellopement Market and Growth Market					•
	Cyprus Stock Exchange	Emerging Companies Market-Cyprus			•	•	
	Deutsche Börse AG	Scale			•		•
	The Egyptian Exchange	NILEX			•	•	•
	Johannesburg Stock Exchange	Alternative Exchange			•	•	•
	Kazakhstan Stock Exchange	Alternative Market					•
	Moscow Exchange	Innovations and Investments Market			•		•
	Moscow Exchange	Growth Sector			•		•
	Nasdaq Nordic Exchanges	First North				•	•
	Nigerian Stock Exchange	Alternative Securities Market (ASeM)			•		•
	Oslo Børs	Oslo Axess					
	Oslo Børs	Merkur Market			•	•	
	Saudi Stock Exchange (Tadawul)	Nomu - Parallel Market				•	•
	Stock Exchange of Mauritius	Development & Enterprise Market					

Fuente: World Federation of Exchanges members.

NA: Not Available

* En jurisdicciones donde la aprobación de los reguladores puede ser requerida para los listados.

3.4 Impacto del mercado pyme

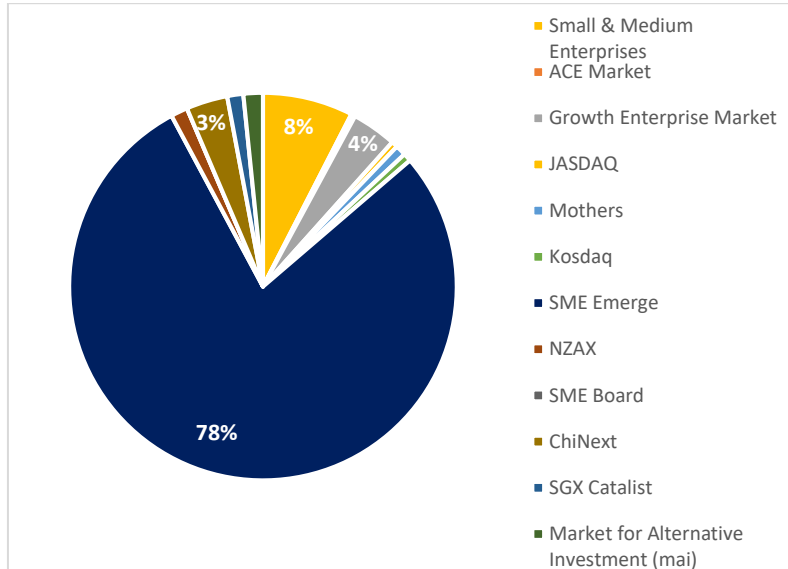
En los últimos años, los mercados pyme han logrado un impacto significativo alrededor del mundo. A nivel mundial más de 33 mercados ofrecen una oportunidad para pyme en el mercado de valores con requisitos diferenciados; estos mercados varían en su tamaño, existen mercados donde cotiza desde una sola empresa hasta mercados con más de 2000 empresas.

El número de empresas que cotizan en estos mercados ha aumentado 3% de 2014 a 2017 de forma global. Durante el mismo período, como se muestra en la Figura 13, la región APAC concentra el mayor número de empresas listadas, de 3,186 empresas en 2014 a más de 4,000 en 2017, lo que representa un aumento de 27.4% en cuatro años. En esta región (Figura 12) sobresalen los mercados pyme de India, *Small & Medium Enterprises* (ubicado en la ciudad de Bombay a través de BSE India Limited) y *SME Emerge* (derivado de National Stock Exchange of India Limited, bolsa líder en el país, ubicada en Mumbai); los cuales han experimentado crecimiento de 163.4% y 1700% respectivamente en el mismo periodo. Este crecimiento se debe a la importancia económica y social de la pyme en el país, ya que existen alrededor de 51 millones de empresas con estas características, emplean más de 80 millones de personas y contribuye con 8% al pib, por ello es que estos mercados listan alrededor de 40 empresas promedio al año y con gran potencial de migración al mercado principal (BSE India, 2016).

En el mismo sentido, *Growth Enterprise Market* (Hong Kong Exchanges and Clearing), no exige a la empresas un nivel de rentabilidad para su listado, por lo cual su crecimiento se ha potencializado en los últimos años (HKE, 2019); mientras que *ChiNext* (Shenzhen Stock Exchange), el segundo mercado pyme en China, muestra que el 93% de la empresas que cotizan en este mercado son de alta tecnología, lo cual ha llevado a la creación del sistema nacional de apoyo pyme en el país asiático (Shenzhen Stock Exchange, 2019).

Figura 12

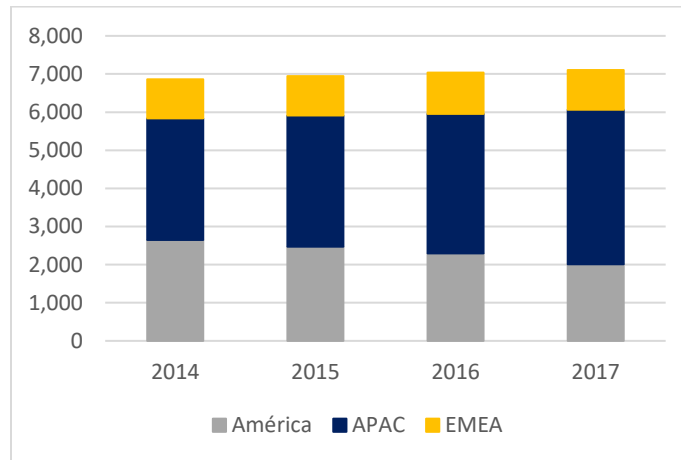
Tasa de crecimiento de los mercados pyme en región APAC 2014-2017



Fuente: Elaboración con base en Annual Report & Statistics – WFE.

Figura 13

Número de empresas listadas en mercados pyme 2014-2017



Fuente: Elaboración con base en Annual Report & Statistics – WFE.

Ahora bien, respecto a la Figura 13, la región EMEA ha mostrado un crecimiento de 1.6% en el periodo 2014-2017 de forma global y aunque su crecimiento es modesto sobresalen dos mercados; el primero es *First North* (Nasdaq Nordic Exchanges) que ha

aumentado casi 50% en los últimos cuatro años, esto se debe a las más de 260 empresas listadas y las más de 5 empresas promedio que se transfieren al mercado principal (Nasdaq, 2019); mientras que *MAB Expansion* (BME Spanish Exchanges), es el mercado español que ha presentado un crecimiento de más de 238%, debido que se ha convertido en instrumento clave para financiación pyme a través del mercado de capitales (Giralt y González, s.f.).

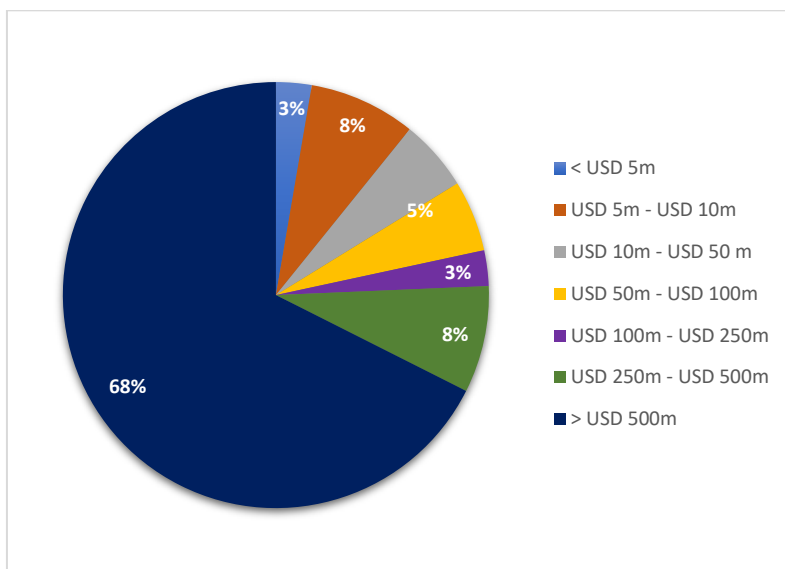
En la Figura 14 se observa la distribución de las empresas listadas por capitalización de mercado, donde el 16% de las empresas que cotizan en mercados pyme tienen una capitalización de mercado menor a \$50 millones USD, mientras que 68% de estos mercados cuentan con más de \$500 millones USD en capitalización. Este último dato confirma el impacto que han tenido los mercados pyme alrededor del mundo, ya que de manera global respecto al periodo 2014-2017, la capitalización de mercado pyme aumentó más de 44%. La capitalización de mercado promedio para empresas del mercado pyme, abarca desde poco más de \$6 millones USD (Alternative Companies List, en Malta) hasta más de \$700 mil millones USD (ChiNext, en Shenzhen).

La evidente evolución de los mercados bursátiles internacionales para pyme se deriva del fuerte componente normativo y las estrictas sanciones que se implementan, “así como el mejoramiento de políticas internas que responden a las necesidades de las empresas y una exigente preparación y divulgación de la información para quienes deseen vincular su actividad a este mercado” (Buitrago y Ceballos, 2016, p.27).

Es así como los mercados de valores alternativos sobresalen como una opción para pyme, que hasta ahora no se veía como una posibilidad estratégica real (Carro, s.f.).

Figura 14

Distribución de las empresas listadas por capitalización de mercado



Fuente: Elaboración con base en WFE Annual Statistics Guide (Volume 3).

3.5 Ventajas de financiamiento a través de mercados pyme

Los mercados pyme son alternativos al mercado principal, por lo que son relativamente más pequeños, es por esta razón que las empresas pueden crecer a través de proyectos de expansión y fortalecer sus fondos propios frente al financiamiento ajeno aprovechando las ventajas que brinda el mercado de valores (Palacín y Jara, 2012).

Cotizar en el mercado de valores facilita el acceso de financiamiento, ya que la captación de recursos puede llevarse a cabo en el momento de listado de la compañía; además brinda una mejor posición para la empresa frente a proveedores de financiamiento tradicionales (Carro, s.f.).

En el mismo sentido, se permite la “obtención de recursos financieros a menor costo”, ya que se obtiene directamente de inversionistas sin necesidad de recurrir a créditos bancarios, con los cuales se evitan “altos costos financieros, tienen spreads muy altos, plazos relativamente cortos, y montos limitados” (Buitrago y Ceballos, 2016, p.27).

Algunas otras ventajas para las empresas que buscan financiarse a través de mercados pyme, de acuerdo con Cano, García y Guardado (2008) son:

- Fomentar la capitalización a través de la captación eficiente de recursos.
- Favorecer el crecimiento de las empresas e impulsar el desarrollo de proyectos empresariales.
- Proporcionar liquidez y valor al hacer uso de acciones, ya que el mercado alternativo permite fijar el precio de las mismas.
- Aportar visibilidad, debido que al cotizar en el mercado se considera a la empresa transparente y con alto compromiso a terceros.

Otra importante ventaja al emitir en este tipo de mercados, “es la asignación a bajo costo de los recursos para la financiación de empresas del sector productivo canalizando en forma eficiente el ahorro hacia la inversión” (Buitrago y Ceballos, 2016, p. 46).

Por otra parte, las empresas emisoras negocian con acciones que cuentan con un valor objetivo, un valor de mercado o cotización de la empresa, es decir, los mercados pyme incorporan al valor de la empresa las expectativas de crecimiento y otras variables externas que impactan el precio de acción de la compañía (Carro, s.f.).

Es importante mencionar que los beneficios de un mercado alternativo no son solo para los emisores, las ventajas también se dan para inversores y entidades de capital riesgo. Por tal motivo, el mercado se vuelve atractivo para los agentes participantes, ya que se logra diversificación y socialización del riesgo, así como desarrollo de nuevas tecnologías, promoviendo crecimiento e innovación (Buitrago y Ceballos, 2016).

En la Figura 15 se muestran las ventajas tanto para inversores como capital de riesgo; respecto a los inversores, este mercado les provee de nuevas oportunidades de inversión, pero con la debida regulación y transparencia por parte de una institución autorizada que protege los intereses de nuevos inversores (accionistas minoritarios) al establecer ciertas medidas de permanencia y protección; por el lado de las instituciones de capital de riesgo, los mercados alternativos brindan una salida natural a sus

inversiones en el segmento pyme con adecuadas condiciones de transparencia y seguridad; mientras que las empresas emisoras cuentan con fácil acceso a recursos económicos de mayor calidad, así como costos a la medida de sus necesidades y métodos atractivos para que inversores institucionales y privados se interesen en empresas de reducida capitalización (Pérez y Palacín, 2009).

Figura 15

Ventajas de los participantes del mercado pyme



Fuente: Elaboración de Pérez y Palacín (2009).

Los planes de expansión permiten a las empresas alcanzar mayor crecimiento, a través de capitalización adecuada sin recurrir a gastos financieros, lo cual se traduce en la creación de empleo y a su vez en crecimiento económico dentro del país; lo cual puede traducirse a largo plazo en una relación positiva entre el crecimiento económico del país y el desarrollo de mercados alternativos que permitan la entrada de pyme a los mercados

de valores. Derivado de los anterior el hecho de que la pyme tenga acceso a mercados alternativos representa una buena opción para sus planes de desarrollo.

Capítulo IV. Análisis comparativo de mercados pyme

Como ya se ha abordado en el capítulo anterior existen multitud de mercados bursátiles para pequeñas y medianas empresas alrededor del mundo, conocidos como mercados pyme, alternativos, paralelos o segundo mercado, los cuales se encuentran en países desarrollados y en vías de desarrollo, por lo que sus características y funcionamiento difieren unos de otros. Sin embargo, existen mercados que convergen en algunas características como, contar con un funcionamiento similar o pertenecer a un área geográfica semejante, por lo tanto, es posible realizar un comparativo de los mismos.

En este capítulo se realiza el comparativo de Bovespa Mais en Brasil, Departamento PYME en Argentina y Mercado Alternativo de Valores en Perú, bajo la premisa de que estos mercados laboran en el área geográfica de Latinoamérica; y se aborda el Mercado Alternativo Bursátil en España, debido al funcionamiento del mercado y su significativo crecimiento a pesar de su reciente creación.

4.1 Bovespa Mais (Brasil)

Bovespa Mais es un segmento de mercado administrado por la BM&FBOVESPA que busca contribuir al desarrollo del mercado accionario brasileño, el cual tiene como objetivo “fomentar el crecimiento de pequeñas y medianas empresas a través del mercado de capitales” (BM&FBOVESPA, 2016), con el cual se permite el acceso a pyme de forma gradual al mercado de valores.

Este mercado se considera el segundo mercado latinoamericano de éxito reconocido por el amplio crecimiento en la emisión de títulos para pyme en proceso de crecimiento (Buitrago y Ceballos, 2016).

La estrategia de Bovespa Mais es permitir el acceso de manera gradual a las empresas para lograr un adecuado implemento de gobierno corporativo y transparencia

de mercado, aunque las captaciones en este mercado son menores comparadas con Novo Mercado, son suficientes para financiar proyectos de crecimiento (BM&FBOVESPA, 2016).

4.1.1 Características y requisitos que exigen.

Este mercado está regulado por la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM), fue creado en 2005, con sede en Sao Paulo; cuenta con los mismos requisitos de entrada de Novo Mercado, pero Bovespa Mais es idóneo para empresas que desean ingresar al mercado de capitales de forma gradual.

En cuanto a las compañías emisoras, son candidatas empresas de todos los sectores, con potencial de crecimiento y deseo de ingresar al mercado de capitales con el fin de ampliar su base accionaria y continuar su desarrollo. Con el fin de potencializar el desarrollo de este mercado, las empresas listadas en Bovespa Mais se eximen de la tasa cobrada a los emisores para el listado de la compañía, así como descuento regresivo de la anualidad, la cual es de 100% el primer año (BM&FBOVESPA, 2016).

Bovespa Mais se diferencia del resto de los mercados pyme latinoamericanos, ya que permite a las compañías listarse sin realizar una oferta y tienen hasta 7 años para realizar el IPO; lo cual es ideal para las empresas que desean acceder al mercado poco a poco.

El mercado de valores brasileño se ha segmentado respecto a la inmersión de las empresas emisoras en el mercado de capitales, es decir, Bovespa Mais es el primer mercado pyme donde se realiza la emisión solo de acciones ordinarias; después se encuentra Bovespa Mais Nivel 2, cuya única diferencia es la posibilidad de ofertar acciones ordinarias y extraordinarias; y Novo Mercado, el cual se creó en el año 2000, donde sus requerimientos buscan un mayor estándar de transparencia y gobernanza. En el Tabla 12 se realiza el comparativo de Bovespa Mais y Novo Mercado, ya que es el

siguiente segmento al que el emisor puede escalar sin recurrir a una Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA) por el valor económico.

Tabla 12

Requisitos de Bovespa Mai en comparación con Novo Mercado en Brasil

Requisitos	Novo Mercado	Bovespa Mais
Capital social	Acciones ordinarias	Acciones ordinarias
Free-float	25% o el 15% si el ADTV (promedio de volumen diario) es superior a US \$ 25 millones	No hay exigencia de número mínimo al momento del listado. En un plazo de hasta 7 años \geq 25% de las acciones en circulación
Composición del consejo de administración	Mínimo de 3 miembros (según la legislación), de los cuales al menos el 2 o el 20% (el que sea mayor) deben ser independientes, con un mandato unificado de hasta 2 años	Mínimo de 3 miembros (conforme a la legislación), con un mandato unificado de hasta 2 años
Presentación de información en inglés y divulgación simultánea en portugués	Hechos relevantes, información sobre los ingresos (aviso a los accionistas y comunicado de prensa) y comunicado de prensa resultados	No hay regla específica
Reunión anual	Realización, hasta 5 días hábiles después de la divulgación de resultados de los estados financieros	Opcional
Auditoria interna	Obligatoria la existencia de un área de auditoría interna que debe cumplir los requisitos indicados en el Reglamento	Opcional

Fuente: BM&FBOVESPA (2016).

Respecto a la revelación de información financiera, ambos mercados solicitan que se encuentra auditada y mínimo tres años de información, presentadas por PCGA

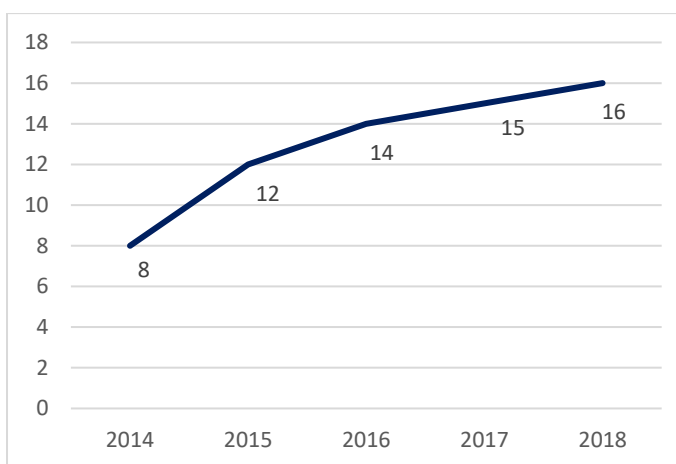
(Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados) de Brasil e IFRS (consolidado), en Novo Mercado la información también debe ser presentada en idioma inglés. Por otro lado, las prácticas de gobierno corporativo en Novo Mercado son muy diferenciadas de Bovespa Mais, ya que las empresas requieren de auditoría interna obligatoria y la composición del consejo es estructurada.

4.1.2 Información financiera y bursátil sobre el mercado.

Desde la puesta en marcha de Bovespa Mais en 2005, el mercado ha crecido significativamente, debido que en los últimos años ha experimentado un crecimiento promedio de 20% anual, lo cual ha permitido que a la fecha haya 16 empresas listadas (Figura 16). Además, cuenta con una capitalización de mercado de alrededor de 328 millones de USD, volviéndolo el segundo mercado más grande respecto a capitalización solo después de TSX Venture en Canadá donde cotizan casi 2000 empresas.

Figura 16

Evolución del total de empresas listadas en Bovespa Mais



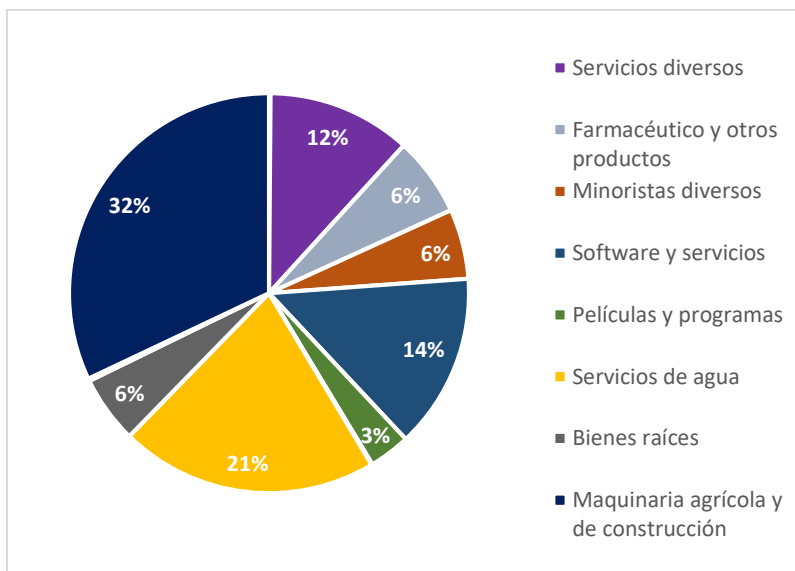
Fuente: WFE (2018) y BM&FBOVESPA (2016).

Cabe señalar que el universo de empresas emisoras en Bovespa Mais es muy heterogéneo, han participado empresas farmacéuticas, educativas, agrícolas,

tecnológicas, bienes raíces, entre otras; por tal motivo la captación de capital también ha sido diversa. En la Figura 17 se muestra la captación de capital a través del mercado pyme por actividad económica, en el cual se puede observar que la industria agrícola ha obtenido 32% del total del capital del mercado; seguido por el segmento de servicios de agua con una captación de 21% y finalmente una captación de 14% para las empresas tecnológicas. Mientras que la industria multimedia, específicamente películas y programas, que es la actividad económica con menor captación, solo 3%, sin embargo, se muestra la apertura del mercado hacia sectores poco tradicionales en el mercado de capitales.

Figura 17

Captación de capital social en Bovespa Mais por actividad económica



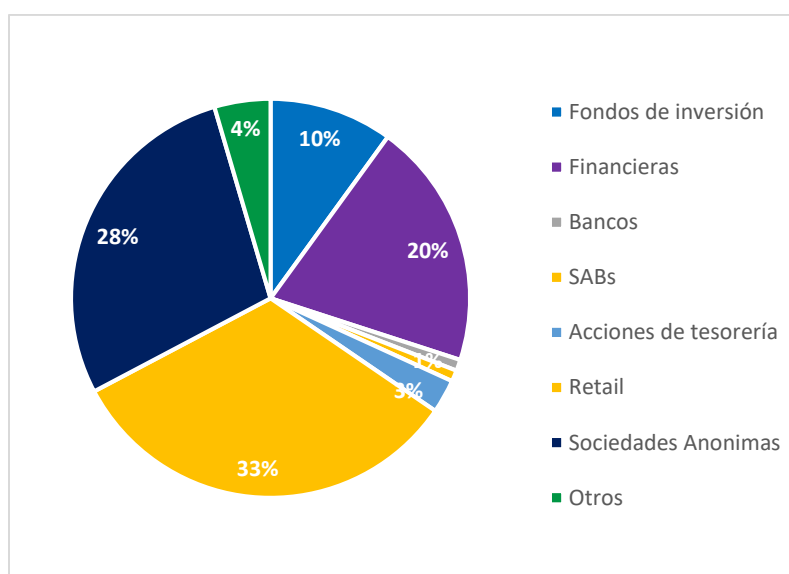
Fuente: Brasil Bolsa Balcão (2019).

En relación con el tipo de inversionista en este mercado, es importante mencionar que se ha dado la oportunidad a inversores retail (minoristas) con una participación de 33% en el mercado de capitales de brasileño, lo cual se puede observar en la Figura 18; dentro del sector agrícola, han sobresalido las sociedades anónimas como inversoras, ya que el 28% del total de los inversores cuentan con esta figura legal. Por otro lado, las

financieras y los fondos de inversión también tienen un papel muy importante en el mercado, con una participación de 20% y 10% respectivamente.

Figura 18

Tipo de inversionista dentro de Bovespa Mais



Fuente: Brasil Bolsa Balcão (2019).

Finalmente, se puede concluir que Bovespa Mais es un mercado de gran apertura que ha brindado la oportunidad a nuevos sectores económicos para acceder al mercado de capitales, así como a inversionistas minoristas y sociedades anónimas que pueden alcanzar una fuente de inversión.

4.2 Departamento PYME (Argentina)

Departamento PYME, fue creado a mediados de 2002 por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) “con el objetivo de difundir entre las empresas los instrumentos disponibles para financiarse en el mercado de capitales” (BCBA, 2018a), a la que pueden acceder empresas que cumplan con las características propuestas por la Secretaría de

la Pequeña y Mediana Empresa (SePyME) o bajo la normativa de la Comisión Nacional de Valores (CNV).

Como todo mercado bursátil, este ofrece ventajas para que la pyme recurra a esta fuente de financiamiento, donde se destaca: asesoramiento a sus emisores respecto a los instrumentos financieros, contacto con agentes y colocadores, y acompañamiento para la incorporación.

4.2.1 Características y requisitos que exigen.

Departamento PYME ofrece una serie de instrumentos financieros que permite a las empresas elegir en función de sus necesidades, los cuales se clasifican de acuerdo con su complejidad y estructuración. Conforme a lo mencionado por BCBA (2018a), los instrumentos del mercado de capitales para la pyme son los siguientes:

- *Cheque de pago diferido*; dentro del mercado de capitales permite a quien lo posee, cobrar en un futuro (plazo máximo de 360 días) al venderlo en la Bolsa. “La experiencia muestra que la mayor parte de las PyMEs comienza negociando esta herramienta para luego pasar a utilizar otros instrumentos de financiación bursátil” (Bolsar, 2011). Cuenta con atractivas tasas de interés y es el instrumento más accesible para capital de trabajo u operativo.
- *Obligaciones negociables*; son bonos privados que representan valores de deuda de la empresa, los cuales cuentan con el menor costo de financiamiento a diferencia de las otras alternativas, así como estructurar dicho instrumento en función del flujo de efectivo de la empresa emisora. La negociación de estos instrumentos se da bajo oferta pública y cotización y se recurre a ellos para ampliación de capital, desarrollo tecnológico o refinanciamiento de deudas (Bolsar, 2011). El uso de este instrumento bonifica los aranceles por derechos de cotización y publicación.
- *Valores de corto plazo*; instrumentos similares a las obligaciones negociables que no exceden de 365 días.

- *Pagaré bursátil*; instrumento avalado por una sociedad de garantía recíproca, por un plazo de entre 180 días y tres años.
- *Fideicomiso financiero*; es un instrumento que permite a la pyme convertir activos patrimoniales, a través de administrador en propiedad fiduciaria, en activos financieros líquidos que pueden negociarse en el mercado bursátil. Permite disminuir el riesgo, ya que varias pymes pueden emitir de forma simultánea.
- *Acciones PyMEs*; instrumento de oferta pública que solo puede ser adquirido por inversores calificados. El uso de este instrumento bonifica los aranceles por derechos de estudio y de cotización.

En este mercado existen dos figuras que son los intermediarios entre los inversores y la empresa pyme, los cuales deben estar registrados y controlados por CNV. La primera figura, es el agente de negociación y/o liquidación, que son sociedades autorizadas que actúan como intermediarios del mercado; mientras que la otra son los agentes productores de agentes de negociación, personas físicas o jurídicas que desarrollan la difusión de los valores negociados por el agente de negociación registrado (BCBA, 2018a).

En el mismo sentido, con el fin de asegurar la liquidez en el mercado pyme se desarrolla la figura de hacedor de mercado, el cual es un agente o sociedad de bolsa del Mercado de Valores de Buenos Aires. Sus obligaciones radican en estar presente en todas las ruedas de negociación en forma simultánea en oferta de compra y venta, por un monto mínimo de oferta de \$5000 (Mercado de Valores de Buenos Aires Merval, 2006). Además, es necesaria la participación de un agente de bolsa, el cual es el articulador entre la parte inversora y la empresa pyme.

Así mismo, las empresas que soliciten por primera vez su listado deben justificar su acceso al mercado de capitales a través de su objeto social, capital y situación económica y que su organización administrativa permita cumplir con los requerimientos del instrumento en el que se esté interesado (Bolsas y Mercados Argentinos, 2019).

Como se ha mencionado, Departamento PYME brinda asesoría y atención técnica, así como instrumentos financieros adaptados a las necesidades, flujos de efectivo, garantías o condiciones específicas de las pequeñas y medianas empresas que deciden recurrir a financiamiento en el mercado de capitales. Además, se desarrolla una figura de aval a través de las sociedades de garantías recíprocas.

4.2.2 Información financiera y bursátil sobre el mercado.

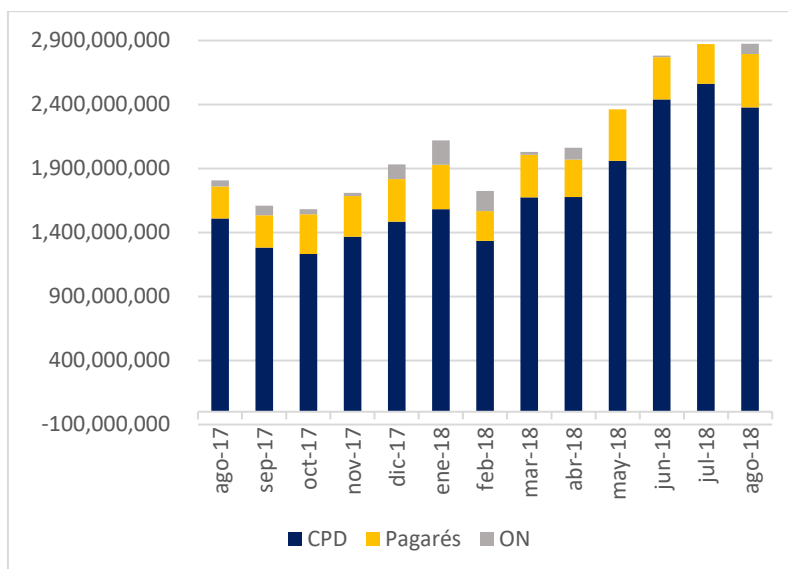
Desde la creación de Departamento PYME en 2002, hasta agosto de 2018 se han financiado a 18,796 pequeñas y medianas empresas, lo que se traduce en un total de \$80,734 millones de pesos argentinos o USD \$ 8,123 millones.

Los instrumentos pyme disponibles han sido los cheques de pago diferido (CPD), obligaciones negociables (ON) y pagarés. En el último año el volumen total negociado ha experimentado un crecimiento de casi 60%, como se puede observar en la Figura 19; las CPD son el principal instrumento de financiamiento, debido que se negociaron 15,605 millones de pesos, los pagarés muestran un total de 2,671 millones, mientras que las ON captaron 553 millones.

Es evidente que los CPD son el instrumento de mayor financiamiento (Figura 20), ya que su participación en el monto total negociado es de 83%, lo cual puede deberse a la facilidad de acceso y requisitos para el uso de este instrumento, mientras que los pagarés captaron 14% del total financiado y las ON solo negociaron 3% del volumen total, estas cifras representan un incremento de 7% respecto a 2017.

Figura 19

Evolución de los montos totales negociados en Departamento PYME por tipo de instrumento

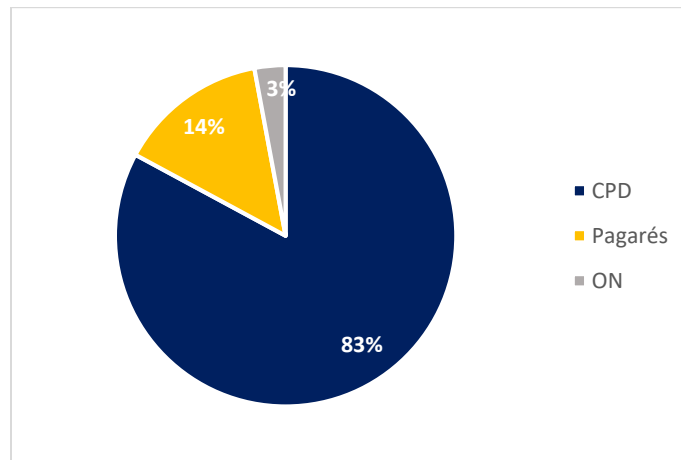


Fuente: BCBA (2018b).

De acuerdo con BCBA (2018b), los CPD avalados fueron de un plazo de 30 hasta 360 días a una tasa promedio, en este año se llevaron a cabo 94,618 emisiones con una tasa promedio de 39.06% y representó el 78.3% del financiamiento pyme; por otro lado, los pagarés se colocaron a una tasa promedio de 40.98% (en pesos) y 9.01% (dólares) y un total de emisión de 3,090 pagarés, lo cual representó 17.4% del financiamiento pyme; a su vez en el mismo periodo se colocaron 19 obligaciones negociables (ON), con un total de USD 26 millones, donde los principales sectores participantes fueron el financiero, comercial, agropecuario y de construcción, y representó 4.3% del financiamiento pyme.

Figura 20

Distribución de participación de cada instrumento respecto al monto total negociado 2018



Fuente: BCBA (2018b).

Como ya se mencionó, en Departamento PYME existen instrumentos financieros más complejos que demandan un mayor número de requisitos, así como la presentación de información periódica; entre ellos se encuentra los fideicomisos financieros (FF), los valores de corto plazo (VCP), los fondos comunes de inversión cerrados (FCC) y las acciones de capital social (ACC). De acuerdo con el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC), el financiamiento pyme a través del mercado de capitales los últimos 10 años sumó USD 712.7 millones, las ON representaron el 32.4% del total; mientras que los FF explicaron el 63.3%, cuya composición fueron del tipo “préstamos personales y de consumo” (73.5%), “tarjetas de crédito” (12.1%) y “créditos comerciales” (9.2%), en tanto las acciones en circulación solo representaron 3.3%, dicha información se presenta en la Tabla 13.

Tabla 13*Financiamiento pyme a través del Mercado de Capitales (Millones de USD)*

Instrumento	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ON	2.4	4.4	24.6	28.8	30.1	14.4	18.9	30.9	43.0	33.2
FF	89.6	52.0	65.8	63.3	59.6	53.4	33.8	14.0	24.3	2.4
VCP								0.1		
ACC	6.4	6.4	6.4	4.5						
FCC										
Total pyme	98.4	62.8	96.8	96.6	89.8	67.7	52.7	45.0	67.3	35.6

Fuente: IAMC (2018).

Finalmente, se puede concluir que el mercado pyme en Argentina se ha convertido en una fuente de financiamiento de deuda para las empresas que prefieren recurrir a instrumentos deuda que a la opción de emisión de recursos propios a través de acciones.

4.3 Mercado Alternativo de Valores (Perú)

El Mercado Alternativo de Valores (MAV) es un segmento de la Bolsa de Valores de Lima (BVL), “dirigido a pequeñas y medianas empresas peruanas, que facilita el acceso a financiamiento en el mercado bursátil a menores costos y con menores requerimientos y obligaciones de información” (Bolsa de Valores de Lima, 2012, p.1).

Este segmento se creó como una plataforma de ayuda a la pyme peruana para facilitar el acceso a financiamiento y una regulación especial para que empresas no corporativas accedan al mercado bursátil (Mendiola, et. al., 2016).

4.3.1 Características y requisitos que exigen.

Este mercado está regulado por el Reglamento del Mercado Alternativo de Valores, establecido por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). Este mercado es de reciente creación, 2012, con sede en Lima.

Se dirige a empresas con domicilio en Perú, que registren operaciones en los últimos 5 años, que no se encuentren listada en BVL o alguna bolsa extranjera y que no excedan los S/. 350 millones o su equivalente en dólares americanos promedio en el mismo periodo. En caso de exceder los ingresos anuales promedio, la empresa no puede continuar en el MAV y si no se solicita la exclusión en el mercado pyme, el emisor queda sujeto a las normas aplicables en el Mercado Principal.

En MAV, se llevan a cabo ofertas públicas primarias de deuda a través de instrumentos de corto plazo y bonos e instrumentos representativos de capital, así como oferta pública secundaria. De acuerdo con cifras de SMV a 2019, 83% de las empresas emisoras recurrían a instrumentos de deuda de corto plazo, mientras que 25% emitían bono (las cifras no suman 100%, ya que existen dos empresas que emiten ambos instrumentos). Sin embargo, la característica de este mercado pyme de ser solo emisor de deuda, cambió cuando la empresa Globokas Perú fue la primera en listar acciones en este mercado en 2016.

Este mercado busca facilitar el acceso de empresas no corporativas al mercado bursátil, es por esta razón que existen requerimientos y obligaciones más flexibles en comparación del Mercado Principal las cuales se presentan en la Tabla 14. Dentro de los requisitos se solicita un “informe de clasificación de riesgo” cuando la oferta pública sea a largo plazo y se dirija a inversionistas institucionales, caso contrario para instrumentos de corto plazo. Finalmente, otra característica que se abarca es la presentación de información financiera, para el caso de las empresas emisoras del MAV pueden optar por revelar su información de manera trimestral o semestral, siempre y cuando se notifique y dicho periodo se mantenga durante la vigencia de la emisión.

Tabla 14*Requisitos del MAV en comparación con Mercado Principal en Perú*

Requisitos	Mercado Principal	MAV
Plazo máximo de inscripción	30 días	15 días
Información financiera anual auditada	Dos últimos ejercicios	Último ejercicio
Normas EE. FF.	NIFF	Adecuación NIIF
Informe de clasificación de riesgo	2 informes	Informe solo para emisiones de Largo plazo
Memoria Anual	Dos últimos ejercicios	Último ejercicio
Reporte sobre el Cumplimiento del Código del Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas	Inicio	Al 3er año siguiente de la fecha de colocación
Reporte de Sostenibilidad Corporativa	Si	No
Información financiera intermedia individual	Trimestral	Trimestral o Semestral

Fuente: Bolsa de Valores de Lima (2019) y Superintendencia del Mercado de Valores (2019a).

Esta flexibilidad de requerimientos busca que exista un mayor número de participantes emisores en el mercado, por tal motivo, se ha creado un régimen sancionador especial, así como una reducción de 50% de las tarifas y contribuciones cobradas por la BVL, SMV y la Institución de Compensación y Liquidación de valores (ICLV).

Ahora bien, respecto al proceso de emisión, las empresas interesadas deben seguir una serie de pasos los cuales se resumen de la siguiente manera de acuerdo con la información presentada por la BVL (2019):

- *Preparación*; la empresa revisa su estructura organizativa, aspectos legales, aspectos contables (auditar estados financieros) e implementa prácticas de buen gobierno corporativo.
- *Estructuración*; la empresa define si el financiamiento será a través de deuda o capital. En esta etapa del proceso, una entidad estructuradora evalúa la situación

financiera, entorno macroeconómico, condiciones de mercado y capacidad de pago y generación de flujos de la empresa interesada.

- *Inscripción*; la empresa solicita a SMV la inscripción del valor en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) y se entrega el prospecto de emisión.
- *Oferta pública de valores*; se realiza la oferta de valores y se informa sobre términos y condiciones de la misma.
- *Colocación*; se subasta en el mercado el valor para definir el precio y tasa conforme a la oferta.
- *Emisión*; se crea el valor y la empresa obtiene el financiamiento deseado.

Por último, a parte de los emisores en este mercado participan entidades estructuradoras autorizadas por SMV; agente colocador, empresa calificadora de riesgo y agente colocador.

4.3.2 Información financiera y bursátil sobre el mercado.

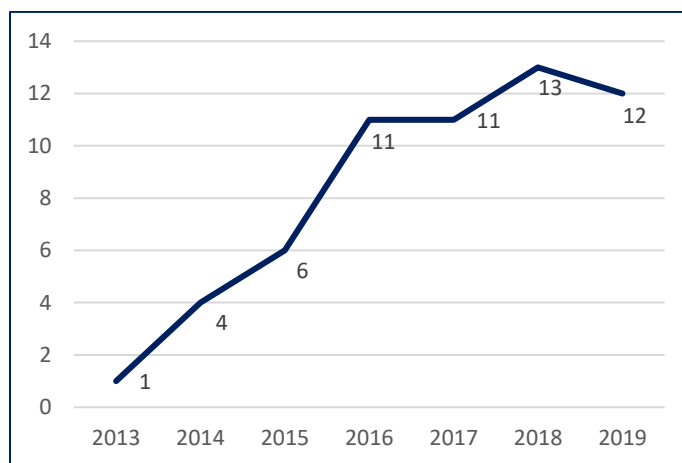
Desde la puesta en marcha de este mercado, en 2012, hasta abril de 2019, 12 empresas forman parte del Mercado Alternativo de Valores todas ellas peruanas como se muestra en la Figura 21. Durante los primeros tres años, el crecimiento fue rápido, creció en promedio 175%, aunque en los años siguientes siguió creciendo de modo paulatino a una tasa promedio de 34%; es hasta el periodo 2018-2019 que el mercado presenta una tasa negativa, influenciado por la situación económica. En cuanto a su nivel de capitalización para el primer trimestre de 2019 se alcanzaron 91 millones USD, nivel que creció casi 5% respecto al periodo anterior.

Por lo que se refiere al tipo de inversionistas en moneda nacional en este mercado sobresalen los fondos de inversión, seguido de cajas municipales y retail, también participan seguros, SABs, personas jurídicas y financieras. Mientras tanto, en moneda extranjera sobresalen los inversores retail, seguido de las cajas municipales, bancos y

seguros; también participan fondos de inversión, personas jurídicas, cajas rurales, financieras y SABs.

Figura 21

Evolución del total de empresas listadas en MAV



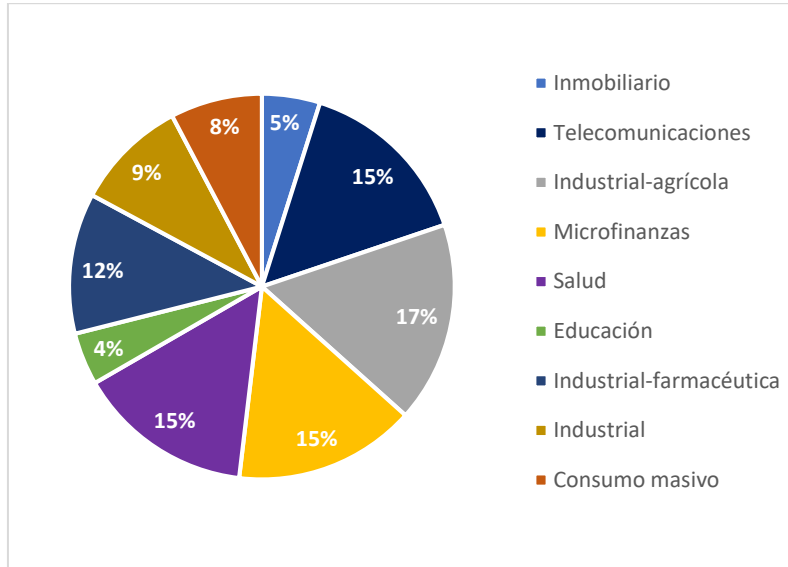
Fuente: Bolsa de Valores de Lima (2019).

Como se ha mencionado actualmente cotizan 12 empresas en este mercado tan heterogéneo, solo 33% pertenecen al mismo sector económico (inmobiliario y telecomunicaciones), del restante se encuentra sector industrial-agrícola, microfinanzas, salud, educación, financiero, industrial-farmacéutica, industrial y consumo masivo.

Finalmente, respecto al monto total colocado en ofertas primarias de deuda en la Figura 22, se observa que el sector industrial-agrícola coloca el 17% del total en instrumentos de corto plazo y bonos; seguido del sector de microfinanzas, telecomunicaciones y salud, colocando 15%; por otro lado, el sector educación, inmobiliario y consumo masivo solo colocan 4%, 5% y 8%, siendo los sectores de menor colocación de oferta respecto al total del mercado pyme peruano.

Figura 22

Monto total colocado por oferta primaria de deuda colocada por sector económico



Fuente: Estadísticos SMV (2019).

4.4 Alternative Investment Market (Inglaterra)

Alternative Investment Market (AIM), es el mercado bursátil para pequeñas y medianas empresas en crecimiento con mayor impacto y éxito en el mundo, pertenece al London Stock Exchange (Bolsa de Londres) y fue creado en 1995.

El mercado está regulado por una serie de normas dirigidas a los diversos actores, tanto para las empresas emisoras (AIM Rules for Companies), como para los asesores registrados (AIM Rules for Nominated Advisers). Mientras que la supervisión del Mercado está a cargo de London Stock Exchange y The Financial Conduct Authority (FCA).

AIM ofrece muchas oportunidades para la pyme, ya que brinda financiamiento desde las etapas iniciales, así como venture capital y para aquellas pymes que se encuentran más establecidas, en crecimiento, existe la posibilidad de unirse al mercado de capitales (London Stock Exchange, 2019a).

4.4.1 Características y requisitos que exigen

El éxito del mercado se debe al enfoque que tiene AIM respecto a las empresas que pueden cotizar, ya que pueden unirse sin necesidad de contar con un historial financiero o comercial, lo que ha permitido que empresas de todo el mundo, de distintas industrias y diversas etapas de desarrollo tengan oportunidad de acceder (London Stock Exchange, 2019b).

Por otra parte, AIM cuenta con una amplia variedad de participantes propios de un mercado bursátil, tales como brokers y especialistas de mercado y otras figuras desarrolladas específicamente para este mercado pyme, como el asesor registrado (nominated adviser o nomad) que es una figura que acompaña a la empresa en todo momento, entre sus responsabilidades destaca:

Actuar de intermediario entre la bolsa y la empresa emisora, certificar la idoneidad del emisor para entrar en el mercado y, tras la admisión, comprobar que el emisor cumple las normas vigentes y verificar los documentos que se entregan. (Palacín, et al., 2010, p. 66)

Entre las principales responsabilidades que tienen los asesores registrados está la de actuar de intermediario entre la bolsa y la empresa emisora, certificar la idoneidad del emisor para entrar en el mercado y, tras la admisión, comprobar que el emisor cumple las normas vigentes y verificar los documentos que se entregan.

Cabe mencionar que el asesor registrado debe ser una empresa o compañía que haya practicado en el área de finanzas corporativas al menos los últimos dos años y que hayan participado en al menos tres transacciones relevantes en ese período y cumplir con una serie de reglas descritas en AIM Rules for Nominated Advisers.

Así mismo, se solicita a la compañía los últimos tres ejercicios financieros para su admisión y una vez dentro para continuar se requiere de información financiera presentada con una periodicidad anual y cuenta con hasta 6 meses para publicarla; al ser un mercado destinado a empresas en todo el mundo su flexibilidad respecto al uso

de las normas contables es evidente y la sugerencia que realiza AIM es utilizar las normas financieras adecuadas para los inversionistas potenciales.

AIM es un mercado flexible respecto al mercado principal, sin embargo, no se dejan de lado las normas y lineamientos a seguir para mantener la transparencia y operatividad. Existen diferencias entre ambas plataformas, por tal motivo se muestra en la Tabla 15, aquellos requisitos diferenciados más relevantes.

En AIM, no se especifica un nivel mínimo de free-float a diferencia del mercado principal donde mínimo el 25% de las acciones deben estar en manos “públicas”; respecto a la presentación de información para las empresas listadas en el mercado pyme su periodicidad es anual y debe mostrarse en idioma inglés. Por otro lado, un requisito del mercado que muestra la apertura mundial pyme, es el tipo de norma de la preparación de estados financieros, ya que dependiendo del país en la cual la compañía se haya constituido es la elección de normas en la que se preparan los estados financieros.

También es importante mencionar que existen beneficios para inversores, compañías y asesores registrados, tales como descuento al impuesto sobre las ganancias, impuestos de sucesión, fideicomisos de venture capital, compensación a emprendedores, entre otros, todos ellos con el fin de incentivar la participación en AIM.

Tabla 15*Requisitos de AIM en comparación con Mercado Principal en Inglaterra*

Requisitos	Mercado Principal	AIM
Free-float	Mínimo 25% debe ser público	No se especifica
Presentación de información financiera	Anual (hasta 4 meses) Semi anual (hasta 2 meses)	Anual (hasta 6 meses) Semestral (hasta 3 meses)
Normas EE. FF.	IFRS o equivalente US GAAP	IAS (pertenece a Zona Económica Europea) US GAAP Canadian GAAP Australian IFRS Japanese GAAP
Cancelación de admisión	Aprobación de 75% de los accionistas (solo listado Premium)	Aprobación de no menos de 75% de los votos emitidos

Fuente: AIM London Stock Exchange (2018) y Main Market London Stock Exchange (2010).

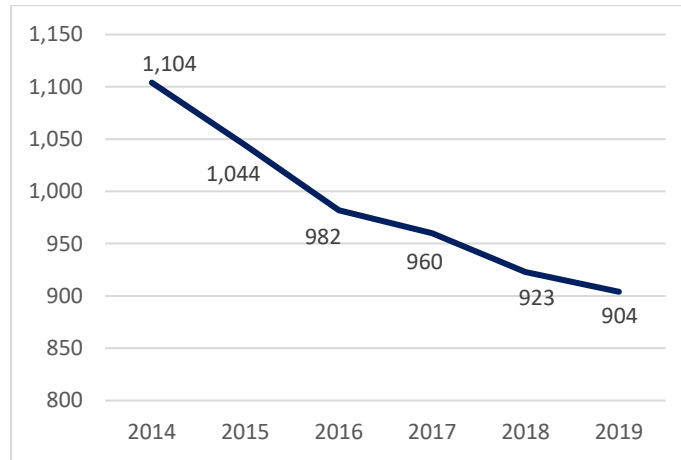
4.4.2 Información financiera y bursátil sobre el mercado

AIM es el mercado alternativo con mayor éxito en el mundo, en sus inicios solo contaba con 10 empresas y una capitalización de mercado de £82 millones, ahora se ha consolidado como el mercado líder para pequeñas y medianas empresas, ya que a finales de 2018 había 3,846 empresas y una capitalización de mercado que ascendía a £91,253.10 millones valor que ha aumentado poco más de 14% en lo que va de 2019, como se observa en la Figura 23.

Aunque AIM, es el mercado pyme con mayor éxito a partir de 2008 ha decrecido el número de empresas listadas en esta plataforma, en los últimos 5 años el decremento fue de casi 4% promedio, lo cual puede deberse a la crisis financiera suscitada en 2008 y a la reciente postura de Reino Unido respecto al Brexit.

Figura 23

Evolución del total de empresas listadas en AIM

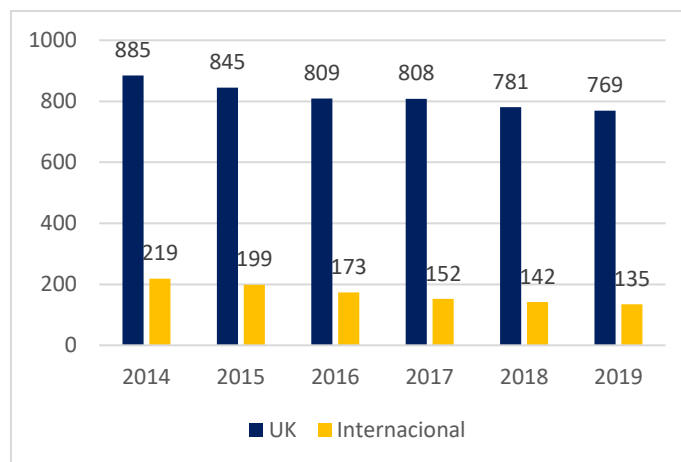


Fuente: London Stock Exchange (2019c).

AIM ha dado gran apertura a pequeñas y medianas empresas alrededor del mundo, no obstante, la participación de empresas internacionales en promedio representa poco más de 17%, pero en momentos donde el mercado ha mostrado un mayor desarrollo, la participación de estas empresas alcanza casi el 21% (Figura 24).

Figura 24

Evolución de empresas listadas en AIM respecto a su país de constitución

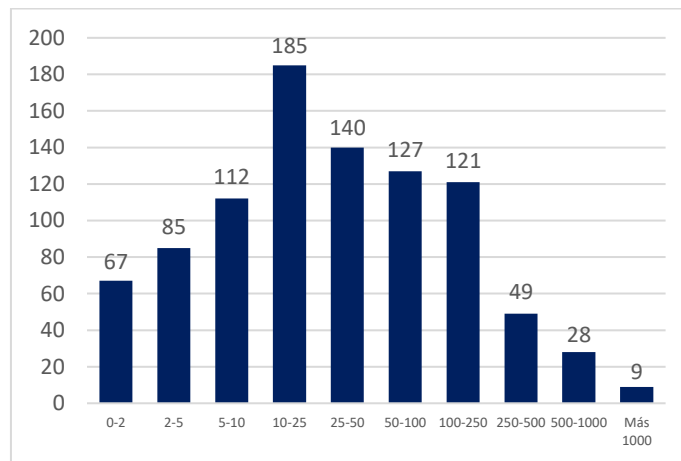


Fuente: London Stock Exchange (2019c).

Por lo que se refiere a la capitalización de mercado, su valor ascendía a más de £91 millones y se distribuía entre 923 pyme, de las cuales el 20% obtienen una capitalización entre 10 y 25 millones de libras, mientras que 15% captan entre 25-50 millones, solo el 1% de las empresas emisoras captan más de mil millones de libras y concentran el 20% de la capitalización total de AIM (Figura 25).

Figura 25

Distribución de empresas por rango de capitalización de mercado

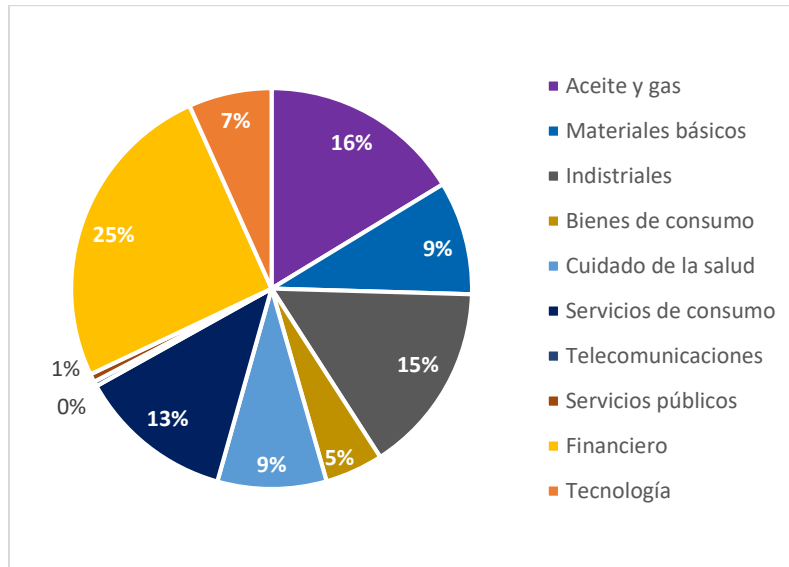


Fuente: London Stock Exchange (2019c).

Con respecto a la captación de capital en AIM, las empresas obtuvieron más de £5,400 millones a través de nuevas emisiones y ampliaciones, a su vez el sector financiero obtuvo 25% de los recursos, lo que muestra la mayor captación en 2018, el sector industrial y aceite y gas captaron casi la misma cifra solo con un punto porcentual de diferencia; los sectores cuidado de la salud y materiales básicos, han captado 9% en la misma medida; por otro lado, los sectores de servicios públicos y telecomunicaciones apenas captan el 1% de los recursos en AIM (Figura 26).

Figura 26

Captación de capital por sector económico en AIM



Fuente: London Stock Exchange (2019c).

En vista de la descripción dada anteriormente y las dos décadas de funcionamiento del mercado, es evidente el desarrollo que ha tenido AIM; el éxito de este mercado pyme se debe a la adecuada estructura técnica y legal que se ha establecido, así como los incentivos para incrementar la participación de las pequeñas y medianas empresas en el mercado de valores.

4.5 Mercado Alternativo Bursátil (España)

El mercado alternativo bursátil (MaB) “es un mercado orientado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas y unos costes y procesos adaptados a sus características” (Bolsas y Mercados Españoles, 2019), el cual se basó en el funcionamiento de AIM y Alternex.

De acuerdo con la Revista Mensual de Bolsas y Mercados Españoles (2006), el objetivo básico de MaB es:

(...) ofrecer un sistema organizado de contratación, liquidación, compensación y registro de operaciones que se efectúen sobre acciones y otros valores de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), sobre valores e instrumentos emitidos o referidos a entidades de reducida capitalización y sobre otros valores e instrumentos que por sus especiales características siguieran un régimen singularizado. (p. 16)

Este mercado pertenece a Bolsas y Mercados Españoles (BME), S.A., creado en 2006 y con sede en Madrid. Se encuentra bajo la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y regulado por normativas publicadas por el MaB a principios de 2008.

4.5.1 Características y requisitos que exigen

El MAB muestra una serie de características que permiten comprender mejor su estructura y su finalidad, las características de este mercado son: se encuentra dirigido a empresas de reducida capitalización, constituidas como sociedades anónimas, ya sean españolas o extranjeras y que cuentan con un capital social totalmente desembolsado.

Al igual que el resto de los mercados pyme, el MaB ha adecuado su normativa para lograr que empresas de dimensión adecuada logren cotizar en un mercado secundario, logrando proporcionar el adecuado equilibrio entre transparencia y flexibilidad (MaB, 2015).

Estos mercados cuentan con una regulación sencilla y flexible, ya que se ha adaptado a las necesidades de una pyme; cuenta con un sistema de negociación organizado y está orientado a inversores institucionales y particulares (Pérez y Palacín, 2009; Palacín, et al., 2010).

Por tal motivo, respecto a los aspectos contables los estados financieros para el MaB pueden ajustarse de acuerdo con el país de origen; si la empresa pertenece a al Espacio Económico Europeo se puede optar por NIIF o sistema contable del país; en caso, que la empresa pertenezca a otro país, se puede optar entre NIIF o US GAP. En el mismo sentido, se deben presentar dos ejercicios contables completos, si la actividad de la empresa tiene una antigüedad inferior a dos años, es posible presentar previsiones o estimaciones de los ejercicios, pero comprometerse a no realizar operaciones de venta de acciones al año siguiente de incorporación.

Otro aspecto que se ha adecuado a este mercado son los costes y condiciones de acceso, ya que se implementan figuras de apoyo que asesoren a las empresas en su proceso de salida (Duréndez, García y Mariño, 2014), las cuales son el asesor registrado y el proveedor de liquidez, figuras que no existen en los mercados pyme latinoamericanos.

Respecto a los costos, el MaB aplica una tarifa fija de 6, 000 € más una tarifa variable de 0.05 € por mil sobre la capitalización de valores, mientras que la tarifa de mantenimiento es de un pago fijo anual de 6, 000 €. Del mismo modo, también se incurre en los costos de las dos figuras antes mencionadas, pero esta tarifa depende del prestador de servicio contratado.

En relación con el asesor registrado, esta figura se describe como un profesional que evalúa la idoneidad de la empresa interesada para incorporarse al MaB y asisten en el cumplimiento de requisitos en el proceso de incorporación; mientras que, el proveedor de liquidez busca “favorecer la liquidez de las transacciones, conseguir una suficiente frecuencia de contratación y reducir las variaciones en el precio cuya causa no sea la propia tendencia del mercado” (Bolsas y Mercados Españoles, 2019).

En la Tabla 16, se muestran las diferencias entre el mercado principal español y el mercado alternativo bursátil, donde se puede observar que las principales se dan en la

presentación de la información contable, la develación de información respecto a las participaciones y acciones administrativas, así como aspecto de gobierno corporativo.

Tabla 16

Requisitos del MAB en comparación con el Mercado Principal en España

Requisitos	Mercado Principal	MAB
Free-float	25% del capital suscrito	Al menos equivalente a 2 M €
Número de accionistas	Mínimo 100	Sin definir
Información financiera intermedia periódica	Trimestral	Semestral
Presentación de información contable	Estándar contable internacional (IAS)	Estándar contable nacional
Información puntual de participaciones significativas	+ 3%	+ 10%
Marcos de gobernanza corporativa y transparencia en la gestión	Código Unificado de Buen Gobierno	Voluntario

Fuente: Elaboración de Giralt y González (2015).

Finalmente, el proceso de incorporación al MaB se divide en cuatro fases. De acuerdo con la Bolsas y Mercados Españoles (2019), las fases son las siguientes:

- *Fase de Decisión/Planificación*; en esta etapa se lleva a cabo la valoración de la empresa, el diseño de operación y la designación de asesor registrado y proveedor de liquidez.
- *Fase de Preparación/Solicitud*; en esta fase se entrega el Documento Informativo de Incorporación al MaB para solicitar la entrada al MaB.
- *Fase de Tramitación*; después de recibir la información necesaria, el MaB evalúa y autoriza la incorporación. En este momento se inicia el proceso de comercialización ya sea para ampliar capital u ofertar acciones.
- *Incorporación*; se anuncia la incorporación mediante la publicación en el Boletín de Cotización y se realiza el típico toque de campana y cotización.

De este modo, se puede concluir que “el MaB ha adaptado todos los procedimientos existentes para que estas empresas puedan cotizar en el mercado, pero sin renunciar a un adecuado nivel de transparencia” (Buitrago y Ceballos, 2016, p. 39).

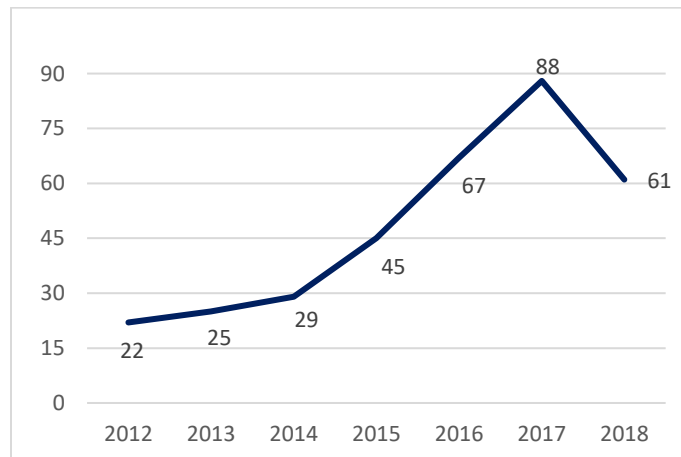
4.5.2 Información financiera y bursátil sobre el mercado.

El MaB facilita el acceso al mercado de capitales para que pequeñas y medianas empresas en expansión logren acceder al mercado de valores y financiarse a través del mismo. Es así que, desde la puesta en marcha de este mercado hasta 2017, se habían listado 66 empresas lo que significa un crecimiento de 2012 a 2018 de 177%.

Como se muestra en la Figura 27, el mercado pyme español ha mostrado constante crecimiento, sin embargo, la pyme aún sigue mostrando dificultades de acceso o permanencia en el mercado de valores. A pesar de ellos, las empresas a través de MaB han captado 494 millones de euros.

Figura 27

Evolución del número total de empresas listadas en MaB



Fuente: BME (2018).

Ahora bien, en los últimos cuatro años alrededor de 21.5% promedio de las empresas que se encuentran listadas en el MaB han recurrido a la ampliación de capital, como se observa en la Tabla 17, es decir en el segmento de empresas en expansión del MaB el importe alcanzado fue de 164.5 millones de euros en 2018 (34.6 millones más que el año anterior), mientras que el número de operaciones fue 12 en el periodo.

Tabla 17

Operaciones en el MAB

Operaciones en el MAB¹	2015	2016	2017	2018	I - 19
Número de emisores	16	15	13	8	4
Número de emisiones	18	21	15	12	4
Importe efectivo (millones de euros)	177.8	219.7	129.9	164.5	17.3
Ampliaciones de capital	177.8	219.7	129.9	164.5	17.3
De ellas, mediante OPS	21.6	9.7	17.1	0.0	0.0
Ofertas públicas de venta de acciones	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

¹ Operaciones no registradas en la CNMV.

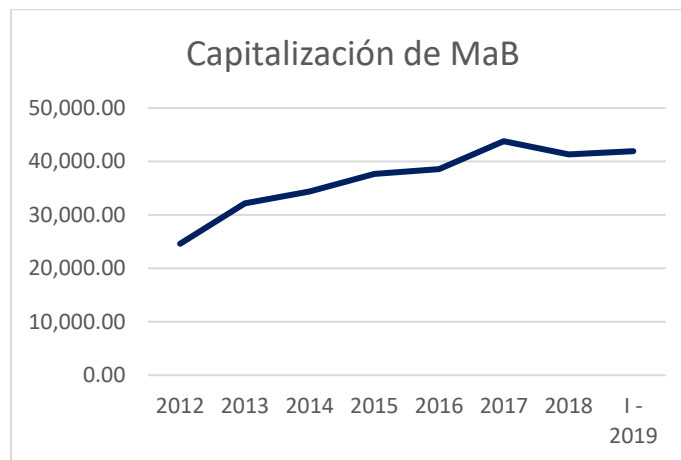
Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores (2019).

El importe total capitalizado en MAB para 2018 fue de 41,356.28 millones de euros lo que representa 5.64% del total de capitalización del mercado español. Como se puede observar en la Figura 28 la evolución de la capitalización de MaB ha sido constante, mostrando un crecimiento de 9.6% promedio anual. Sin embargo, en 2018 se muestra un decremento en la capitalización de MaB, lo cual se debe a una baja simultánea del mercado principal español respecto al flujo de inversión.

Resultado de todo lo anterior el mercado alternativo bursátil, ha logrado un fuerte posicionamiento y una rápida evolución, permitiendo a mayor número de pequeñas y medianas empresas en expansión acceder a esta plataforma bursátil para beneficiarse de las ventajas de este mercado.

Figura 28

Evolución de la capitalización del MaB



Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores (2019).

4.6 Comparativo de mercados pyme

Como se ha abordado anteriormente, existen un sin número de mercados bursátiles para pequeñas y medianas empresas alrededor del mundo, en este apartado se realiza una comparación entre tres mercados alternativos en Latinoamérica y dos mercados en Europa, cuyo funcionamiento es importante debido al crecimiento que han experimentado dichas plataformas.

En relación con las características de cada mercado (Tabla 18), dos de los tres mercados latinoamericanos (Departamento PYME y MAV) están dirigidos a pyme que son constituidas en el territorio del mercado bursátil; en el caso del mercado de capitales argentino, dentro de la reglamentación se especifican las características que definen a una pyme CNV, se anexan las últimas tres letras ya que al pertenecer a esta división se tiene acceso al mercado de capitales argentino. Por otro lado, se puede señalar que Bovespa Mais es la única plataforma en la que no se especifica la existencia de agentes relacionados con el mercado pyme, caso contrario para los cuatros mercados restantes, ya que se han desarrollado figuras que faciliten a el acceso y permanencia a las pequeñas y medianas empresas.

Tabla 18*Comparación de mercados pyme en función de las características (parte 1)*

	BOVESPA MAIS	DEPARTAMENTO PYME	MAV
Organiza	BM&F BOVESPA	Bolsa de Comercio de Buenos Aires	Bolsa de Valores de Lima
Destinado	Pequeñas y medianas empresas con ingreso gradual	Pequeñas y medianas empresas CNV	Pequeñas y medianas empresas peruanas no corporativas
Área geográfica objetivo	Mundial	Argentina	Perú
Agentes de mercado	No se especifica	Hacedor de mercado Agentes productores de agentes de negociación Agente de bolsa	Agente colocador Empresa calificadora de riesgo
Normas que lo regulan	Regulamento de Listagem Regulamento de Aplicação de Sanções Pecuniárias	Reglamento de listado BYMA Normas CNV (N.T. 2013 y mod.) Resolución de consejo No. 2/02 Resolución General 790/2019 Resolución General 673/2016	Reglamento del Mercado Alternativo de Valores
Supervisión del mercado	CVM	CNV	SMV
Acceso al mercado	Oferta Pública de Venta (OPV) con plazo de hasta 7 años	Contratación de alguno de los instrumentos de financiación que ofrece el mercado	Ofertas públicas primarias representativo de capital social y de deuda
Beneficios fiscales	Se eximen de la tasa cobrada a los emisores Descuento regresivo de la anualidad	Bonificación de los aranceles por derechos de cotización y publicaciones	No se especifica
Tamaño del mercado (2018)	16	18, 796	13

Tabla 18*Comparación de mercados pyme en función de las características (parte 2)*

	MAB	AIM
Organiza	Bolsas y Mercado Españoles	Bolsa de Londres
Destinado	Pequeñas y medianas empresas en crecimiento	Pequeñas y medianas empresas en crecimiento
Área geográfica objetivo	Mundial	Mundial
Agentes de mercado	Asesor registrado Proveedor de liquidez	Asesor designado (nominated adviser o nomad) Brokers Especialistas de mercado Servicio Regulatorio de Información Reglamentaria Equipo AIM
Normas que lo regulan	Ley del Mercado de Valores Reglamento del MAB Circulares del MAB	AIM Rules for Nominated Advisers AIM Rules for Companies AIM Disciplinary Procedures and Appeals Handbook
Supervisión del mercado	MAB CNMV	LSE FCA
Acceso al mercado	Oferta Pública de Venta (OPV) Oferta Pública de Suscripción o emisión de acciones nuevas	Oferta Pública de Venta (OPV)
Beneficios fiscales	No, por el momento	Incentivo a las ganancias de capital Compensación de emprendedores Incentivo a la propiedad comercial Compensación por pérdidas Fideicomiso a venture capital
Tamaño del mercado (2018)	61	3, 846

Fuente: Elaboración con base en información proporcionada por las distintas bolsas de valores.

Respecto al modo de acceso al mercado, Bovespa Mais, MaB y AIM ofrece a las empresas la posibilidad de optar por una oferta pública a través de la emisión de acciones, mientras que Departamento PYME y MAV también brinda la posibilidad de acceder a instrumentos de deuda, en función de las necesidades de la empresa emisora.

El mercado argentino cuenta con una gran variedad de instrumentos de deuda de corto o largo plazo, lo cual permite a la plataforma argentina financiar a más de 18 mil; en el caso de Bovespa Mais y MAV, las empresas que hasta 2018 accedieron al mercado bursátil fueron menos de 20, en el caso de MaB se ha brindado acceso a 61 empresas y en AIM la cifra asciende a 3,846 pequeñas y medianas empresas.

Por lo que se refiere a los beneficios fiscales, Bovespa Mais, Departamento PYME y AIM ofrecen beneficios adicionales; en el caso del mercado brasileño los beneficios radican en el descuento regresivo de la anualidad y se exonera el pago de la tasa cobrada a la empresa emisora, mientras que en el mercado argentino los beneficios son de tipo fiscal en algunos de los instrumentos de deuda que ofertan para la pyme, en el caso de AIM los incentivos pueden ser a las compañías e inversionistas.

Con relación a los requisitos que debe cumplir el emisor en la Tabla 19 se detallan, la principal diferencia es el tamaño de la empresa, ya que Bovespa Mais y AIM no especifican el tamaño, mientras que Departamento PYME, MAV y MaB establecen el tamaño mínimo requerido para la admisión de la compañía. De igual forma, todos los mercados comparados establecen en tiempo de establecimiento de la empresa, MAV y AIM coinciden en el tiempo de operaciones, Bovespa Mais y MaB, mencionan que la empresa emisora debe estar en operación al momento de su listado, en este caso, solo Departamento PYME no especifica características acerca de las empresas objetivo.

En el caso del número de accionistas, ninguno de los mercados especifica criterios para este punto, lo cual muestra la flexibilidad de los mercados pyme en comparación con el mercado principal correspondiente. Finalmente, en relación con la presentación de información contable, MAV, MaB y Departamento Pyme solicitan que los estados

financieros sean preparados bajo NIIF, en el caso de Bovespa Mais se solicita PCGA Brasil y IFRS para estados financieros consolidados, mientras que AIM, muestra una mayor flexibilidad en la presentación al considerar el territorio de constitución de las empresas emisoras que forman parte de este mercado.

Tabla 19

Requisitos que cumplir por parte de la empresa emisora

	BOVESPA MAIS	DEPARTAMENTO PYME	MAV	MAB	AIM
Tamaño del emisor	No se especifica	Clasificar ante CNV de acuerdo al sector industrial	Facturación menor a S/. 350 millones o su equivalente en dólares	Al menos equivalente a 2 M €	No se especifica
Vida de la empresa	Empresa en fase de crecimiento	No se especifica	Operaciones en los últimos 3 años	No se especifica, pero el producto o servicio debe estar en el mercado	Mínimo 3 años para cumplir con requisitos
Accionistas	No se exige mínimo	No se especifica	No se exige mínimo	No se exige mínimo	No se exige mínimo
Información contable	PCGA de Brasil IFRS consolidado	NIIF	NIIF	Estándar contable nacional (NIIF) no se exige	IAS US/Canadian/ Japanese US GAAP Australian IFRS

Fuente: Elaboración con base en información proporcionada por las distintas bolsas de valores.

Cada plataforma ha adecuado sus normas y reglas de acuerdo con las necesidades que enfrentan las pequeñas y medianas empresas en el país. Por ello, es posible concluir que la operatividad de cada mercado ha permitido el crecimiento de este, a pesar de los años que cada uno lleve en funcionamiento, su evolución y fortalecimiento puede deberse a la facilidad de acceso y difusión que tiene la plataforma, ya que de ese modo

es posible que un mayor número de pequeñas y medianas empresas estén interesadas en este mercado como una fuente de financiamiento.

En México aún no se apertura una plataforma dedicada a la pyme, sin embargo, desde 2005 se estableció en la Ley del Mercado de Valores dos figuras que permiten flexibilizar los requisitos de entrada al mercado de capitales y establecer tiempos de permanencia, con el fin de incentivar la entrada de este tipo de emisoras a la Bolsa Mexicana de Valores bajo la forma jurídica Sociedad Anónima Bursátil. Esta ley y sus respectivas reformas ha permitido el acceso de medianas empresas mexicana al mercado de capitales, las cuales se detallan en el capítulo 6.

Capítulo V. Mercados pyme de éxito: análisis

La creación de mercados pyme ha dado a las pequeñas y medianas empresas la posibilidad de potenciar su crecimiento a través de un mercado de capitales que facilita el acceso a una fuente de financiamiento distinta a las tradicionales. Existen diversos mercados bursátiles como ya se ha mencionado, sin embargo, en este capítulo se lleva a cabo un análisis extenso sobre Departamento PYME y AIM.

En primera instancia, Alternative Investment Market (AIM) es el mercado pyme de mayor éxito alrededor del mundo que ha brindado acceso a más de 3,500 empresas que han colocado sus acciones en el mercado de capitales inglés. Por otro lado, Departamento PYME, es uno de los mercados latinoamericanos instalado en Argentina cuyo desarrollo ha permitido el financiamiento de más de 18 mil pequeñas y medianas empresas a través de diversos instrumentos de financiamiento diversos.

5.1 Requisitos de ingreso

Una empresa que tiene interés por emitir valores en AIM debe cumplir con ciertos requisitos que evalúen su idoneidad como compañía AIM, pero el requisito primordial es la contratación de un asesor designado. Esta figura es esencial en este mercado, ya que asesora y guía a la compañía respecto a las reglas del mercado y se encuentra presente durante todo momento, dado que en caso de no contar con un asesor registrado London Stock Exchange (LSE) suspende la negociación de los valores en AIM y cuenta con solo un mes para la contratación de esta figura, en caso de no tenerlo en el plazo se cancela la admisión (London Stock Exchange, 2018). Con respecto a la clasificación de empresa pyme, AIM establece que una empresa puede solicitar su entrada al mercado si se considera pequeña y mediana empresa en el país de residencia, no se exige historial financiero ni antecedentes de cotización, tampoco se solicitan requerimientos de capital ni un número mínimo de acciones.

Por otra parte, el mercado argentino incorporó a través de la Comisión Nacional de Valores (CNV) un régimen llamado PYME CNV para permitir el acceso a pequeñas y medianas empresas al mercado de capitales, las cuales se clasifican de acuerdo con el sector y el monto (Tabla 20), una vez autorizada la pyme es posible su cotización a través de BCBA, del mismo modo debe contar con representante permanente en todo momento.

Tabla 20

Clasificación pyme de acuerdo con CNV en Argentina

PYME					
Sector	Agropecuario	Industria y minería	Comercio	Servicios	Construcción
Monto (pesos)	431,450,000	1,441,090,000	1,700,590,000	481,570,000	630,790,000

Fuente: Comisión Nacional de Valores (2019).

La conceptualización de pyme para ambos mercados es distinta, mientras Departamento PYME establece una clasificación respecto a cada sector económico, AIM no establece dentro de sus reglamentos una clasificación específica lo cual puede explicarse debido que su área objetivo es mundial.

En cuanto a la reglamentación de estos mercados, AIM ha desarrollado una serie de normas para emisores, figuras de mercado y beneficios fiscales; respecto a Departamento PYME a través de la CNV ha publicado las normas de CNV, mientras que en organismos legislativos se publicaron resoluciones generales en relación con la sección de cotizaciones pyme. En la Tabla 21 se muestran las normas específicas que regulan AIM, así como las normas y resolución de consejo y general para establecer las reglas de ingreso, permanencia y operación del mercado pyme en Argentina.

Tabla 21*Características generales de AIM y Departamento PYME*

	AIM	DEPARTAMENTO PYME
Organiza	Bolsa de Londres	Bolsa de Comercio de Buenos Aires
Destinado	Pequeñas y medianas empresas en crecimiento	Pequeñas y medianas empresas CNV
Fecha de creación	1995	2002
Agentes de mercado	Asesor designado (nominated adviser o nomad) Brokers Especialistas de mercado Servicio Regulatorio de Información Reglamentaria Equipo AIM	Hacedor de mercado Agentes productores de agentes de negociación Agente de bolsa
Normas que lo regulan	AIM Rules for Nominated Advisers AIM Rules for Companies AIM Disciplinary Procedures and Appeals Handbook A guide to AIM Tax Benefits	Reglamento de listado BYMA Normas CNV (N.T. 2013 y mod.) Resolución de consejo No. 2/02 Resolución General 790/2019 Resolución General 673/2016 Resolución No. 14.415
Supervisión del mercado	London Stock Exchange Financial Conduct Authority	Comisión Nacional de Valores
Tamaño del mercado (2018)	3, 846	18, 796

Fuente: London Stock Exchange (2018) y Comisión Nacional de Valores (2013).

5.1.1 Condiciones de ingreso

Por lo que se refiera a las condiciones de ingreso a AIM, el asesor designado desarrolla un papel importante dentro de las mismas, ya que en primera instancia se debe enviar una notificación anticipada a London Stock Exchange (LSE) bajo un formato establecido

10 días hábiles antes de la fecha de admisión, en el caso de un quoted applicant⁴, el plazo es el doble y ya se debe contar con la información presentada; una vez realizado el anuncio previo, la empresa debe presentar un formato de solicitud de admisión donde no existan omisiones, en caso de existir el asesor designado evalúa si las omisiones influyen en la evaluación; tres días antes de la fecha prevista a la admisión, LSE recibe una versión completa y electrónica de la información acompañada de las últimas cuentas anuales y el pago de tarifa establecido.

Tabla 22

Condiciones de ingreso en AIM (resumen)

AIM	
Condiciones de ingreso	Contar con un asesor designado
	Realizar una notificación anticipada y anuncio previo a la admisión
	Presentar un formato de admisión
	Presentar solicitud e información contable
	Cumplir con las tarifas AIM

Fuente: London Stock Exchange (2018).

Existen algunas condiciones de ingreso para empresas tipo lock-ins⁵, las cuales durante un año de admisión no pueden disponer del interés generado por los valores en AIM; para empresas inversoras⁶, se debe declarar una política de inversión con consentimiento previo de los accionistas y en caso de modificación debe solicitarse autorización de los mismos. A pesar de cumplir con las condiciones de ingreso, LSE puede reservar el derecho de admisión si la empresa solicitante puede ser perjudicial para la reputación o la integridad de AIM.

⁴ Emisor que ha tenido valores negociados en un mercado designado por AIM durante al menos 18 meses, antes de solicitar su admisión en AIM (London Stock Exchange, 2018).

⁵ Son empresas que no han sido independientes y obtienen ingresos por al menos dos años. (London Stock Exchange, 2018).

⁶ Empresas que recaudan un mínimo de £ 6 millones en efectivo, a través de recaudación de fondos de capital (London Stock Exchange, 2018).

Con relación a *Departamento PYME*, cuando una sociedad solicita autorización para cotizar en el mercado debe mostrar que cuenta con una organización administrativa y disposición para permanecer en el régimen de cotización al menos durante cinco años desde la fecha de emisión de sus acciones y sus accionistas actuales no deben vender total o parcialmente la tenencia accionaria de la sociedad. Una vez previsto lo anterior, se presenta ante la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) la documentación siguiente y un prospecto de modelo.

De acuerdo con la Comisión Nacional de Valores (2003), la información inicial que una empresa debe presentar es: acreditar que la sociedad es una empresa en marcha, informar el domicilio social y sede de administración, mostrar la constancia de registro de emisora de CNV y copia del acta de asamblea extraordinaria donde se resuelve anexarse al mercado de capitales, detallar los nombres de los miembros del directorio y presentar la información contable. En el mismo sentido, al momento de la solicitar la admisión se debe presentar un prospecto inicial que incluya: un sumario sobre la sociedad, las principales características de las acciones que se van a ofrecer (número, valor nominal total, precio de colocación, comisiones y descuentos), la identificación de agentes colocadores y la fecha de prospecto.

Tabla 23

Condiciones de ingreso en Departamento PYME (resumen)

DEPARTAMENTO PYME	
Condiciones de ingreso	Contar con organización administrativa
	Permanecer en el régimen de cotización al menos durante cinco años
	Acreditar que la sociedad es una empresa en marcha
	Presentar un prospecto inicial
	Detallar información sobre la sociedad
	Presentar estados contables e información relacionada

Fuente: Comisión Nacional de Valores (2003).

Con relación a la información sobre la sociedad que cualquier empresa debe informar algunos puntos primordiales son: capital suscrito e integrado, compromisos de ampliación de capital, integrantes de línea gerencial, página web; y algunas actividades de la compañía como posición competitiva, actividades principales, política de inversión, breve descripción de activos fijos y una evaluación conservadora de las perspectivas de la sociedad. Respecto a los estados contables e información relacionada, se deben presentar los últimos estados contables anuales, incluido consolidado, si tienen más de 180 días se debe mostrar el informe trimestral, del mismo modo, se debe informar sobre el nombre y domicilio de los contadores públicos que hayan auditado los estados contables acompañados.

En relación con las condiciones de ingreso Departamento PYME solicita que las empresas interesadas muestren que cuentan con la organización administrativa necesaria para poder acceder a un mercado estructurado y los requisitos de ingreso, tanto legales como contable, que demuestren esa organización. Por el contrario, AIM presenta condiciones de ingreso donde se asume que la empresa solicitante se encuentra organizada, ya que los requerimientos de entrada en este mercado se presentan en un contexto más técnico y legal.

5.2 Requisitos de operar

Acceder a un mercado pyme requiere del cumplimiento de requisitos de ingreso, pero una vez que la empresa pertenece al mercado debe cumplir con algunos requisitos, condiciones y exigencias necesarias para operar en la bolsa.

5.2.1 AIM

Dentro de *AIM*, es importante que toda empresa cuente con una política de negociación razonable y efectiva, con el fin de establecer procedimientos aplicables respecto a los

valores AIM. En el mismo sentido, se debe retener a un broker en todo momento y garantizar la transferibilidad de acciones, excepto si es la misma compañía quien limita el número de accionistas por cuestiones de estatutos o regulaciones. También es fundamental el pago de la tarifa estipulada tan pronto como el pago se venza.

Con el fin de mantener un mercado financiero ordenado, LSE puede suspender la negociación de valores de una empresa si el comercio no se lleva de la forma adecuada o se considera que no se están cumpliendo las reglas y esto afecta la integridad y reputación del mercado. Además, si la empresa que ya se encuentra dentro del mercado desea realizar una nueva admisión en una nueva clase de valores o está en busca de una adquisición, se debe realizar un nuevo trámite de admisión.

Con el fin de mantener el orden legal dentro del mercado, LSE puede tomar medidas, si se considera que se han infringido las reglas, como emitir un aviso de advertencia, cancelar la emisión de valores o publicar dicha situación; por tal motivo, LSE mantiene jurisdicción sobre la compañía con el fin de investigar y tomar medidas disciplinarias en relación con infracciones o incumplimiento.

A pesar de cualquier sanción a la que sea acreedora una compañía AIM, LSE permite que cualquier decisión, con relación a sanciones técnicas o legales, pueda ser apelada por la empresa a través del manual de Procedimiento Disciplinarios y Manual de Apelaciones (Disciplinary Procedures and Appeals Handbook).

5.2.1 Departamento PYME

Uno de los principales requisitos de operar en este mercado, es que la empresa emisora mantenga sus valores en el mercado pyme por al menos cinco años en el régimen de cotización de acciones, así como mantener la tenencia accionaria. En caso de que una empresa pyme deje de serlo, podrá permanecer en el mercado siempre y cuando pase

a la sección general o especial de cotización en un plazo máximo de 6 meses al momento de haber dejado de ser pyme.

En el mismo sentido, una pyme CNV no puede emitir un monto superior a \$500,000,000 millones de pesos o su equivalente en otra moneda, por otro lado, cualquier instrumento de deuda debe ser colocado y negociado en el mercado a través de un agente registrado.

Otro aspecto fundamental que se exige a la empresa pyme es que los valores negociados solo pueden ser adquiridos por inversores calificados que deben cumplir con ciertas características. De acuerdo con la Comisión Nacional de Valores (2013), los inversores calificados pueden ser: entidades gubernamentales, sociedades de responsabilidad limitada, cooperativas, asociaciones civiles y asociaciones sindicales, agentes de negociación, personas físicas con domicilio real en Argentina y un patrimonio neto super a \$700,000 pesos, sociedades de personas con un patrimonio neto desde un millón de pesos, personas jurídicas constituidas en el extranjero y la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES).

Finalmente, en relación con los aspectos técnicos-legales, aquellas empresas pyme CNV deben constituir un comité de auditoría si realizan una oferta de acciones; además, a pesar del cumplimiento de clasificación para ser una empresa pyme si la compañía es una entidad bancaria, compañía de seguros o brinda servicios públicos, no podrá ser considerada bajo ninguna circunstancia una pyme CNV.

5.3 Divulgación de información

Toda información que emitan las empresas AIM deben ser notificadas al mercado a través del Servicio Regulatorio de Información⁷, donde se notifica sobre el desempeño

⁷ Regulatory Information Service. Servicio aprobado por la FCA para la distribución al público de anuncios regulatorios e incluido en la lista que se encuentra en el sitio web de la FCA (London Stock Exchange, 2018).

de la compañía, la condición financiera y las perspectivas de esta; en el mismo sentido, también se considera importante notificar cualquier cambio que afecte a la entidad o genere un movimiento significativo en el precio de sus valores; así como la divulgación de información contable en los tiempos estipulados.

En el mismo sentido, Departamento PYME también solicita que exista divulgación de información en el caso de información contable se solicitan estados financieros consolidados de menos de 180 días, asimismo, se solicita notificar algún suceso o hecho no habitual que pueda afectar al negocio; en este mercado a diferencia de AIM, se solicita mostrar el informe de calificación de riesgo, ya que Departamento PYME permite el acceso de pequeñas y medianas empresas a instrumentos de deuda.

Con relación a la divulgación de información de ambos mercados en la Figura 29 se muestran los principales aspectos en cada uno. Las similitudes radican en que la información que se da a conocer es a través de un organismos establecido y legislado, evidentemente ambos solicitan información contable y la notificación de cualquier hecho que impacte a la compañía y su desempeño, toda esta información se mantiene actualizada a través de un sitio de internet que brinda acceso general. La única diferencia radica en que *Departamento PYME*, brinda acceso a instrumentos de deuda a la pyme y por tal motivo solicita un informe de alguna calificadora de riesgo.

Figura 29

Divulgación de información AIM – Departamento PYME (resumen)

AIM	DEPARTAMENTO PYME
<ul style="list-style-type: none">- Notificar a través de Servicio Regulatorio de Información.- Emitir notificación pública sobre condición financiera, desempeño o perspectivas.- Notificar cualquier cambio de la compañía.- Presentar informes semestrales y cuentas anuales auditadas.- Publicar documentos enviados a los accionistas.- Mantener un sitio web.	<ul style="list-style-type: none">- Remitir toda información contable a BCBA.- Informar sobre cualquier hecho no habitual.- Informar toda situación que pueda afectar al negocio.- Mostrar el informe de calificación de riesgo.- Mantener un sitio web.

Fuente: Elaboración propia con base en London Stock Exchange (2018) y Comisión Nacional de Valores (2003).

5.4 Análisis de éxito de mercados pyme

Alternative Investment Market (AIM) se considera el mercado de valores de mayor éxito debido que cuenta con una estructura regulatoria única y con figuras de mercado muy específicas, como el asesor designado; además con el fin de mantener la transparencia dentro del mercado, London Stock Exchange es la bolsa encargada de supervisar AIM y en caso necesario es la entidad encargada de emitir sanciones o procesos disciplinarios.

Por otro lado, Departamento PYME ha innovado al brindar acceso a pequeñas y medianas empresa, ya que no solo brinda instrumentos financieros adaptados a las necesidades de la empresa, también esta institución busca a la pyme para brindar toda la información de admisión, instrumentos disponibles y las características que definen este mercado.

Después del análisis realizado, es posible notar cuales han sido las fortalezas de ambos mercados para lograr financiar a miles de pequeñas y medianas empresas. En el caso de AIM, su adecuada estructura técnica y legal, así como la apertura a pymes internacionales, ha permitido que este mercado experimenta un rápido crecimiento y ha sido modelo para la puesta en marcha de nuevos mercados bursátiles pyme, como el Mercado Alternativo Bursátil.

Con relación a Departamento PYME, no solo se permite a las pequeñas y medianas empresas emitir acciones, también brinda la oportunidad de acceder a instrumentos de deuda, tales como los cheques de pago diferido, obligaciones negociables, fideicomisos financieros, entre otros, lo cual ha permitido que este mercado bursátil brinde financiamiento a más de quince mil empresas y a su vez brinda asesoría y atención técnica, personalizada y gratuita, lo que permite la transición de estas empresas al primer mercado.

Derivado de todo lo anterior se puede concluir que adaptar un nuevo mercado bursátil a las necesidades de las pequeñas y medianas empresas brinda una nueva fuente de financiamiento y mayor acceso a compañías generadoras de empleo, también es importante mantener una reglamentación adecuada y la existencia de organismos que regulen dichas normas, aunque ambos mercados manejan una estructura de reglamentación muy distinta entre sí, no ha sido impedimento para lograr un buen funcionamiento. En el caso de AIM, su normativa es muy estructurada debido que este mercado han tenido acceso empresas de más de 50 países, por lo que es necesario contar con normas que brinden transparencia y seguridad a los inversores; Departamento PYME, por ahora solo permite el acceso a empresas con domicilio en el país, sin embargo, esto no ha impedido que la pyme argentina tenga acceso a esta fuente de financiamiento.

CAPÍTULO VI Análisis del desempeño de empresas antes y después de financiamiento a través de BMV

Como se ha mencionado en capítulos anteriores, el mercado de valores es una fuente de financiamiento innovadora para la pyme. Sin embargo, su acceso a dicho mercado no ha sido fácil, es por tal motivo que los mercados primarios han optado por la creación de mercados alternativos para brinda mayor facilidad de acceso a la pyme, como es el caso de Alternative Investment Market en Londres, Mercado Alternativo Bursátil en España o Departamento PYME en Argentina.

En México, aún no se ha creado un mercado bursátil específico para las pequeñas y medianas empresas, pero con el fin de proponer esta alternativa como fuente de financiamiento para este tipo de empresas en 2005 la Ley del Mercado de Valores (LMV) estableció la figura de Sociedad Anónima Promotora de Inversión (SAPI) y Sociedad Anónima Promotora de Inversión Bursátil (SAPIB).

Facilitando a las PYME, su incursión en el mercado de capitales, ya que se requiere cumplir con menores requisitos de revelación de información y gobierno corporativo que una SAB (Sociedad Anónima Bursátil), debiendo adoptar de manera gradual, los estándares de las SABs. (Saavedra, Palacín y Pérez, 2019, p. 179)

Después de algunas modificaciones a SAPI y SAPIB en 2014 respecto al tiempo de adopción a sociedad anónima bursátil (SAB), lo cual facilita a la pyme la entrada al mercado principal, así como proporciona un punto intermedio de entrada que se adapta a las necesidades de la empresa, facilitando el acceso y promoviendo el crecimiento. Un claro ejemplo de las reformas aplicadas y la facilidad de acceso fue la empresa RLH Properties, que fue la primera empresa mediana en listarse en México después de las modificaciones realizadas a LMV y Grupo Sports World, empresa de éxito en el mercado de capitales.

6.1 ¿Cómo obtener financiamiento en BMV?

El ingreso a la BMV para empresas de edad temprana ha sido posible gracias al establecimiento de las figuras SAPI y SAPIB, con esta última figura se facilita la emisión de acciones que solo pueden ser adquiridas por inversionistas institucionales y calificados. Para el acceso al mercado de valores se debe cumplir con una serie de condiciones de ingreso como se muestran en la Tabla 24.

Tabla 24

Condiciones de ingreso bajo figura SAPIB

		SAPIB
Condiciones de ingreso	Historial de operación	Últimos tres ejercicios
	Capital contable	20,000,000 unidades de inversión (UDIS)
	Utilidad promedio de los últimos tres años	Positiva
	Valores sujetos a oferta pública	- Inscripción: 15% del Capital social pagado - Mantenimiento: 12% del Capital social pagado
	Número de acciones objeto de la oferta pública	10,000,000 títulos
	Gobierno corporativo	- Adhesión voluntaria 3 años (LMV) - Calendario de eventos (BMV)
	Revelación de información	- Principio de relevancia - Menores requisitos de inscripción - Prospecto - Reporte anual simplificado - Estados financieros anuales auditados - Estados financieros trimestrales sin anexos

Fuente: Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (2007).

Adicional a las condiciones de ingreso que debe cumplir una empresa también debe contar con un consejo de administración con al menos un miembro independiente, un comité de prácticas societarias, un comisario y un auditor independiente. Del mismo modo, cada compañía cuenta con 10 años para ingresar al mercado principal o antes si alcanza un capital de 250 millones de UDIS.

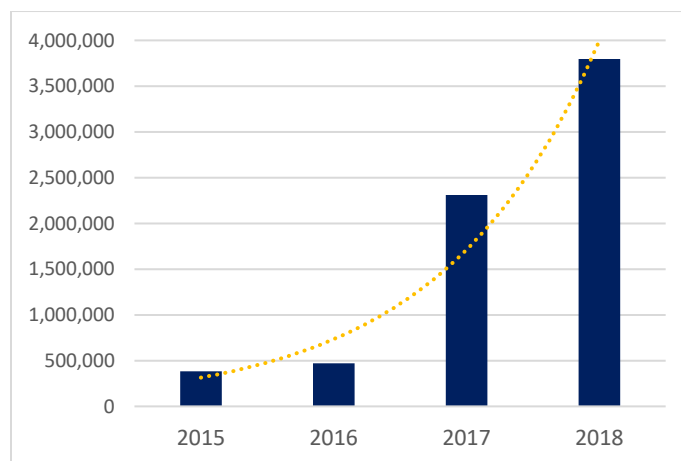
6.2 RLH Properties

Es una sociedad controladora dedicada a la adquisición y desarrollo de activos hoteleros del segmento alto, cuya primera oferta dentro de la BMV se dio bajo la figura SAPIB en noviembre de 2015 y el éxito de esta mediana empresa fue tal que en tan solo 8 meses la compañía se convirtió en SAB. A continuación, se muestra un análisis sobre el desempeño de esta mediana empresa.

En primera instancia es importante mencionar que después de la entrada a la BMV los ingresos de RLH aumentaron 23% pasando de \$382,774 en 2015 a \$470,777 en 2016. Estas cifras aumentaron de manera exponencial como se observa en la Figura 30, después de adoptar la modalidad SAB los ingresos de esta empresa mostraron un incremento de más 706% hasta \$3,797,883 en 2018.

Figura 30

Ingresos RLH Properties



Fuente: Elaboración propia con base en estados financieros RLH Properties.

Como se mencionó con anterioridad, los ingresos de RLH han mostrado un crecimiento constante resultado del modelo de negocios que manejan y de la expansión de proyectos mostrando un incremento de 390.4% de 2016 a 2017. Sin embargo, la

compañía enfrentó con una pérdida neta por \$723,751 al 31 de diciembre de 2018 (Tabla 25), lo cual se originó por los costos de los proyectos que tiene la empresa en la Riviera Maya, la adquisición de un campo de golf y la adquisición de acciones preferentes.

Tabla 25

Estado de resultados RLH Properties

Estado de Resultados	2016	2017	2018
Ventas	470,777	2,308,607	3,797,883
% Cambio		390.4	64.5
Resultado bruto	470,777	2,308,607	3,797,883
% Cambio		390.4	64.5
Util Op. o EBIT	63,642	510,626	- 569,721
% Cambio		702.3	-211.6
Resultado neto	- 25,279	88,659	- 723,751

Fuente: Elaboración propia con base en estados financieros RLH Properties.

En relación con la capacidad de generación de flujo de efectivo, en la Tabla 26 se muestra la capacidad de la empresa respecto a su nivel de liquidez y la fuerte generación de efectivo derivada de las operaciones de la compañía. Aunque existe un buen desempeño de la empresa respecto a su nivel de liquidez, el índice ha decrecido casi 67% desde la fecha de entrada a 2018, lo cual puede deberse a las exigencias de inversiones de capital que se han llevado a cabo en el proceso de expansión de la compañía, así como el pago de deuda y dividendos.

En 2015, cuando RLH adoptó la figura SAPI se mostraba una razón de apalancamiento sobre activo total mayor al 0.7 veces, situación que decreció 41% hasta ubicarse en una razón de 0.43 veces, lo cual muestra la fortaleza de la política de apalancamiento, solo puede existir un nivel de apalancamiento de 65%, que se originó a raíz de la entrada en bolsa. Por otro lado, al 31 de diciembre de 2017 la deuda total ajustada de la compañía se incrementó a \$3,044,069 derivado de la adquisición del

proyecto de Mayakoba, el cual impacto de manera positiva la tasa de crecimiento más de 230%. A pesar del aumento de la deuda total, la compañía no tenía apalancamiento, ya que el monto de efectivo y equivalentes de efectivo era superior al monto de la deuda total de \$3,633,559 datos que se pueden observar en la Tabla 27.

Tabla 26

Liquidez RLH Properties

Liquidez	2015	2016	2017	2018
Ratio Corriente	6.67	3.08	2.30	2.20
Prueba ácida	6.64	3.08	2.27	2.17

Fuente: Elaboración propia con base en estados financieros RLH Properties.

Para el año 2018, la deuda total ajustada se incrementa a \$6,962,358 mostrando un incremento de 61%, lo que significa más de 2 mil millones, esto se debe de acuerdo con lo expuesto por la compañía a la adquisición de nuevos activos y la obtención de préstamos bancarios.

Tabla 27

Apalancamiento RLH Properties

Apalancamiento	2015	2016	2017	2018
PT/AT	0.72	0.25	0.47	0.43
PT/E a VL	2.63	0.33	0.88	0.75
Deuda total	1,063,761	1,279,527	4,323,596	6,962,358
Deuda neta	528,432 -	3,633,559	693,598	3,658,577
D/E	1.78	0.23	0.47	0.48

Fuente: Elaboración propia con base en estados financieros RLH Properties.

Por otro lado, el margen EBITDA al momento de entrada a bolsa respecto a los ingresos totales fue de 26.86%, el cual se incrementó casi 60% en 2017 en referencia del año anterior, lo cual puede deberse a la ampliación y adquisición de activos. En el mismo sentido, en 2018 este indicador fue negativo, debido que los gastos operativos son mayores a su nivel de ingreso, lo que se debe al desarrollo de Mayakoba (Tabla 28).

Tabla 28

Márgenes de rentabilidad RLH Properties

Concepto	2015	2016	2017	2018
EBIT margen (%)	17.69	13.52	22.12	-15.00
EBITDA margen (%)	26.86	22.18	35.63	-4.28
Neto margen (%)	-25.43	-5.37	3.84	-19.06

Fuente: Elaboración propia con base en estados financieros RLH Properties.

Existen algunos indicadores financieros que permiten predecir si la inversión llevada a cabo puede aumentar o disminuir y el riesgo que la misma conlleva (Tabla 29). El primer indicador que se presenta es conocido como Q de Tobin, este indicador muestra si los activos de RLH se encuentran sobrevalorados o infravalorados, para 2016 dicho valor muestra que el precio de mercado de la acción se encontraba sobrevalorada respecto a su patrimonio, situación que se modificó para los años 2017 y 2018 causando el efecto contrario a lo mencionado; mientras tanto, la razón Z de Altman para mercado emergentes muestran la calificación de crédito que es otorgada a la compañía para evaluar la capacidad de enfrentar las obligaciones financieras de la misma; en este método se debe llevar a cabo un ajuste de la calificación de crédito de EUA bajo cierto parámetros y una vez realizados se obtuvieron los valores de la Tabla 29.

Respecto al valor obtenido en 2015, RLH mostró un valor de 5.05 el cual aumentó a 9.34 al año siguiente que la empresa se convirtió en SAB, sin embargo, dicho valor disminuyó casi 23% ubicando su calificación crediticia en el grupo B, lo cual se considera

adecuado, ya que la calificación promedio del sector en MID BB (Altman, 2005). En el mismo sentido, se puede concluir mediante el valor obtenido que RLH es una emisora que es menos vulnerable al incumplimiento, pero enfrenta incertidumbre respecto a condiciones adversas financieras (S&P Global, 2018), mientras tanto la probabilidad de que la empresa caiga en problemas de insolvencia es mínima debido que no presenta problemas de liquidez.

Tabla 29

Indicadores financieros RLH Properties

Indicadores financieros	2016	2017	2018
Q TOBIN	2.61	0.82	0.98
Z de Altman	9.34	5.46	5.14
Calificación crediticia	AAA	BB+	BB
Calificación crediticia (modificada)	A	BB+	B+

Fuente: Elaboración propia con base en estados financieros RLH Properties.

Uno de los objetivos de toda compañía es crear valor para todos los interesados, con el fin de cuantificar dicho objetivo se recurre a la metodología de valor económico añadido, EVA (Economic Value Added, por sus siglas en inglés). Desde la entrada a bolsa de la empresa RLH Properties, en 2015, se puede apreciar la conveniencia de recurrir al mercado de capitales como fuente de financiamiento, ya que ha permitido un crecimiento exponencial para la emisora y por consiguiente generación de valor constante a la misma. En la Tabla 30 se puede observar que en 2016 hubo un decremento de 76% producto de un aumento en el costo de capital debido al aumento sustancial en el capital social nominal originado por el cambio de figura S.A.P.I a S.A.B, sin embargo, dicho decremento no afectó la generación de valor de la compañía. A pesar, del buen desempeño de la empresa en el mercado de capitales en 2018 se muestra un valor EVA negativo, lo cual no se debe al hecho de cotizar en bolsa, sino que fue

originado por pérdidas en la utilidad de operación ajustada derivada de pérdidas cambiarias respecto al dólar y el euro.

Tabla 30

EVA RLH Properties

RLH PROPERTIES	2015	2016	2017	2018
Utilidad operativa neta	114,205	157,233	355,423	-306,324
Capital invertido al inicio	1,416,085	1,526,341	2,530,957	12,510,698
CCPP (CAPM)	3.32%	9.26%	3.32%	3.92%
- Cargo de capital	47,082	141,414	84,028	490,590
= EVA	67,124	15,818	271,395	-796,913

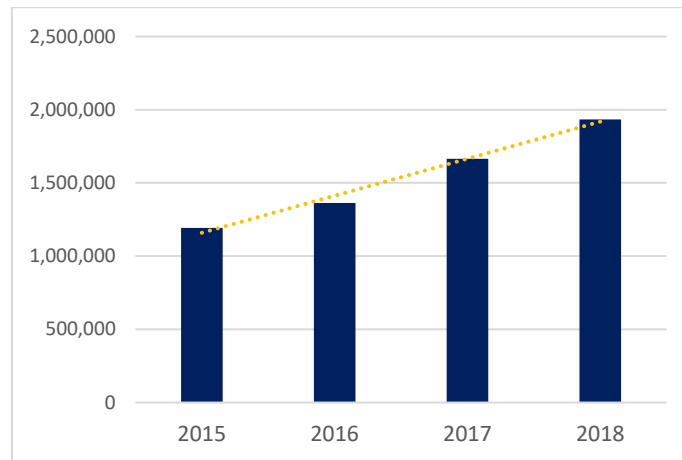
Fuente: Elaboración propia con base en estados financieros RLH Properties.

6.3 Grupo Sports World

Es una empresa operadora de clubes deportivos en México con un modelo de negocios innovador que brinda instalaciones deportivas de primer nivel y su entrada a la BMV fue en octubre de 2010, la cual ha resultado un éxito para la compañía, ya que desde la entrada de la compañía hasta 2018, los ingresos han aumentado en promedio 20%. Los ingresos de Grupo Sports World (GSW) se derivan de membresías, cuotas de mantenimiento y venta de programas y productos deportivos, por tal motivo se puede observar en la Figura 31 que en el periodo 2015-2018 el crecimiento de GSW ha sido constante y en aumento, lo que se debe a situaciones del mercado que ha impulsado los ingresos totales.

Figura 31

Ingresos Grupo Sports World



Fuente: Elaboración propia con base en estados financieros Grupo Sports World.

Los ingresos de GSW han mostrado un crecimiento constante provenientes de los mismos clubes, para el 31 de diciembre de 2018 la empresa mostró un aumento de 16.1% en los ingresos totales. En 2018 la utilidad de operación (EBIT) creció 15.3%, con un margen de operación de 6.66% en relación con el año previo. El EBITDA en 2018 alcanzó \$333,168 comparado con \$292,754, lo que representó un margen EBITDA de 17.57% (Tabla 31 y Tabla 32).

Tabla 31

Márgenes de rentabilidad Grupo Sports World

Rentabilidad	2015	2016	2017	2018
EBIT margen (%)	4.57	5.10	6.71	6.66
EBITDA margen (%)	17.16	16.73	17.57	17.22
Neto margen (%)	1.36	2.18	3.17	2.53

Fuente: Elaboración propia con base en estados financieros Grupo Sports World.

Tabla 32*Estado de resultados Grupo Sports World*

Estado de Resultados	2015	2016	2017	2018
Ventas	1,191,592	1,363,873	1,665,841	1,934,393
% Cambio		14.5	22.1	16.1
Resultado bruto	1,191,592	1,363,873	1,665,841	1,934,393
% Cambio		14.5	22.1	16.1
Util Op. O EBIT	54,505	69,561	111,758	128,837
% Cambio		27.6	60.7	15.3
Resultado neto	16,242	29,723	52,747	48,874
% Cambio		83.0	77.5	-7.3

Fuente: Elaboración propia con base en estados financieros Grupo Sports World.

Después de cinco años de cotizar en BMV, la razón de apalancamiento era de 0.45x valor que solo ha aumentado 13.6% respecto a 2018 ubicando la razón en 0.54x, lo cual muestra un óptimo valor respecto al financiamiento de recursos ajenos (Tabla 33). Por otro lado, al 31 de diciembre de 2017 la deuda total ajustada de la compañía se incrementó a \$128,619, lo cual mostró un incremento de 23.2% derivado de la apertura de nuevos clubes deportivos e inversiones en activos fijos.

A pesar de este ligero aumento el nivel de endeudamiento de la empresa no representa un problema para hacer frente a sus obligaciones, mientras que la razón deuda/EBITDA al cierre de 2018 fue de 1.67x.

Tabla 33*Apalancamiento Grupos Sports World*

Apalancamiento	2015	2016	2017	2018
PT/AT	0.47	0.46	0.51	0.54
PT/E a VL	0.89	0.85	1.02	1.15
Deuda total	456,439	440,634	555,278	683,897
D neta	298,285	306,365	486,486	557,415
D/E	0.53	0.50	0.60	0.69

Fuente: Elaboración propia con base en estados financieros Grupo Sports World.

En relación con la capacidad de generación de flujo de efectivo, en la Tabla 34 se muestra la capacidad de la empresa respecto a su nivel de liquidez. Aunque existe un buen desempeño de la empresa respecto a su nivel de liquidez, el índice aumentó 5.38% desde 2015 al cierre de 2018, lo cual puede deberse a las exigencias de inversiones de capital en activo fijo y el capital de trabajo de operación de los clubes. En el mismo sentido, la compañía ha adoptado un enfoque que permita solventar las obligaciones contraídas y evitar incurrir en riesgo de liquidez.

Tabla 34*Liquidez Grupo Sports World*

Liquidez	2015	2016	2017	2018
Ratio Corriente	0.59	0.36	0.38	0.62
Prueba ácida	0.56	0.34	0.37	0.60

Fuente: Elaboración propia con base en estados financieros RLH Properties.

Finalmente, al igual que el análisis realizado a RLH Properties, se muestra el valor obtenido en Q de Tobin y Z de Altman, para el periodo de 2016-2018 el valor de Q fue el mismo mostrando un ligero descenso en 2017 de 2.4%, este valor muestra que el precio

de acción de GSW se encuentra sobrevalorado respecto al patrimonio de la compañía, este dato es consistente con la firmeza financiera de su razón de apalancamiento y EBITDA. Por otra parte, la razón Z de Altman en el caso de GSW muestra mayor estabilidad conforme al paso del tiempo de la emisora en BMV, los valores z muestran una calificación de crédito para la emisora en el grupo B, lo cual demuestra que la inversión en esta empresa es de un nivel de riesgo promedio y por lo tanto de menor grado especulativo, lo que se traduce en poca probabilidad de insolvencia en el corto plazo (Tabla 35).

Tabla 35

Indicadores financieros Grupo Sports World

Indicadores financieros	2016	2017	2018
Q TOBIN	1.10	1.08	1.10
Z de Altman	4.11	4.32	4.73
Calificación crediticia	B-	B+	B+
Calificación crediticia (modificada)	B+	BB	BB

Fuente: Elaboración propia con base en estados financieros RLH Properties.

Al momento que GSW comenzó a cotizar, la emisora aumentó su valor año tras año, aumentando en promedio 18.3% en valor EVA. En primera instancia es evidente que la entrada a bolsa permitió un crecimiento constante para la empresa, ya que se reporta un crecimiento promedio de 18% en los ingresos totales de la compañía desde su entrada a bolsa, por otra parte, se demuestra la conveniencia de recurrir al mercado de capitales para obtener financiamiento, ya que en el periodo de análisis el costo de capital osciló entre 5.8% y 8.8%, con un promedio de 6.7% lo que representa un menor costo de capital comparado con el costo de financiamiento de la banca comercial, que se ubica en 15% promedio, y el costo en fondos de fomento y banca de desarrollo que ofrecen financiamiento a tasas promedio de 14.3%. A diferencia de RLH, esta es una empresa que ha madurado con relación al tiempo de permanencia en bolsa y los nueve años en

que GSW ha recurrido al mercado de capitales como fuente de financiamiento han permitido que el valor de la emisora vaya en ascenso y le permita cumplir con los planes de expansión que se han propuesto.

Tabla 36

EVA Grupo Sports World

GRUPO SPORTS WORLD	2015	2016	2017	2018
Utilidad operativa neta	194,757	206,317	268,158	368,008
Capital invertido al inicio	1,022,527	1,100,561	1,167,888	1,378,765
CCPP (CAPM)	3.64%	5.79%	8.39%	8.79%
- Cargo de capital	37,248	63,762	97,991	121,133
= EVA	157,510	142,555	170,167	246,875

Fuente: Elaboración propia con base en estados financieros Grupo Sports World.

6.4 Conclusiones del desempeño de empresas mexicanas

A través de este análisis es posible concluir que las modificaciones realizadas a la Ley del Mercado de Valores han permitido a empresas medianas acceder al mercado de valores, tal es el caso de Grupo Sports World y RLH Properties. Aunque ambas empresas empezaron a cotizar en distintos periodos de tiempo, se puede observar que GSW se ha convertido en una empresa madura a lo largo de casi 10 años de haber empezado a cotizar en el mercado de valores; esta compañía se ha fortalecido a través de su presencia de mercado y el crecimiento en el nivel de ingresos reportados, si bien GSW es un emisora smallcap su presencia en bolsa le ha permitido acceder a una fuente de financiamiento que se traduce en presencia de mercado en la ciudad de México y las ciudades más importantes de la República Mexicana, como lo son Puebla, Monterrey, Querétaro, Campeche, entre otras. El crecimiento y fortaleza de mercado que ha experimentado GSW evidencia las ventajas de las diversas fuentes de financiamiento a las que esta mediana empresa ha tenido acceso.

Por otro lado, RLH Properties se benefició de las reformas realizadas y optó por la figura SAPIB, la cual le permitió a esta mediana empresa acceder al mercado de capitales con la flexibilidad de requisitos y nivel de capitalización diferenciados de una SAB. Después del análisis realizado, se puede concluir que RLH se benefició enormemente de los recursos obtenidos en el mercado de capitales, ya que de 2015 a la fecha, la compañía ha invertido en diversos proyectos inmobiliarios que han permitido a la emisora acceder al mercado hotelero AAA, es decir, segmento alto hotelero operado por marcas reconocidas mundialmente, estas inversiones han permitido que los ingresos de la compañía crezcan de modo exponencial y cuenta con estabilidad financiera como se ha mostrado anteriormente.

Derivado de lo anterior, es posible concluir que el mercado de capitales es una buena opción de fuente de financiamiento al que pueden acceder las medianas empresas a través de las figuras SAPI y SAPIB, ya que permite fortalecer la situación financiera y generar valor para los interesados en la empresa. Si bien es cierto que México aún no ha desarrollado un mercado pyme específico, se han encaminado esfuerzos para brindar facilidad de acceso a las pequeñas y medianas empresas al mercado de capitales.

Capítulo VII. Conclusiones

Como se ha analizado a lo largo de esta investigación, la pyme es de suma importancia debido a la alta cantidad de empleos que se generan y ser el principal motor dentro de una economía debido a las características de estas unidades económicas. Sin embargo, a pesar de la trascendencia de este tipo de empresas no ha sido suficiente para proveer de fuentes de financiamiento adecuadas a sus necesidades.

Con relación al objetivo de esta investigación: realizar un análisis comparativo del mercado alternativo mexicano y español, se concluye que el establecimiento de un mercado pyme depende de la correcta normatividad y la formalización de las pequeñas y medianas empresas mexicanas, ya que no existen figuras reguladoras como el asesor registrado o proveedor de liquidez a diferencia del mercado alternativo bursátil, y el establecimiento de figuras específicas, así como una normatividad adecuada otorgaría mayor confianza y mayor participación tanto de empresas como de inversionistas. El MAB es un mercado pyme completamente establecido, desde costos hasta operatividad por lo que su funcionamiento es un referente idóneo para establecer un mercado que permita la emisión de recursos propios.

Ahora bien, como se ha mencionado anteriormente existen diversas alternativas de financiamiento pyme, en primera instancia se encuentran las fuentes internas tales como utilidades de la empresa misma, recursos propios o el recurrir a la venta de activos para seguir financiando el crecimiento de la empresa; por otro lado, existen un sinnúmero de fuentes externas de financiamiento públicas y privadas, que aunque cuentan con ventajas una de sus principales desventajas son los requisitos solicitados y las tasas de interés de cada instrumento en este tipo de fuentes; es aquí donde se sugiere recurrir al mercado de capitales, ya que aquellas empresas que cumplan con ciertos requisitos puede obtener recursos a menor costo de capital.

Este último punto puede ser comprobado a través de la teoría del ciclo de vida, la cual comenta que de acuerdo con el nivel de madurez que posea la empresa es el tipo de

fuentes de financiamiento a las que recurrirá una empresa, en el caso de la pyme que se encuentra en etapas iniciales primero se recurre a financiamiento interno e incluso financiamiento comercial, solamente cuando la empresa se encuentra en una fase de crecimiento constante opta por recurrir al mercado de capitales como fuente de financiamiento.

Otra de las teorías propuestas con las que se puede concluir es la teoría de la jerarquía o pecking order, en la cual se plantea que la pyme seguirá teniendo como principal de financiamiento las fuentes internas, después optan por deuda y finalmente por la emisión de recursos propios en el mercado de capitales; a raíz de esta teoría se puede concluir que, aquellos mercados alternativos que permiten la emisión de deuda serán mucho más atractivos para pequeñas y medianas empresas. Este punto se puede comprobar con el éxito de Departamento PYME, el mercado alternativo de Argentina que permite la colocación de instrumentos de deuda y que ha financiado a más de 18mil empresas, a través de cheques de pago diferidos, obligaciones negociables y pagarés y con un valor de capitalización a 2018 de USD \$ 8,123 millones lo que convierte a este mercado pyme como el de mayor éxito en Latinoamérica.

Ahora bien, el mercado de valores es una fuente de financiamiento muy importante para empresas de gran tamaño, sin embargo, no era posible el acceso para empresas de menor tamaño debido a la incapacidad de cumplir los requisitos establecidos, contar con una estructura de capital definida o afrontar los costos previos a la emisión, por tal motivo el mercado principal de capitales era de limitado uso para la pyme.

A fin de ofrecer otra fuente de financiamiento además de las tradicionales para la pyme, alrededor del mundo se han implementado diversos mecanismos y requisitos con el propósito de establecer un mercado alternativo de valores que sea atractivo y disminuir los problemas de financiamiento. Es así como se han creado mercados alternativos, segundos mercados o mercados pyme, constituidos para cubrir las necesidades específicas de este tipo de unidades económicas.

Los mercados pyme que fueron descritos a lo largo de este trabajo establecían una serie de factores para el acceso de pequeñas y medianas empresas al segundo mercado, donde se destaca con claridad y homogeneidad que podía acceder cualquier empresa que contara con alto potencial de crecimiento, reportara ganancias a través de sus estados financieros y sobre todo que el acceso a este tipo de mercados era para todo interesado que no cumpliera aún con los requisitos del mercado principal. A pesar de la flexibilización de requisitos en el mercado pyme y con el propósito de evitar asimetría de información, se han establecido organismos institucionales que se encargan de vigilar el funcionamiento de estos mercados y el cumplimiento de las normas establecidas.

En el caso de México, aún no existe un mercado de capitales especial para la pyme, pero se han hecho algunas adecuaciones a la Ley del Mercado de Valores para facilitar el acceso de este tipo de empresas a la bolsa a través de la figura S.A.P.I y S.A.P.I.B, las cuales ofrecen a empresas de menor tamaño cotizar en el mercado de valores, proteger a los inversionistas y establecer un tiempo de transición para el cumplimiento de requisitos en la figura S.A.B. estas adecuaciones han permitido que alrededor de diez empresas accedan al mercado de capitales mexicano.

Con el establecimiento de estas figuras se facilitó el acceso pyme al mercado de capitales, no obstante, es necesario mejorar la operatividad de las pequeñas y medianas empresas en el mercado de capitales evaluando si realmente el mercado se ajusta a las necesidades de la pyme en su conjunto. Por tal motivo es necesario el establecimiento de algunas medidas que permitan impulsar el mercado de capitales como fuente de financiamiento; una de las primeras es brindar educación financiera a los pequeños y medianos empresarios para poder atacar la falta de conocimiento sobre los mercados alternativos; de igual forma, es importante motivar la participación en el mercado hacia empresas pyme, con lo cual podrán establecerse planes de incentivo por parte del estado; considerando todo lo expuesto en este trabajo, también es recomendable establecer normas o reglas específicas para la pyme en el mercado de valores, con la

finalidad de flexibilizar los requisitos de entrada pero manteniendo la transparencia y seguridad para los inversionistas.

Con respecto a la segunda parte del objetivo: determinar el impacto de financiarse a través del mercado de capitales en México. A través del análisis realizado en el capítulo VI es posible concluir que las modificaciones a la LMV han permitido a medianas empresas obtener financiamiento en el mercado de capitales y que su entrada a la bolsa fortaleció enormemente la situación financiera de las emisoras, lo cual permitió mantener un crecimiento constante. En este caso se realizó el análisis de dos empresas que comenzaron su cotización bajo figuras pyme, pero existen otras empresas que han logrado acceder al mercado de capitales, este análisis confirma la conveniencia de facilitar a la pyme el acceso a nuevas fuentes de financiamiento.

Derivado de lo anterior, es posible concluir que el mercado de capitales es una buena opción de fuente de financiamiento al que pueden acceder las medianas empresas a través de las figuras SAPI y SAPIB, ya que permite fortalecer la situación financiera y generar valor para los interesados en la empresa. Si bien es cierto que México aún no ha desarrollado un mercado pyme específico, se han encaminado esfuerzos para brindar facilidad de acceso a las pequeñas y medianas empresas al mercado de capitales.

Los resultados de esta investigación abren oportunidades para nuevas líneas de investigación, como puede ser el análisis económico-financiero de una muestra de pequeñas y medianas empresas y evaluar su idoneidad para acceder al mercado de capitales o el análisis empírico sobre las posibilidades de establecer un mercado pyme en México.

Referencias

- Altman, E. (2005). An emerging market credit scoring system for corporate bonds. *Emerging Markets Review* 6, 311-323. doi:10.1016/j.ememar.2005.09.007
- Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles. (2007). Valores por la fortaleza de México. Recuperado de [http://www.amib.com.mx/valores/boletines/ValoresEspecial\(D\).pdf](http://www.amib.com.mx/valores/boletines/ValoresEspecial(D).pdf), el 05 de agosto de 2019.
- Banco de México. (2015). *Reporte sobre las condiciones de competencia en el otorgamiento de crédito a las pequeñas y medianas empresas (PYME)*. Recuperado de <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones/informes-periodicos/reporte-sobre-las-condiciones-de-competencia-en-lo/%7BB0D52028-C9F4-9410-0DA9-AA76BD9474AB%7D.pdf>, el 07 de julio de 2017.
- Banco de México. (2017). Evolución del Financiamiento a las Empresas durante el Trimestre Julio – septiembre de 2017. Comunicado de Prensa. Recuperado de <https://www.banxico.org.mx/dyn/informacion-para-la-prensa/comunicados/sector-financiero/financiamiento-empresas/%7B021FF28E-1398-7A0B93EB132392B276BF%7D.pdf>, el 8 de febrero de 2017.
- Banco de México. (2018). Encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio. Recuperado de <http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=19&idCuadro=CF471&accion=consultarCuadro&locale=es>, el 10 de febrero de 2018.

Banco Mundial. (2010). Enterprise Survey Mexico. Recuperado de <http://www.enterprisesurveys.org/data/exploreconomies/2010/mexico#workforce-size>, el 5 de Febrero de 2018.

Banco Mundial. (2014). Mapping Enterprises in Latin America and the Caribbean, *Enterprise Surveys Latin America and the Caribbean Series, Note No. 1*. World Bank Group.

BCBA. (2018a). PYMES. Recuperado de <https://www.bcba.sba.com.ar/capacitacion/financiarse/pymes/>, el 16 de mayo de 2019.

BCBA. (2018b). PyMEs Reporte Mensual. Recuperado de <https://www.bcba.sba.com.ar/sitio/descargas/reportes/Reporte-78391.pdf>, el 17 de mayo de 2019.

BME. (2018). Informe de mercado 2018. Recuperado de <https://www.bolsasymercados.es/docs/infmercado/2018/esp/IM2018.pdf>, el 17 de mayo de 2019.

BM&FBOVESPA. (2014). Bovespa Mais. Recuperado de http://www.b3.com.br/data/files/68/53/06/5D/7048F41054E072F492D828A8/BOVESPA_Mais_folder.pdf, el 14 de mayo de 2019.

BM&FBOVESPA. (2016). Segmentos de listagem. Recuperado de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/bovespa-mais/, el 14 de mayo de 2019.

Bodie, Z. y Merton, R. (2003). Finanzas. Editorial Pearson.

Bolsa de Valores de Lima. (2012). ¿Qué es el MAV? Recuperado de https://www.bvl.com.pe/mav/bvl_mkt_mav_bro_v2.pdf, el 10 de mayo de 2019.

Bolsa de Valores de Lima. (2019). Mercado Alternativo de Valores. Recuperado de <https://www.bvl.com.pe/mav/MAV-201904.pdf>, el 12 de mayo de 2019.

Bolsar. (2011). PyMEs. Recuperado de <https://www.bolsar.com/Vistas/Investigaciones/Pymes.aspx>, el 17 de mayo de 2019.

Bolsas y Mercados Argentinos. (2019). Reglamento de listado. Recuperado de <https://www.byma.com.ar/wp-content/uploads/2019/01/R-81003.02-Reglamento-de-Listado.pdf>, el 17 de mayo de 2019.

Bolsas y Mercados Españoles. (2019). ¿Cómo incorporarse? Recuperado de https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB_ComoIncorporarse.aspx#ss_asesor, el 13 de mayo de 2019.

Bolsas y Mercados Españoles. (2019). ¿Qué es? Recuperado de https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB_QueEs.aspx, el 13 de mayo de 2019.

Brasil Bolsa Balcão. (2019). Conheça mais sobre o Bovespa Mais. Recuperado de http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/rendavariavel/empresas-listadas.htm, el 16 de mayo de 2019.

Briozzo, A. y Vigier, H. (2006). La estructura de financiamiento pyme. Una revisión del pasado y presente. Recuperado de https://mpra.ub.uni-muenchen.de/5894/1/MPRA_paper_5894.pdf el 8 de julio de 2018.

BSE India. (2016). Make your next move the best move. Recuperado de <https://www.bseindia.com/downloads1/FINALBSESMEBROCHURESeparatePageSLR.pdf>, el 22 de mayo de 2019.

Buitrago, A. y Ceballos, L. (2016). *Financiamiento de Pymes a través del Segundo Mercado de valores en Colombia*. (Tesis de grado). Bogotá.

Carro, D. (s.f.). *La pyme ante el reto de la cotización en los mercados*. Recuperado de https://www.fef.es/publicaciones/.../163_ef4abccbf33ab00bb79be4c4955a2239.html, el 06 de mayo de 2019.

Castillo, A. y Ceballos, R. 2014. *Modelo De Formalización Bursatil Para Pequeñas Empresas En Cancún Quintana Roo*, *Revista Global de Negocios*, 2(4), [57-69]. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2498633, el 27 de junio de 2017.

CNBV (2013). *Alternativas de financiamiento para el desarrollo de las PYME*. México: Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Vicepresidencia de Supervisión Bursátil.

Comisión Intersecretarial de Política Industrial. (2003). *Primer reporte de resultados 2002*. Secretaría de Economía: Observatorio PYME, México. Santiago de Chile: Naciones Unidas CEPAL. Recuperado de <http://www.protlcuem.gob.mx/swb/work/models/economia/Resource/965/1/images/ESTUDIOPYMESCIPI.pdf>, el 16 de julio de 2017.

Consejo Coordinador Empresarial. (2012). *Programas transexenales*. Recuperado el 10 de enero de 2019 en http://www.cce.org.mx/wp-content/uploads/2014/09/Programas_Transexenales.pdf

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2019). *Boletín de la CNMV. Trimestre I 2019*. Recuperado de http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_I_2019.pdf, el 18 de mayo de 2019.

Crowdfunding México, S.C. (2017). Evolución del Ecosistema de Crowdfunding en México, 2015 – 2017. Análisis Corporativo. Recuperado de http://www.crowdfundingmexico.mx/uploads/8/7/7/2/87720184/evolucion_ecosistema_crowdfunding_2015-2017.pdf el 08 de enero de 2018.

De la Torre, A.; Martínez, M. y Schmukler, S. (2009). *Drivers and obstacles to banking SMEs : The role of competition and the institutional framework*. CESifo Working Paper. Recuperado de <http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/DriversandObstaclestoBankSMEs.pdf>, el 20 de julio de 2017.

Donaldson, G. (1961). Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity. Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration. Recuperado de <https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=uc1.b4355551;view=1up;seq=63>, el 28 de julio de 2017.

Duréndez, A., García, D. y Mariño, T. (2014). El Mercado Alternativo Bursátil: una novedosa oportunidad para las empresas familiares. *Revista de Empresa Familiar*, 4(2), 37-46.

Encuesta Nacional sobre Productividad y Competitividad de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas. 2015.

Ferraro, C. y Goldstein, E. (2011). Políticas de acceso al financiamiento para las pequeñas y medianas empresas en América Latina.

Fenton, O. y Padilla, R. (2012). Financiamiento de la banca comercial a micro, pequeñas y medianas empresas en México. Estudios y perspectivas – Sede Subregional de la CEPAL en México.

Fondo PYME. (2018). PyMEs. Recuperado de <http://www.fondopyme.gob.mx/2010/segmento.asp?Tema=3> el 12 de julio de 2018.

Garrido, C. (2011). Nuevas políticas e instrumentos para el financiamiento de las pymes en México: Oportunidades y desafíos. En Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)-Colección Documentos de proyectos.

Gil, A. y Jiménez, J. (2014). *El contexto económico global de la pyme*, Páginas, 95, [155-179]. Recuperado de <http://biblioteca.ucp.edu.co/ojs/index.php/paginas/article/view/2550/2492>, el 30 de junio de 2017.

Giralt, A. y González. J. (s.f.). La bolsa se abre a más empresas. El potencial del MAB. Recuperado de https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/LOS_RETOS_DE_LA_FINANCIACION.pdf, el 01 de mayo de 2019.

Harwood, A. y Konidaris, T. (2015). SME Exchanges in Emerging Market Economies. A Stocktaking of Development Practices. En Policy Research Working Paper World Bank Group, 7160. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-7160>

HKE. (2019). About GEM. Recuperado de http://www.hkgem.com/aboutgem/e_default.htm, el 02 de mayo de 2019.

Huidobro, M. (2012). Breve historia de la banca de desarrollo mexicana. En *Análisis Económico*, 65(27). Recuperado de <http://www.redalyc.org/html/413/41324594009/> el 04 de julio de 2018

IAMC. (2018). Años 2018. Resumen de Mercado. Recuperado de https://iamcmediamanager.prod.ingecloud.com/mediafiles/iamc/2019/1_4/0/11/44/732362.pdf, el 17 de mayo de 2019.

Inegi. (2014). Censo económico, Micro, pequeña, mediana y gran empresa. Estratificación de los establecimientos.

Inegi. (2015). *Censo Económico 2014*. Recuperado de http://internet.contenidos.inegi.org.mx/contenidos/productos/prod_serv/contenidos/espanol/bvinegi/productos/nueva_estruc/702825077952.pdf

Inegi. (2015). *Encuesta Nacional de Financiamiento de las Empresas*. Recuperado de <https://www.inegi.org.mx/programas/enafin/2015/default.html> el 17 de diciembre de 2018.

Inegi. (2015). *Encuesta Nacional sobre Productividad y Competitividad de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas 2015*. Recuperado de http://www.inegi.org.mx/est/contenidos/proyectos/encuestas/establecimientos/otras/enaproce/doc/ENAPROCE_15.pdf

Huong, T.; Makoto, K.; Donghun, K. y Tae Yong, J. (2017). *Capital Structure and Investment Financing of Small and Medium-Sized Enterprises in Vietnam*. En *Global Economic Review*, 46(3), 325-349. <http://dx.doi.org/10.1080/1226508X.2017.1340184>

Jensen, M. y Meckling, W. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, *Journal of Financial Economics*, 3(4) [305-360]. Recuperado de http://uclafinance.typepad.com/main/files/jensen_76.pdf, el 24 de julio de 2017.

Leucona, R. (2009). El financiamiento a las pymes en México: la experiencia reciente. En *EconomíaUNAM*, 6(17), 69-91. Recuperado de <http://www.revistas.unam.mx/index.php/ecu/article/view/2975/2534>, el 2 de julio de 2017.

Leucona, R. (2014). Algunas lecciones de la experiencia reciente de financiamiento a las pymes Colombia, Costa Rica y México. En *Serie Financiamiento del Desarrollo*, CEPAL, Santiago de Chile.

London Stock Exchange. (2010). Main Market. Recuperado de <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/documents/gudetolisting.pdf>, el 21 de mayo de 2019.

London Stock Exchange. (2018). AIM Rules for Companies. Recuperado de <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/rules-regulations/aim-rules-for-companies-march-2018.pdf>, el 21 de mayo de 2019.

London Stock Exchange. (2019). Historical AIM Statistics. Recuperado de <https://www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/aim.htm>, el 21 de mayo de 2019.

London Stock Exchange. (2019a). AIM. Recuperado de <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm>, el 19 de mayo de 2019.

London Stock Exchange. (2019b). AIM: the most successful growth market. Recuperado de <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/for-companies/companies.htm>, el 20 de mayo de 2019.

London Stock Exchange. (2019c). AIM Primary & Secondary Markets Factsheet.

Martínez, P. y García, J. (2010). *Business Angels*, Sta. Cristina, España: Netbiblo. Recuperado de https://books.google.com.mx/books?hl=es&lr=&id=dICBj_tnhz0C&oi=fnd&pg=PA1

4&dq=business+angels+definicion&ots=q_WvGz76fn&sig=Zo0GfviHeBeKqBKyX
WpQq9L9x_M#v=onepage&q&f=false

MaB. (2015). Guía de buenas prácticas de las entidades emisoras en el mercado alternativo bursátil. Recuperado de https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/Guia_MaB_Buenas_pr%C3%A1cticas_EMISORES.pdf, el 13 de mayo de 2019.

Mendiola, A.; Aguirre, C.; Campos, P.; Cuadros, G.; Ludwig, D. y Regis, M. (2016). Estructura alternativa de financiamiento de medianas empresas a través del mercado de valores peruano. Lima: Universidad ESAN, (Serie Gerencia para el Desarrollo; 54). Recuperado de http://repositorio.esan.edu.pe/bitstream/handle/ESAN/106/Gerencia_para_el_desarrollo_54.pdf, el 29 de marzo de 2019.

Mercado de Valores de Buenos Aires Merval. (2006). Circular N° 3514 Ref.: Hacedor de Mercado de Empresas Pymes.

Monterrubio, M. (2015). Informe sobre el funcionamiento, organización y actividad del Mercado Alternativo Bursátil (Tesis de grado). Universidad del País Vasco, San Sebastián.

Mulder, N. y Pellandra, A. (2017). La innovación exportadora en las pequeñas y medianas empresas. Programas de apoyo y financiamiento en América Latina. En *Serie Comercio Internacional*, CEPAL, Santiago de Chile.

NAFIN. (2017). Informe Anual 2017. Recuperado de https://www.nafin.com/portalfn/files/secciones/normatividad/pdf/informes_anuales/I_A-espan_771_ol_v05-intranet.pdf el 17 de enero de 2018

NAFIN. (2018). Financiamiento. Recuperado de <https://www.nafin.com/portalfn/content/financiamiento/> el 12 de julio de 2018.

Nasdaq (2019). Nasdaq First North. Recuperado de <https://business.nasdaq.com/list/listing-options/European-Markets/nasdaq-first-north>, el 28 de marzo de 2019.

Palacín, M. y Jara, E. (2012). El mercado alternativo bursátil en España: una valoración. En Cuadernos de economía 35, 77-88. Recuperado de <http://www.elsevier.es/es-revista-cuadernos-economia-329-articulo-el-mercado-alternativo-bursatil-espana-X021002661255108X>, el 12 de julio de 2017.

Palacín, M.; Pérez, C.; de la Torre, A. y Jiménez, F. (2010). El Mercado Alternativo Bursátil: Una Oportunidad para Andalucía, España: Escuela Andaluza de Economía. Recuperado de https://idus.us.es/xmlui/bitstream/handle/11441/80382/El%20Mercado%20Alternativo%20Burs%C3%A1til_%20Una%20Oportunidad%20para%20Andaluc%C3%ADa.pdf?sequence=1&isAllowed=y, el 18 de enero de 2018.

Palacín, M. y Pérez, C. (2016). Los mercados alternativos bursátiles: una perspectiva regulatoria, Cuadernos de economía, 39, [1-11]. Recuperado de <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0210026616000030>, el 12 de julio de 2017.

Pavón, L. (2010). Financiamiento a las microempresas y las pymes en México (2000-2009). En *Serie Financiamiento del Desarrollo*, CEPAL, Santiago de Chile. Recuperado de <https://www.cepal.org/es/publicaciones/5205-financiamiento-microempresas-pymes-mexico-2000-2009>

Pavón, L. (2016). Inclusión financiera de las pymes en el Ecuador y México. En *Serie Financiamiento del Desarrollo*, CEPAL, Santiago de Chile.

Peña, A. y Bastidas, M. (2004). *La pequeña y mediana empresa ante el fenómeno inmanente de la globalización*, Actualidad Contable Faces, 7(9), [52-60]. Recuperado de <http://www.redalyc.org/pdf/257/25700906.pdf>, el 12 de julio de 2017.

Pérez, C., y Palacín, M. (2009). ¿Por qué cotizar en los mercados bursátiles para pymes en Europa? *Estrategia Financiera* 263 (julio-agosto), 48-57. Recuperado de <https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/ArticuloPerez%20Lopez-Palacin.pdf> el 13 de febrero de 2019

Pérez, V. (2009). El segundo mercado bursátil. Una fuente de financiación para las pequeñas y medianas empresas (PyME) en el ámbito nacional y/o estatal. En *Visión Gerencial*, pp. 137-154.

Pineda, P. (2009). Evolución reciente del financiamiento en México y el papel de la Banca de Desarrollo. Recuperado de <http://www.economia.unam.mx/publicaciones/econinforma/pdfs/356/05Pineda.pdf> el 05 de julio de 2018.

Portal PYME. (2018). Instrumentos financieros. Recuperado de <http://www.ipyme.org/es-ES/InsFinan/Paginas/ListadoInstrumentos.aspx>, el 29 de enero de 2018.

Presidencia de la República. (2018). 6to Informe de Gobierno. Recuperado de http://cdn.presidencia.gob.mx/sextoinforme/informe/6_IG_INFORME_COMPLETO.pdf, el 03 de febrero de 2019.

Ramírez, R. (2005). Financiamiento bursátil de las pequeñas y medianas empresas en México. *Comercio exterior*, 55 (4) 308-314.

Revista Mensual de Bolsas y Mercados Españoles. (2006), El MAB: un mercado diferente, N° 152, págs. 14-23. Recuperado de

<https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/MAB%20Rev%20BOLSA%20Abril%202006%20Un%20merc%20dife.pdf>, el 13 de febrero de 2019.

Saavedra, M. L. (2012). *Una propuesta para la determinación de la competitividad en la pyme latinoamericana*, Pensamiento & Gestión 33, [93-124]. Recuperado de <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=64624867005>, el 9 de julio de 2017.

Saavedra, M. y Hernández, Y. 2008. Perfil financiero de las pequeñas y empresas: caso estado de Hidalgo, México, Contaduría, 53, [173-196]. Recuperado de <https://aprendeonline.udea.edu.co/revistas/index.php/cont/article/view/2209/1780>, el 12 de julio de 2017.

Saavedra, M., Palacín, M. & Pérez, M. (2019). Un estudio comparativo del mercado. Actualidad Contable FACES ISSN E.: 2244-8772, 22(39), 74-199.

Saavedra, M.; Tapia, B. y Aguilar, M. (2014). *El Problema del Financiamiento de la PYME en el Distrito Federal*. Recuperado de <http://www.alafec.unam.mx/docs/asambleas/xiv/ponencias/4.01.pdf>, el 15 de julio de 2017.

Secretaría de Economía. (2012). Sistema Nacional de Garantías. Distribución Geográfica de las empresas apoyadas 2002-2012. Recuperado el 27 de diciembre de 2018 en http://www.fondopyme.gob.mx/fondopyme/2010/docs_pdfs/SNG_resultados_30_junio%202012.pdf

Secretaría de Economía. (2018). México Emprende. Recuperado de <http://www.2006-2012.economia.gob.mx/mexico-emprende/empresas/pequena-empresa> el 11 de julio de 2018.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público. (s.f). Banca de desarrollo. Recuperado de http://www.shcp.gob.mx/ApartadosHaciendaParaTodos/banca_desarrollo/index.html el 06 de julio de 2018

Shenzhen Stock Exchange. (2019). About ChiNext. Recuperado de <http://www.szse.cn/English/products/equity/ChiNext/index.html>, el 03 de mayo de 2019.

Stiglitz, E. y Weis, A. (1981). *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, The American Economic Review, 71(3), [393-410]. Recuperado de <http://socsci2.ucsd.edu/~aronatas/project/academic/Stiglitz%20credit.pdf>, el 29 de julio de 2017.

Superintendencia del Mercado de Valores. (2019a). Estadísticas MAV. Recuperado de <https://www.smv.gob.pe/Uploads/EstadisticasMAV.pdf>, el 13 de mayo de 2019.

Superintendencia del Mercado de Valores. (2019b). Mercado Alternativo de Valores. Recuperado de https://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo?data=D141BDE839DA325C10217EE83CEE2C1EC18CF07A593BDBF8299B, el 11 de mayo de 2019.

S&P Global. (2018). Definiciones de Calificaciones de S&P Global Ratings. Recuperado de https://www.standardandpoors.com/es_LA/delegate/getPDF;jsessionid=63F3A1C605D5159F48F599FD689C208E?articleId=2148473&type=COMMENTS&subType=RATING%20DEFINITION, el 24 de julio de 2019.

The World Bank. (2010). Enterprise Surveys. Recuperado de <http://www.enterprise-surveys.org> el 28 de junio de 2018.

Turrent, E. (2008). Historia sintética de la Banca en México. México, D.F.: Banco de México. Recuperado de <http://www.banxico.org.mx/sistema-financiero/material->

educativo/basico/%7BFFF17467-8ED6-2AB2-1B3B-ACCE5C2AF0E6%7D.pdf el
01 de julio de 2018.

Verona, M.; García, M. y Déniz, J. (2013). ¿Son los business angels la solución a los problemas de financiación de las empresas en las primeras etapas de su vida? *Criterio Libre*, 11 (18), 171-194 ISSN 1900-0642

Weston, J. y Brigham E. (1977). *Managerial Finance*. Holt Saunders, International Edition, seventh edition.

World Federation of Exchanges, WFE. (2016). *WFE Annual Statistics Guide 2015*. Recuperado de <http://w.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/annual-statistics>, el 26 de abril de 2019.

World Federation of Exchanges, WFE. (2017). *An overview of WFE SME markets*. Recuperado de https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/2018/WFE%20Overview%20of%20SME%20Markets%20Report%20October%202018.pdf, el 12 de marzo de 2019.

World Federation of Exchanges, WFE. (2017). *SME financing an equity markets*. Recuperado de https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/WFE%20Report%20on%20Equity%20Market%20Financing%20of%20SMEs.pdf, el 21 de abril de 2019.

World Federation of Exchanges, WFE. (2017). *WFE Annual Statistics Guide (Volume 1)*. Recuperado de <http://w.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/annual-statistics>, el 20 de abril de 2019.

World Federation of Exchanges, WFE. (2018). WFE Annual Statistics Guide (Volume 3). Recuperado de <https://focus.world-exchanges.org/statistics/articles/wfe-annual-statistics-guide-volume-3>, el 20 de abril de 2019.

World Federation of Exchanges, WFE. (2018). WFE SME Markets – Key Datapoints, 2018.