



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

POSGRADO EN ECONOMÍA

FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ARAGÓN

*PROPUESTA DE UNA BOLSA DE VALORES QUE REFUERCE LA
ACCESIBILIDAD Y ASEQUIBILIDAD DEL CRÉDITO AL QUE ACCEDEN
LAS MEDIANAS EMPRESAS EN MÉXICO, 2004-2013*

T E S I S

QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:

MAESTRA EN ECONOMÍA

P R E S E N T A :

NANCY CRUZ CRUZ

TUTOR

DR. JOSÉ LUIS MARTÍNEZ MARCA

FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ARAGÓN, UNAM

Nezahualcóyotl, Estado de México

JUNIO 2015



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



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.

AGRADECIMIENTOS

Agradecimientos

A Jehová:

Le dedico primeramente mi trabajo a Dios, que fue el creador de todas las cosas, el que me ha dado fortaleza para continuar cuando he estado a punto de caer; por ello, con toda la humildad de mi corazón gracias.

A mis Padres:

*Aarón Cruz Mendoza, in memoriam y María Cruz García
A quienes les debo toda mi vida, les agradezco el cariño y su comprensión, a ustedes quienes han sabido formarme con buenos sentimientos, hábitos y valores, lo cual me ha ayudado a salir adelante buscando siempre el mejor camino.*

A mis hermanos:

David y Edith Cruz

Con admiración y respeto. Como una muestra de mi cariño y agradecimiento, por todo el amor y el apoyo brindado y porque hoy veo llegar a su fin una de las metas de mi vida, les agradezco la orientación que siempre me ha otorgado y la confianza que en mí han depositado gracias.

A mi asesor Dr. José Luis Martínez Marca (FES Aragón)

AGRADECIMIENTOS

Y a mis sinodales:

Dra. Ma. Irma Manrique Santos (IIEC).

Dr. Yamil Omar Jorge Díaz Bustos (FES Aragón)

Dra. Ericka Judith Arias Guzmán (FES Acatlán)

Mtro. Augusto Santiago (FES Aragón)

Dedico la presente como agradecimiento al apoyo brindado durante estos años de estudio y como un reconocimiento de gratitud al haber finalizado esta carrera. Que sin su orientación y estímulo jamás lo habría logrado gracias.

A mi gran amiga Leticia Palacios

La cual es un ejemplo a seguir en todos los aspectos gracias por tu amistad querida amiga.

Agradezco al Consejo de Ciencia y Tecnología (CONACYT)

por su apoyo y patrocinio para la realización de este trabajo y por estar comprometido con la formación de profesionistas gracias.

Al Posgrado en economía

Y a mí amada universidad (UNAM) que siempre me ha brindado grandes oportunidades y de la cual siempre estaré orgullosa de nombrar porque es mí

Alma Mater.

Y a mí misma por no dejarme vencer, ya que en ocasiones el principal obstáculo se encuentra en uno mismo.

INTRODUCCIÓN.....	7
CAPÍTULO 1.ASPECTOS METODOLÓGICOS.....	14
1.1 Justificación de la investigación.....	14
1.2. Objetivos, propósitos y fines de la investigación.....	16
1.3 Planteamiento del problema.....	16
1.4 Pregunta de investigación	19
1.5 Formulación de la hipótesis.....	20
1.6 Marco teórico de la investigación	20
1.7 Explicación metodológica.....	24
CAPÍTULO 2 ELEMENTOS TEÓRICOS SOBRE EL FINANCIAMIENTO	27
2.1 VISIÓN POSKEYNESIANA DE FINANCIAMIENTO	28
2.1.1 Antecedentes.....	28
2.1.1.1 Planteamiento de Keynes sobre el dinero y el crédito	28
2.1.1.2 Teoría de la preferencia por la liquidez.....	29
2.1.1.3 <i>A Treatise on Money and The collecting writings of John</i> <i>Maynard Keynes</i>	29
2.1.2 Teoría Poskeynesiana.....	30
2.2 TEORÍAS SOBRE EL MERCADO DE CAPITALAS.....	32
2.2.1 Mercados perfectos.....	32
2.2.1.1 Teoría del mercado financiero perfecto de Modigliani- Miller.....	32
2.2.1.2 Teoría de la eficiencia de los mercados de capitales.....	33
2.2.2 Mercados imperfectos.....	34

2.2.2.1 Teoría del <i>trade-off</i>	34
2.2.2.2 La teoría del <i>pecking-order</i>	36
2.3 CONCLUSIONES.....	37
CAPÍTULO 3 FUENTES DE FINANCIAMIENTO PARA LAS EMPRESAS	41
3.1 FUENTES DE FINANCIAMIENTO	43
3.1.1 Proveedores.....	44
3.1.2 Banca Comercial.....	45
3.1.3 Banca desarrollo.....	48
3.1.4 Beneficios retenidos.....	50
3.1.5 Beneficios de operación.....	50
3.1.6 Reserva de capital.....	50
3.1.7 Emisión de deuda	51
3.1.8 Emisión de acciones.....	53
3.1.9 Emisión de Obligaciones.....	54
3.2 PROBLEMAS QUE TIENEN LAS EMPRESAS PARA ACCEDER A UN FINANCIAMIENTO ADECUADO.....	54
3.2.1. Costos altos	56
3.2.2 El alto nivel de las garantías exigidas por los bancos comerciales.....	57
3.2.3 Falta de difusión de las fuentes de financiamiento.....	57
3.3 CONCLUSIONES.....	58
CAPÍTULO 4 PROPUESTA DE UNA BOLSA DE VALORES ESPECIALIZADA PARA MEDIANAS EMPRESAS EN MÉXICO	61
4.1 CONCEPTO DE BOLSA DE VALORES Y PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS..	62

4.2 BOLSA MEXICANA DE VALORES.....	63
4.2.1 Principales funciones.....	65
4.2.2 Como opera la BMV.....	66
4.2.2.1 Órganos Intermedios de la Bolsa Mexicana de Valores.....	69
4.3 EL CASO DE ARGENTINA	72
4.3.1 Bolsa de comercio de Buenos Aires.....	73
4.3.1.1 ¿Cómo funciona el financiamiento a PYMES en la Bolsa de .comercio de Buenos Aires?	75
4.3.1.2 Programas de información a empresas	77
4.3.1.3 Instrumentos financieros para las PYMES en la BCBA	78
4.4 PROPUESTA DE UNA BOLSA DE VALORES ESPECIALIZADA PARA MEDIANAS EMPRESAS EN MÉXICO.....	83
4.4.1 BENEFICIOS DEL MERCADO DE CAPITAL PARA LAS MEDIANAS EMPRESAS.....	84
4.4.1.1 Financiación para el crecimiento de la empresa	84
4.4.1.2 Notoriedad, prestigio e imagen de marca.....	85
4.4.1.3 Valoración objetiva de la empresa.....	86
4.4.1.4 Liquidez para los accionistas	86
4.5 CONCLUSIONES.....	87
CONCLUSIONES FINALES.....	89
ANEXO ESTADÍSTICO	94
CUADROS.....	94
GRÁFICAS.....	107
BIBLIOGRAFÍA.....	122

INTRODUCCIÓN

El buen funcionamiento del sistema financiero es uno de los aspectos más importantes en la determinación del desarrollo de los países. El poseer un sistema financiero débil aumenta la vulnerabilidad de las economías, dado que indicaría una débil profundización financiera¹.

¹ De acuerdo a la Facultad de Ciencias Contables, Económicas y Financieras del Perú (2008), se entiende por profundización financiera, el acceso a diversos servicios financieros que tiene efectos positivos sobre la reducción de la pobreza. La profundización financiera está asociada con un proceso en el que la importancia relativa de los agregados financieros crece más rápido que los agregados reales del Producto Bruto Interno. Esta implica que amplios sectores de la economía urbana y rural tienen acceso eficiente para el financiamiento, lo que influye en el desarrollo empresarial y territorial.

La profundización financiera es un elemento importante para la determinación y reducción sostenida del costo del crédito en el país, expresado en tasas de interés en el mercado financiero además de la capitalización de las empresas.

Indudablemente, el sistema financiero, contribuye al crecimiento de la riqueza de un país, debido a que crea incentivos al ahorro y a la inversión productiva, lo que favorece la reducción del costo de capital.

En cualquier economía el sistema financiero es sumamente importante para su desarrollo y competitividad. Al respecto, Villasís (2003) afirma: El sistema financiero se caracteriza por ser un conjunto de instituciones que se encargan de captar los recursos económicos de algunas personas físicas o morales para ponerlo a disposición de otras empresas o instituciones gubernamentales que lo requieren para invertirlo, lo cual permite a los empresarios hacer las inversiones que desean sin necesidad de contar con ahorros previos, por lo que contribuye al crecimiento de la economía al permitir una asignación eficiente del capital.

Como bien dice la definición de Villasís (2003), el sistema financiero se encarga de captar recursos económicos de unidades superavitarias para ponerlos a disposición de otras unidades deficitarias, como pueden ser las empresas que lo requieran para invertirlo. Este aspecto es fundamental para el desarrollo de las empresas y la economía de un país.

El sistema financiero Mexicano está integrado por las sociedades de inversión, la banca, las organizaciones auxiliares de crédito, las compañías de seguros, las afianzadoras y las casas de bolsa. Destacan por su importancia la banca y el mercado de valores, puesto que son los que han tenido un mayor desarrollo a través de los años. Por su parte, la bolsa de valores juega un papel muy importante en el sistema financiero mexicano, actualmente la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) es la principal bolsa de valores de México y la segunda más importante de Latinoamérica, después de la bolsa de valores de São Paulo (BOVESPA).

Un índice de profundización financiera comúnmente utilizado es el crédito interno al sector privado no bancario como porcentaje del PIB (página oficial BANXICO <http://www.banxico.org.mx/>).

La BMV es un gran apoyo para el desarrollo de las grandes empresas, ya que les da una opción más de financiamiento por medio del mercado de valores y, además, les da presencia a nivel internacional y mayor competitividad. Considero pertinente citar aquí a Góngora (2012): A pesar de estas posibles barreras, la realidad es que el mercado de valores representa una atractiva alternativa de financiamiento para las empresas, que puede ajustarse en función de las necesidades de capital y la capacidad de endeudamiento de la unidad económica.

Sin embargo, ¿qué sucede con las demás empresas las micro, pequeñas y medianas empresas (PYMES)? De los factores que propician la falta de empresas competitivas se ha hablado mucho de impuestos, corrupción, falta de infraestructura, inseguridad, falta de capital humano, entre los más destacados. Actualmente existe un problema fundamental que evita que las empresas puedan crecer y competir internacionalmente, el cual se caracteriza por que las empresas no cuentan con diversas opciones de financiamiento.

Es oportuno destacar que los resultados de la Encuesta trimestral de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio realizada por el Banco de México indican que cerca de 80% de empresas se financian primeramente por el retraso de pago a sus proveedores² y, en segundo lugar, 35% por crédito bancario con tasas de interés (ti) muy altas. Si se analiza esto podemos concluir que no es un financiamiento a largo plazo, debido a que

² Las perspectivas que sostienen que en México las empresas recurren al financiamiento de proveedores debido a que buscan un reemplazo de segundo orden para el crédito bancario, que en teoría los bancos les niegan, y que por lo tanto los niveles altos de financiamiento de proveedores indican escasez de crédito bancario (Ríos, 2013)

¿cuánto tiempo se le puede retrasar el pago a los proveedores³ o a los bancos?. Sin embargo, si tuvieran acceso al mercado de valores podrían elegir instrumentos de largo plazo y, así, podrían utilizar esos recursos por más tiempo. Al respecto Ffrench (2010) precisa que es de vital importancia:asegurar que los flujos de capital fortalezcan la inversión productiva y sean consistentes con un entorno macroeconómico sostenible.

Por lo anterior, es sumamente importante dar solución al hecho de que las PYMES, no cuentan con una bolsa de valores especializada para ellas. Incluso en la propia página oficial⁴ de la Comisión Nacional de Valores (CNV), se muestra que en otros países, Argentina, Brasil, Ecuador, España, Estados Unidos, no sólo existe una bolsa de valores, existen varias bolsas de valores, lo cual tiene mucha lógica, puesto que no es posible que las PYMES cuenten con los mismos requisitos que las grandes empresas para acceder al mercado de valores.

En este trabajo se propone el financiamiento a través del mercado de valores para medianas empresas porque son las que pueden cumplir los requisitos para acceder al mercado de valores y se considera que las pequeñas y microempresas requieren otro tipo de financiamiento ya que por lo regular son de nueva creación

Pero ¿qué solución se puede dar a este problema caracterizado por la limitación del acceso a las fuentes de financiamiento⁵ para las medianas

³ Estos se clasifican dentro de las fuentes de financiamiento de corto plazo. Y pueden ser tanto de bienes de capital como de servicios.

⁴ <http://www.cnv.gov.py/enlaces/bolsa.php>

⁵ Se denomina estructura financiera de la empresa a la combinación de todas las fuentes financieras de la empresa, sea cual sea su plazo o vencimiento. Mientras que la

empresas en México? Esta pregunta es la que se tratará de responder en el desarrollo de este trabajo con la **hipótesis siguiente**: una fuente de financiamiento viable que refuerza la accesibilidad y asequibilidad del crédito a largo plazo al que acceden las medianas empresas es una bolsa de valores especializada en éstas. Ello debido a que las fuentes de financiamiento con las que actualmente cuentan las empresas no les otorgan un financiamiento eficaz tanto a bajo costo como a largo plazo, como es el caso de los proveedores y la banca comercial; del mismo modo la banca de desarrollo no está cumpliendo con uno de sus objetivos principales de financiar a las empresas, y la mayoría de las empresas (PYME) no obtienen financiamiento a través del mercado de valores, ya que no cuentan con uno donde puedan enlistarse.

El mercado de valores representa una opción más, puesto que no necesariamente van a financiarse solamente de este, ya que pueden contar con más de una fuente de financiamiento.

Se tomara de ejemplo la Bolsa de Valores de Argentina (BCBA), porqué además de ser un país latinoamericano actualmente cuenta con siete bolsas de valores en diferentes provincias, y cuenta con una bolsa de valores para grandes empresas y otra para PYMES, donde los requisitos son accesibles. Incluso cuenta con una bolsa especializada en granos como la soja, maíz, etcétera. En este trabajo se anexan los datos del funcionamiento de su bolsa de valores obtenidos en la estancia de investigación que se realizó en Argentina.

estructura de capital hace referencia a la combinación de las fuentes financieras a largo plazo. (Mascareñas, 2004)

Dado que el desarrollo de la economía mexicana sólo puede provenir de sus empresas, debido a que son las que generan empleos. Sin embargo, actualmente tenemos, pocas empresas grandes muchas medianas y microempresas (véase gráfica 1 del siguiente capítulo).

En el informe de la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos) *Financing SMEs and entrepreneurs 2014 and OECD scoreboard* en (2014) establece lo siguiente: Las pequeñas y medianas empresas (PYMES) y los empresarios son fundamentales para garantizar el crecimiento económico sostenible e integrador. Sin embargo, la creación de empresas y las pequeñas empresas siguen enfrentándose a importantes obstáculos para el cumplimiento de su potencial para innovar, crecer y crear puestos de trabajo, sobre todo cuando se trata de la obtención de acceso a la financiación

Las microempresas, y las PYMES son muy importantes en la economía del país, puesto que no sólo generan aproximadamente 80% del empleo total, sino que además generan más del 50% del PIB.

Este trabajo se dividirá en cuatro capítulos, conclusiones, y anexos de gráficas y tablas. En el capítulo uno se presentan los aspectos fundamentales en los que se desarrolla este trabajo, como son la justificación de la investigación, objetivos, el planteamiento del problema, la pregunta que guía la investigación y la hipótesis y se menciona brevemente en que teorías se basa esta investigación.

En el capítulo dos se hace una reseña de las distintas teorías con las que se puede abordar esta investigación. Sin embargo, esta investigación se basará en el enfoque poskeynesiano de financiamiento y en la teoría del *pecking-order*. La primera sostiene que el financiamiento que otorga la banca comercial a las empresas es insuficiente mientras que la teoría del *pecking-order* da una explicación sobre las preferencias de las empresas de porque

emitir deuda o capital en el financiamiento de proyectos de inversión a largo plazo. Particularmente, el capítulo se va a centrar en la forma en que esta teoría explica el funcionamiento del mercado de capitales, a fin de llevar a cabo una comparación con el mercado de capitales de nuestro país y, así aplicar estos conocimientos en el capítulo tres.

En el capítulo tres se aborda el funcionamiento de las distintas fuentes de financiamiento con las que actualmente cuentan las empresas y se describe lo distintos problemas a los que las medianas empresas se enfrentan para acceder a un financiamiento a bajo costo y largo plazo en el mercado formal de crédito bancario, banca de desarrollo, proveedores, entre otros.

En el capítulo cuatro llamado “Propuesta de una bolsa de valores especializada para medianas empresas en México” se describe el concepto de bolsa de valores y se explicará mediante la teoría del *pecking-order* del capítulo uno, cómo las empresas pueden utilizar el mercado de capitales para fortalecer su crecimiento como fuentes generadoras de empleo con la finalidad de que no únicamente se centren en opciones de financiamiento costosas y tomen en consideración esta opción de financiamiento.

Y también se presentaran los estímulos económicos y administrativos que en términos generales tendrá una bolsa de valores especializada en medianas empresas que refuerza la accesibilidad y asequibilidad del crédito al que acceden las medianas empresas en México y se presentara el caso de Argentina donde las medianas empresas cuentan con una bolsa de valores aparte de la bolsa de las grandes empresas y en donde existe más de una bolsa de valores para financiar a las empresas.

Y por último se presentarán las conclusiones y los anexos de gráficas y tablas.

CAPÍTULO 1

ASPECTOS METODOLÓGICOS

1.1 Justificación de la investigación

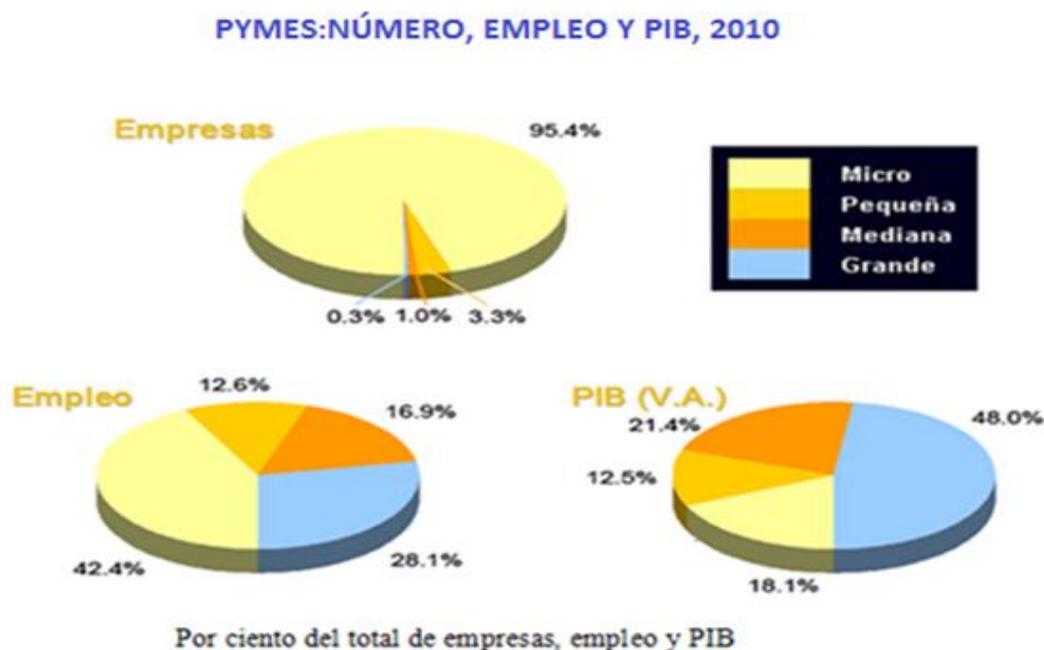
La justificación del desarrollo de esta investigación se refiere a que actualmente en México existe un número limitado de fuentes de financiamiento, lo cual lo podemos comprobar con los informes trimestrales de evolución del financiamiento del Banco de México¹, donde se aprecia que actualmente las empresas solo cuentan con limitadas opciones de financiamiento, como son: proveedores, banca comercial, empresas del grupo corporativo, banca de desarrollo y en el caso de las grandes empresas,

¹<http://www.banxico.org.mx/dyn/informacion-para-la-prensa/comunicados/sector-financiero/financiamiento-empresas/index.html>

emisión de deuda. De allí se requiere reforzar estas fuentes, diversificándolas, y con tasas de interés asequibles para las empresas.

En la siguiente gráfica 1, podemos darnos cuenta de la importancia que tienen las PYMES en la economía del país, puesto que no sólo generan aproximadamente 80% del empleo total, sino que además generan más del 50% del Producto Interno Bruto (PIB). Asimismo, podemos considerar que es sumamente importante que cualquier empresa cuente con más fuentes de financiamiento tanto para crecer (medianas empresas), o subsistir, como es el caso de las micro y pequeñas empresas.

Gráfica 1.



Fuente: Subsecretaría para la pequeña y mediana empresa, Secretaría de Economía

Con lo anterior podemos ver la importancia de este tema, debido a que si las medianas empresas cuentan con una opción más entre sus distintas opciones de financiamiento, como es la emisión de títulos en una bolsa de valores, pueden mejorar su financiamiento y, asimismo, su desarrollo, y esto a su vez provocaría un impacto favorable a la generación de empleos, lo que incide directamente en la calidad de vida de la población. Por lo tanto, este

es un tema que merece ser investigado, en virtud de que favorecerá al desarrollo económico del país al generar más empleos o, por lo menos, que no disminuyan.

Otra justificación de mayor peso consiste en que es sumamente importante para la economía del país que las empresas puedan contar con más opciones para poder desarrollarse y así llegar a ser una grande empresa.

Entonces, es muy importante que las medianas empresas cuenten con más opciones de financiamiento de largo plazo, como podría ser fondearse por medio del mercado de capitales.

1.2. Objetivos, propósitos y fines de la investigación

El objetivo principal de esta investigación es el siguiente:

- Fortalecer el financiamiento de largo plazo de las empresas a través de la propuesta de una bolsa de valores especializada en estas tomando como caso de estudio la bolsa de valores de Argentina, en donde actualmente existe una bolsa de valores para PYMES que las financia eficazmente. En cambio en la actualidad en México solo existe una bolsa para las grandes empresas

Por su parte, el objetivo secundario es el siguiente:

- Describir el funcionamiento y limitaciones de las principales fuentes de financiamiento con las que actualmente cuentan las empresas en México

1.3 Planteamiento del problema

Existe un grave problema en cuanto al financiamiento de las empresas. Según los resultados de la Encuesta trimestral de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio realizada por el Banco de México, las empresas se

financian principalmente por el retraso de pago de proveedores; en segundo lugar, se encuentra el financiamiento mediante préstamos obtenidos en el sector bancario, dejando en última instancia la emisión de deuda².

Es un grave problema debido a que si las empresas ven como primera opción de financiamiento el retraso de pago a sus proveedores o pidiendo préstamos bancarios, no pueden desarrollarse de una manera eficaz, por el tiempo que tienen para pagar estos pagos o préstamos, así mismo no se pueden enfrentar eficazmente a la inestabilidad global. Es conveniente señalar que los autores Weisbenner y Almeida en su paper “*Corporate debt maturity and the real effects of the 2007 credit crisis*” han demostrado con estudios econométricos que las empresas que cuentan con deuda de largo plazo son más resistentes a las crisis financieras que las que solo cuentan con financiamiento a corto plazo. Esto lo demuestran con un estudio realizado en el 2007, utilizando el episodio de la crisis de agosto de 2007 que se originó en Estados Unidos. En donde comprueban que las empresas con deuda a largo plazo, es decir, por medio del mercado de valores no fueron tan afectadas por la crisis de ese momento como las empresas que solo tenían deuda a corto plazo en el mercado bancario.

Sin embargo, si se financian en el mercado de valores mínimo tienen un año para utilizar ese capital porque como sabemos la mayoría de los títulos que se manejan en la bolsa de valores son a largo plazo. En México solo existe una bolsa de valores con requisitos que por lo regular solo los pueden cumplir las grandes empresas, más bien es una bolsa especializada para grandes empresas.

² El caso de emisión de deuda se da solo para las grandes empresas, porque las demás empresas no se pueden financiar directamente a través del mercado de valores, a causa de que no cuentan con una bolsa donde puedan enlistarse.

Un artículo de la revista expansión (Moody, 2007) señala:

las empresas mexicanas han vivido sin fuentes adecuadas de financiamiento, indica un empresario que dirige una incubadora de empresas llamada Endeavor. Ese organismo tiene bajo su protección a 38 de las compañías de crecimiento más rápido y más exitosas del país en industrias modernas como la biotecnología, como sectores más tradicionales como la energía y la infraestructura. Ninguna de ellas está considerando cotizar en el mercado de valores de México. En unos 18 meses, Neology, una empresa que fabrica chips de identificación, pondrá en circulación parte de sus acciones. Sin embargo, lo hará en el mercado de valores de Estados Unidos, no aquí. Entre los clientes de esta firma están el ejército estadounidense y el gobierno de Arabia Saudita.

Así, en México, no contar un mercado de capitales más profundo³ y con una bolsa especializada para medianas empresas causa en el peor de los casos que no tomen como opción de financiamiento el mercado de valores o llega a originar que las medianas empresas con buena infraestructura tengan que enlistarse en otras bolsas de valores de otros países y esto ocasiona fuga de capitales y, por supuesto, una perturbación a la economía.

Asimismo, afecta el crecimiento de las empresas, ya que al no contar con más fuentes de financiamiento a largo plazo no cuentan con más opciones para financiarse. (Maza, 1997 e ITAM, 2009) mencionan que dentro de las principales causas de montardad de las PYMES esta la falta de capital a largo plazo y la deficiencia de planeación financiera entre otras. Y como se ve en la página oficial del Sistema de Información Empresarial Mexicano (SIEM) año con año cierran un número importante de empresas. Tal es el caso del año 2013 en el que a causa del cierre de empresas se

³ Un mercado es tanto más profundo cuanto mayor sea el número de órdenes de compra y venta que existen para cada tipo de activo financiero (Vizcarra, 2007).

perdieron 100.000 empleos, según la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), elaborada por Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI).

Con base a la exposición previa podemos inferir que las pocas opciones de financiamiento y el hecho que no se cuente con una bolsa de valores especializada en medianas empresas representa un problema de suma importancia. En primera instancia, para las empresas, y la población y, en segundo lugar, para la economía del país. De la misma manera esto incide en la calidad de vida de la población debido a que sino tienen financiamiento las empresas no pueden desarrollarse y no pueden generar más empleos, o simplemente sostener los que ya crearon. Y si la población no cuenta con una fuente de ingreso segura, me refiero a segura porque se pueden obtener ingresos en el sector informal, sin embargo, en este no se cuenta con prestaciones para los trabajadores como en un empleo formal en donde existe seguro médico, seguro para el empleo, seguro para el retiro etc., así, al no contar con fuentes seguras de ingreso por supuesto que impacta en otros aspectos como es educación, salud, alimentación, entre otros.

Mientras que en otros países las PYMES obtienen financiamiento por medio del mercado de valores como es el caso de Argentina, Brasil, Chile, etcétera.

1.4 Pregunta de investigación

¿Cuál es una opción viable de financiamiento a largo plazo para las medianas empresas?

1.5 Formulación de la hipótesis

Como medida de solución al problema planteado he identificado la hipótesis siguiente.

Una fuente de financiamiento viable que refuerza la accesibilidad y asequibilidad del crédito a largo plazo al que acceden las medianas empresas es una bolsa de valores especializada en éstas. Ello debido a que las fuentes de financiamiento con las que actualmente cuentan las empresas no les otorgan un financiamiento eficaz tanto a bajo costo como a largo plazo, como es el caso de los proveedores y la banca comercial; del mismo modo la banca de desarrollo no está cumpliendo con uno de sus objetivos principales de financiar a las empresas, y la mayoría de las empresas (PYME) no obtienen financiamiento a través del mercado de valores, ya que no cuentan con uno donde puedan enlistarse.

1.6 Marco teórico de la investigación

Las teorías con las que se puede abordar esta investigación son:

Mercados perfectos de capital

La teoría sobre la estructura de capital se inició con la teoría del mercado financiero perfecto (enfoque de Modigliani-Miller) (1958). Definen al *mercado financiero perfecto* como aquel en el que no existen desajustes ni crisis, que se caracteriza por el equilibrio. En mercados financieros completos y perfectos, deben existir activos sustitutos para aquellas empresas que desean financiarse. La tesis de Modigliani-Miller (1958) de *mercados perfectos* se cimienta en los siguientes supuestos: los mercados de

capitales maniobran sin costo, los mercados son profesionales, el acceso a los mercados es igual para todos los participantes, las posibilidades son semejantes, la información es libre de costo no se hallan costos de quiebra ni de agencia. Esta teoría es de corte neoclásico y se desarrolló en escenarios de *mercados perfectos*.

La *teoría de la eficiencia de los mercados de capitales* también se basa en *mercados perfectos* y analiza la eficacia del mercado de capitales (bolsas de valores) basándose en las características que deben existir en un mercado bursátil eficaz; analiza al mercado de valores y nos dice a grandes rasgos que este es eficiente cuando la competencia entre los distintos agentes (inversores) que intervienen en el mismo, guiados por el principio del máximo beneficio, conduce a situaciones de equilibrio, dado que todos cuentan con la misma información y, por lo tanto, se encuentran en las mismas condiciones. En ambas teorías se realiza un examen de lo que implica la eficiencia y el equilibrio de los mercados de valores.

Mercados imperfectos de capital

Sin embargo, hoy en día podemos darnos cuenta que existen imperfecciones en los mercados, como dificultades financieras, los costos de agencias y asimetría⁴ de la información, en muchos casos determinándose una estructura financiera óptima que compensa los costos con los beneficios teoría *trade-off* la cual sostiene que las empresas elevan sus niveles de deuda para buscar ventajas tributarias derivadas del pago de intereses, lo que les

⁴ Este concepto recoge el hecho de que la información en los mercados financieros no es perfecta, es decir, que se reparte de la forma desigual entre los agentes que participan en dicho mercado

permite, si el efecto apalancamiento⁵ es positivo⁶, incrementar de manera significativa la rentabilidad y riqueza de las empresas. Por otra parte, a su vez aparece la teoría del *pecking-order* la cual postula que los directivos prefieren en primer lugar financiar sus inversiones con beneficios retenidos, en segundo lugar, emitiendo deuda y, en última instancia, emitiendo nuevo capital. Al emitir deuda se incurre en menores costos de transacción⁷ que si se emite capital. El financiamiento con deuda también genera reducción de impuestos si la empresa tiene beneficios tributarios⁸.

“Myers y Majluf (1984) han recurrido a la información asimétrica para dar una explicación teórica al fenómeno de *pecking-order*.”

Visión poskeynesiana del financiamiento.

Esta corriente establece como premisa principal, que el problema del crecimiento económico se ubica en la insuficiencia de financiamiento a la

⁵ Efecto que se produce en la estructura financiera de las empresas como consecuencia de la utilización de fondos propios o ajenos para su financiamiento (Marín, 2001).

⁶ El Apalancamiento puede presentarse mayor, menor o igual a la unidad. De lo anterior se deduce que el endeudamiento puede ser positivo para la empresa siempre que se encuentre en una situación de crecimiento (Marín, 2001).

⁷ Costo de transacción es un costo realizado para llevar un intercambio económico, es decir, una transacción en el mercado (Marín, 2001).

⁸ Los beneficios tributarios constituyen aquellas deducciones, exenciones y tratamientos tributarios especiales, presentes en la legislación tributaria que implican una disminución en la obligación tributaria para los contribuyentes, generando menores recaudos para el Estado. En este caso para empresas de menor tamaño PYMES (Gómez, 2008).

inversión productiva por parte de la banca comercial. A este respecto hay que destacar que el ahorro previo deja de ser una limitante para el financiamiento a la inversión, dado que el proceso de financiamiento que ejerce la banca comercial, con base a las expectativas de rendimiento, da lugar a la generación de ahorro en la misma magnitud de la inversión (Martínez, 2010).

En la visión poskeynesiana se abordan con mayor importancia los conceptos de incertidumbre en el proceso de ahorro e inversión en las economías, destacan el hecho que para esta corriente teórica, el ahorro es *expost* a la inversión, es decir, lo que importa en las economías no es la cantidad de ahorro que exista, sino el proceso de fondeo de la inversión, en donde la banca comercial juega un papel fundamental como promotora de este proceso mediante la creación de liquidez a corto plazo y, por otra parte, el proceso de fondeo de la inversión, el cual está referido al papel que tienen los mercados de valores para la creación de instrumentos de fondeo a largo plazo, que recoge el ahorro generado por el proceso de inversión, con lo cual se cancelan las deudas de corto plazo de las empresas y se permite reponer el fondo revolvente de la banca comercial para seguir promoviendo este proceso (Martínez, 2010).

Con esto podemos ver que para abordar este problema existen diferentes teorías, sin embargo, según mi punto de vista, para tratar de solucionarlo me voy a basar principalmente en la visión poskeynesiana del financiamiento y en la teoría del *pecking-order*. La visión Poskeynesiana del financiamiento sostiene que el financiamiento que otorga la banca comercial a las empresas es insuficiente mientras que la teoría del *pecking -order* da una explicación sobre las preferencias de las empresas de por qué emitir deuda o

capital en el financiamiento de proyectos de inversión a largo plazo, y toma en cuenta las imperfecciones del mercado.

Cabe aclarar que se menciona la *teoría de mercados perfectos* es de corte neoclásico, dado que es el fundamento de la visión poskeynesiana, que es totalmente contraria, pero al fin y al cabo la teoría neoclásica es el referente para poder contrastar ambas teorías. Y al final elijo la teoría poskeynesiana que se basa en *mercados imperfectos de capital* y en la cual se fundamentará esta investigación.

1.7 Explicación metodológica

Esta investigación se clasifica dentro del tipo no experimental⁹ porque los fenómenos ya están dados como es el caso del financiamiento que obtienen las medianas empresas en el mercado de valores en Argentina. Del mismo modo esta investigación es del tipo transeccional¹⁰, logitudinal¹¹ y descriptivo. Descriptivo por el hecho de que se visitó varias veces la BCBA para observar su funcionamiento, se solicitó una visita guiada y se realizaron preguntas sobre el funcionamiento de esta y de cómo las PYMES participan en la

9 Es la investigación que se realiza sin manipular deliberadamente variables. Se trata de la investigación donde no hacemos variar intencionalmente las variables independientes. Lo que hacemos es observar los fenómenos tal y como se dan en su contexto natural, para después analizarlos. Las variables independientes ya han ocurrido y no pueden ser manipuladas (Hernández, 2001)

10 Los diseños transeccionales descriptivos tienen como objetivo indagar la incidencia y los valores en que se manifiesta una o más variables (Hernández, 2001)

11 En el diseño longitudinal se recolectan datos a través del tiempo en puntos o periodos especificados, para hacer inferencias respecto al cambio, sus determinantes y consecuencias (Hernández, 2001).

misma. Además, se realizan entrevistas con el director del departamento de PYMES, para solicitar información del proceso que llevan a cabo las medianas empresas para cotizar en el mercado de valores, esto se describe en el último capítulo de esta investigación y además se anexan los datos del funcionamiento de su bolsa de valores.

También es una investigación de tipo bibliográfica porque se sustentó en una base teórica, e incluso se tomaron clases referentes al mercado de capitales de ese país en el posgrado de economía en la Universidad Nacional de la Plata para conocer a grandes rasgos su entorno económico y cómo es su mercado de valores. En esa misma biblioteca se consultaron fuentes bibliográficas de Argentina y México, textos, revistas, apuntes, documentos varios, así como también fuentes informáticas e internet.

Para validar la hipótesis de que en México una fuente de financiamiento viable que refuerza la accesibilidad y asequibilidad del crédito a largo plazo al que acceden las medianas empresas es una bolsa de valores especializada en éstas, se utilizan los datos y graficas del estudio del funcionamiento de la BCBA. Lugar en donde se realizó una estancia de investigación con la finalidad de conocer cómo funciona su bolsa de valores para financiar a las medianas empresas.

Finalmente, el uso del enfoque intertemporal se justifica por el hecho de que se toman varios periodos en el tiempo. Del 2004-2013 este periodo es justificado, ya que según la página oficial de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), a partir del 2000 la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) emite una circular que permite que el ruteo electrónico de órdenes se realice directamente desde el sistema de las casas de bolsa, hacia el sistema de negociación de la bolsa. Anteriormente se hacían operaciones a viva voz y no

estaban globalizadas. Es decir, con esto podemos tener datos electrónicos para analizar el funcionamiento de nuestra bolsa de valores, y por otro lado, dado que el INEGI hace los censos económicos cada cinco años, en años que terminan en 4 y 9 es decir, el último censo disponible, hasta ahora, en la página oficial del INEGI es el del 2009, y necesitamos estos datos para analizar las estadísticas económicas, como son del número de medianas empresas, su participación en el empleo, el PIB, etcétera.

CAPÍTULO 2

ELEMENTOS TEÓRICOS SOBRE EL FINANCIAMIENTO

En este capítulo se presenta una reseña de las principales teorías que se pueden utilizar para abordar el problema de la falta de financiamiento que afecta a las empresas. Asimismo, se da una explicación de cómo las teorías elegidas se relacionan con el trabajo de investigación, que en este caso es dar un mayor financiamiento a las medianas empresas por medio del mercado de valores.

En primer lugar, se encuentra el enfoque poskeynesiano del financiamiento, con el cual se inicia este apartado y que se refiere a la insuficiencia de financiamiento a la inversión productiva por parte de la banca comercial.

Por otro lado, se abordan las principales características y diferencias de las diversas posturas teóricas para explicar el funcionamiento del mercado financiero, las cuales se dividen en dos grandes escenarios: *mercados perfectos de capital* y *mercados imperfectos de capital*. Dentro de los *mercados perfectos* se encuentran la teoría de mercado financiero perfecto Modigliani-Miller (1958), y la *teoría de la eficiencia de los mercados de capital* (1970). A su vez dentro de los *mercados imperfectos* se encuentran la teoría del *trade off* (1988) y teoría del *pecking –order* (1984).

2.1 VISIÓN POSKEYNESIANA DEL FINANCIAMIENTO

Para poder comprender la visión poskeynesiana sobre el financiamiento es necesario analizar sus orígenes, en este caso la teoría keynesiana. Cabe aclarar que aunque la teoría keynesiana es la base de la poskeynesiana son diferentes en varios aspectos, en este apartado solo se mencionan los principales.

2.1.1 Antecedentes

2.1.1.1 Planteamiento de Keynes sobre el dinero y el crédito

Keynes en sus obras más reconocidas: *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* (1936), a *Treatise on Money* (1930), y la más reciente que hace un recuento de sus obras *The collecting writings of John Maynard Keynes* (2013), analiza el dinero y su impacto en las relaciones productivas, el financiamiento, la producción las instituciones y la política económica. Keynes tiene dos visiones sobre el dinero. La primera está contenida en la *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* (1936), donde el dinero se

postula como una mercancía especial, no sujeta a las leyes del mercado. La otra explicación se encuentra en *A Treatise on Money* (1930), donde propone que el dinero es una deuda creada por los bancos (Levy, 2013).

2.1.1.2 Teoría de la preferencia por la liquidez

Keynes, en la *teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, hace una exposición detallada del mercado de capitales. Nos dice a grandes rasgos que la emisión de deuda y acciones tiene como función atraer el ingreso no consumido de los agentes superavitarios (familias) generado en la producción y garantizar el financiamiento a largo plazo.

Se puede resaltar que en la *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* el análisis de la estructura bancaria y, en general de la creación de dinero bancario como fuente de financiamiento del crecimiento es muy limitado. Además, en ella Keynes sobrestima el impacto del mercado financiero en el crecimiento económico (Levy, 2013).

Con lo anterior podemos observar que a pesar de que en ese momento el mercado de capitales no estaba tan desarrollado como en la actualidad, ya jugaba un papel importante en el financiamiento a largo plazo, ya que, como afirmaba Keynes, recogía el ingreso no consumido para generar financiamiento.

2.1.1.3 *A Treatise on Money and The collecting writings of John Maynard Keynes*

Una interpretación alternativa aunque no opuesta se encuentra en *a Treatise on Money*. Particularmente, los bancos tienen la función de crear dinero, dado que pueden emitir deudas monetarias contra sí mismos, avalados por el

banco central, cuya función es fijar una tasa de redescuento¹ que se supone influye sobre las demás tasas.

Mientras que en *The collecting writings of John Maynard Keynes* la banca aparece como una institución peculiar que por sí sola puede incrementar la liquidez, siempre y cuando sea avalada con el financiamiento de largo plazo, que se genera en el mercado de capitales. Bajo estas condiciones, el dinero está íntimamente relacionado con las deudas, (de hecho, es el resultado de una deuda, lo cual opaca su análisis como una mercancía especial), y luego se reformula la relación entre la tasa de interés, el financiamiento y la preferencia por la liquidez, la cual como ya dijimos se desplaza desde los agentes que operan en el mercado de valores hacia los bancos (Levy, 2013).

Como es sabido, en la actualidad los bancos por lo regular no se financian con recursos propios sino con recursos de los depositantes en sus cuentas bancarias y del rendimiento que obtienen a causa de colocar estos recursos en el mercado de capitales, en lo cual ahondaremos más en el siguiente capítulo con datos concretos.

2.1.2 Teoría poskeynesiana

Esta corriente establece como premisas principales que el problema del crecimiento económico se ubica en la insuficiencia de financiamiento a la inversión productiva² por parte de la banca comercial, en otros términos, el

¹ Se define como la tasa de operaciones que hacen los bancos comerciales con el banco central, para refinanciar los créditos otorgados (La Caixa, 2013).

² Se entiende por inversión productiva la adquisición de bienes de capital nuevos, instalaciones, construcción o ampliación de inmuebles, que estén aplicados a la producción de bienes y/o servicios o comercialización de bienes; es decir, son las adiciones al *stock* de capital (Banco CREDICCOP, 2013).

ahorro previo deja de ser una limitante para el financiamiento a la inversión, dado que el proceso de financiamiento que ejerce la banca comercial a la inversión, con base a las expectativas de rendimiento, da lugar a la generación de ahorro en la misma magnitud de la inversión (Martínez, 2010).

Lo anterior lo podemos confirmar con la evidencia empírica que se expone en el siguiente capítulo y que nos muestra que ciertamente las empresas se financian primeramente con el retraso de pago a sus proveedores, puesto que a partir del rescate bancario en 1995 entraron varios bancos extranjeros que no le dan prioridad al financiamiento a las empresas, sino a otros servicios que les deja mayor margen de ganancias.

Si financian a las PYMES, lo hacen con intereses muy altos y a corto plazo. Mientras que la banca de desarrollo no está cumpliendo con su papel principal de otorgar financiamiento a la inversión productiva a bajo costo. Esto lo confirmaremos con algunos datos en el siguiente capítulo.

Con lo anterior podemos ver la importancia que le da esta teoría al financiamiento. Lo cual, como ya se ha señalado anteriormente, es fundamental para el desarrollo económico de un país, dado que con un adecuado financiamiento a las empresas se crea un círculo virtuoso de financiamiento, empleo, calidad de vida y desarrollo económico.

Esto último nos lleva a considerar que en el mercado financiero sí existen recursos que pueden ser invertidos en el financiamiento a largo plazo hacia las empresas, por ejemplo, a través de la compra de acciones o adquiriendo deuda de las empresas, lo que a su vez se explica mediante la teoría del *pecking-order* en este capítulo.

Por supuesto que para este fin se necesita un mercado financiero fuerte y profundo. En México actualmente ya se están dando los pasos para lograrlo con la reforma financiera³ que se aprobó en noviembre del 2013 que plantea a grandes rasgos que se hará más eficiente la operación en el mercado de valores, en un marco de absoluta certeza y seguridad jurídicas.

También plantea la penetración de esquemas más flexibles de colocación y de revelación de información, profundizando y especializando el mercado de valores. Ello con el fin de generar nuevas dinámicas de inversión que incentiven y aseguren el uso efectivo de estos mecanismos para canalizar recursos a sectores productivos de la economía

Los cambios que se proponen para impulsar este mercado, abren la posibilidad de crear y, diseñar un mercado y plataforma de negociación de acciones para empresas medianas, y tienen como objetivo generar una mejor dinámica que contribuya a percibirlo como un segmento atractivo de empresas de menor tamaño, con el estándar de calidad corporativa de la Ley del Mercado de Valores y con gran potencial de crecimiento.

2.2 TEORÍAS SOBRE EL MERCADO DE CAPITALES

2.2.1 Mercados perfectos

2.2.1.1 Teoría del mercado financiero perfecto de Modigliani- Miller

La teoría sobre la estructura de capital se inició con la teoría del mercado financiero perfecto (enfoque de Modigliani-Miller) (1958). Define al mercado financiero perfecto, en el que no existen desajustes ni crisis, como aquel que se caracteriza por el equilibrio. Podemos ver que este planteamiento anterior se asemeja a la estructura de competencia perfecta, la

³ Reforma financiera 2013, publicada en Diario Oficial de la Federación

cual se refiere a que en el mercado la oferta es igual a la demanda, éstas siempre encuentran el equilibrio y las empresas no pueden incidir en el precio de los productos, las empresas son *price taker*⁴. La tesis de Modigliani-Miller (1958) de mercados perfectos se cimienta en los siguientes supuestos: los mercados de capitales maniobran sin costo, son profesionales, no existen barreras a la entrada, la información es libre de costo, no se hallan costos de quiebra ni de agencia. También plantea que en *mercados perfectos* y eficientes, la estructura de capital es irrelevante, es decir, que es indiferente si se negocia con deuda que con capital propio. Y en resumen, afirma que el mercado financiero es perfecto cuando el número de compradores y vendedores es lo suficientemente grande, y todos los participantes son también pequeños en relación con el mercado para que ningún intermediario pueda influir en el precio de la negociación.

2.2.1.2 Teoría de la eficiencia de los mercados de capitales

En esta se analiza la eficacia del mercado de capitales (bolsas de valores) basándose en las características que deben existir en un mercado bursátil eficaz, analiza el mercado de valores y plantea a grandes rasgos que este es eficiente cuando la competencia entre los distintos agentes (inversores) que intervienen en el mismo, guiados por el principio del máximo beneficio, conduce a situaciones de equilibrio, puesto que todos cuentan con la misma información y, por lo tanto, se encuentran en las mismas condiciones.

El término mercado de capital “eficiente” se ha empleado en diversos contextos para describir las características operacionales de un mercado de

⁴ Un tomador de precios es una empresa que no puede influir en el precio de un bien o servicio y que fija su precio al igual que el precio del mercado.

capital. Es decir, en este contexto lo vamos a utilizar como un mercado eficiente operacionalmente.

En la teoría de la eficiencia del mercado de capitales se identifican tres formas o niveles de eficiencia que cabe contemplar de acuerdo al nivel de información disponible en un mercado de valores:

Sánchez (2001) estudió estas hipótesis y plantea lo siguiente: Según la forma débil del mercado eficiente (...) los precios son el reflejo de las cotizaciones pasadas. La forma semifuerte afirma que las cotizaciones de las acciones reflejan no sólo los datos históricos, sino también toda la información pública disponible que sea relevante en la configuración de las perspectivas de una empresa. Finalmente, la forma fuerte sustenta que todo tipo de información, incluso aquella que sólo es conocida por un reducido grupo de inversores, se refleja plenamente en los precios. El concepto de mercados eficientes surge dada la necesidad de dar una respuesta adecuada al comportamiento de las bolsas (Díez de Castro y Mascareñas 1998). Para que un mercado de capitales sea eficiente tienen que intercambiarse activos financieros y productos homogéneos, con la finalidad de que se favorezca la competitividad y, asimismo, los precios sean racionales.

Hoy en día existen imperfecciones en los mercados, por ejemplo, los costos de dificultades financieras, los costos de agencias y asimetría de la información, entre otros. Por lo que esta razón trabajo se basa en la corriente de *mercados imperfectos* de capital.

2.2.2 Mercados imperfectos

2.2.2.1 Teoría del *trade-off*

Esta teoría reconoce la relevancia de las imperfecciones del mercado en la estructura de capital. Nos plantea que al considerar las imperfecciones del mercado en las decisiones de financiación, las empresas pueden maximizar

su valor, estableciendo una tasa de deuda óptima que considere un equilibrio entre los costos de deuda y los beneficios generados por ellas (Myers, 2001).

El principal costo de la deuda es llegar a una situación de insolvencia financiera si el endeudamiento es excesivo.

La teoría del *trade-off* sugiere que las empresas se adaptan a un nivel de endeudamiento óptimo, que está determinado por un *trade off* entre los costos y los beneficios del endeudamiento, es decir, el nivel de endeudamiento depende de un equilibrio óptimo entre las ventajas tributarias de la deuda y las desventajas derivadas del incremento de la posibilidad de quiebra. Cuando se alcanza la combinación óptima entre deuda y recursos propios, las empresas maximizan su valor y no tienen incentivos para aumentar su deuda pues una unidad monetaria adicional en el endeudamiento supone una pérdida marginal neta de ese valor. Por ende, esta teoría defiende la existencia de una estructura de capital óptima en la empresa.

Esta teoría postula que las empresas elevan sus niveles de deuda para buscar ventajas tributarias derivadas del pago de intereses, lo que les permite, si el efecto apalancamiento es positivo, incrementar de manera significativa la rentabilidad y riqueza de la empresa. La mezcla de financiamiento de deuda y capital proporciona una rentabilidad financiera favorable para las PYMES. Esto aunado a varias imperfecciones que incluyen impuestos, costos de tensión financiera o quiebra, y los costos de agencia, la teoría del *trade-off* contrasta los beneficios del endeudamiento contra sus costos para determinar una estructura de capital óptima.

Este trabajo no se sustenta en esta teoría, dado que se considera que es muy difícil determinar un nivel de endeudamiento óptimo, puesto que cada empresa tiene distintas características y necesidades, por lo que sería muy

arriesgado definir un nivel óptimo de deuda para todas las empresas aun siendo del mismo sector o tamaño.

2.2.2.2 La teoría del *pecking-order*

Por otro lado, y a la par, aparece la teoría del *pecking-order*, esta teoría tiene sus principios en los trabajos de Myers (1977) y Myers y Majluf (1984), y sostiene que las empresas tienen un orden de prioridad al momento de decidir financiar una inversión. Estos describen la preferencia por el financiamiento de la siguiente manera: en primer lugar, las empresas prefieren el financiamiento interno. Los beneficios retenidos son la primera de las fuentes de financiamiento preferidas por los directivos, debido a que no están influidas por la asimetría de la información, carecen de costo explícito y permiten un mayor margen de discrecionalidad en cuanto a su utilización. En segundo orden, prefieren la emisión de deuda y finalmente prefieren el aumento del capital. Este es el orden jerárquico para que las empresas financien su actividad productiva.

Esta teoría aclara que la empresa no tiene una estructura óptima de capital, contrario a lo que sugiere la teoría del *trade-off*. La teoría del *pecking-order*, en su planteamiento, tiene presente algunas imperfecciones de los mercados, en específico las relacionadas con la presencia de información asimétrica (Moreira & Rodríguez, 2006).

Las propiedades más importantes del modelo propuesto por Myers y Majluf (1984) son las siguientes:

Es preferible emitir títulos seguros que riesgosos, definiendo como segura la financiación con deuda y riesgosa la emisión de acciones. Las empresas van al mercado de deuda para conseguir capital externo. Es decir, se prefiere la financiación externa con deuda más que la financiación por acciones.

Los beneficios retenidos generan bajos costos de transacción y emitiendo deuda se incurre en menores costos de transacción que si se emite capital. El financiamiento con deuda también genera reducción de impuestos si la empresa tiene beneficios tributarios.

Myers y Majluf (1984) han recurrido a la información asimétrica para dar una explicación teórica al fenómeno de *pecking-order*. El enfoque de señalización relaciona la teoría del *pecking-order* con el concepto de estructura de capital (Gómez, 2008).

La teoría de señales argumenta que las decisiones que toma una empresa y que son enviadas a los mercados financieros son valoradas por los agentes que intervienen en estos mercados, generando señales positivas o negativas según el contexto en que la empresa esté “enviando” estas señales; así, por ejemplo, una emisión de deuda puede ser una señal positiva para algunos agentes, mientras que para otros puede ser una señal desfavorable.

La emisión de deuda es una señal favorable para el mercado de capitales en el sentido que la empresa que emite deuda es una empresa que tiene un alto rendimiento.

2.3 CONCLUSIONES

Con lo anterior podemos observar que para abordar este problema existen diferentes teorías, sin embargo, para abordarlo me voy a basar principalmente en la visión poskeynesiana de financiamiento y en la teoría del *pecking-order*.

El enfoque poskeynesiano sostiene que el financiamiento que otorga la banca comercial a las empresas es insuficiente, y explica que la relación que tiene la banca comercial con el financiamiento es a corto plazo, mientras que en el mercado de valores es a largo plazo.

Lo anterior es muy importante dado que diferentes autores como Weisbenner y Almeida en su *paper* “Corporate debt maturity and the real effects of the 2007 credit crisis”, han demostrado con estudios econométricos que las empresas que cuentan con deuda de largo plazo son más resistentes a las crisis financieras que las que solo cuentan con financiamiento a corto plazo. Esto lo demuestran con un estudio realizado en el 2007, utilizando el episodio de la crisis de agosto de 2007 que se originó en Estados Unidos, en el cual comprueban que las empresas con deuda a largo plazo, es decir, por medio del mercado de valores no fueron tan afectadas por la crisis de ese momento como las empresas que solo tenían deuda a corto plazo en el mercado bancario.

Algo muy importante en lo que ahondaremos en los siguientes capítulos es que si son otorgados estos recursos del mercado de valores hacia las empresas lo importante no es el crédito que obtengan, sino lo más importante es la inversión productiva que realicen las empresas en el largo plazo.

Por lo tanto, este crédito debe ser usado para una inversión productiva, es decir, cuando el dinero se enfoca a la adquisición, transformación, y mejoramiento de bienes para generar nuevos bienes y servicios, que beneficien a la sociedad en el caso de las inversiones del gobierno, a la satisfacción de necesidades de los clientes en el caso de las empresas, o al bienestar y crecimiento personal. Una inversión productiva se diferencia del gasto o el consumo, en que esta aplaza la decisión de recibir los beneficios de corto plazo para obtener un rendimiento y producción mayor en el mediano y largo plazo para comprar bienes de capital. Dado que los recursos obtenidos por medio del mercado de valores pueden usarse, por ejemplo, para pagar el salario de los trabajadores y esto no sería muy conveniente, ya

que no fomentaría la inversión productiva. Esto se señala en un *paper* de los autores Bebczuk y Garegnani (2006) titulado “Autofinanciamiento empresarial y crecimiento económico” en el cual señalan que en principio, en un modelo de crecimiento de largo plazo, únicamente debería contemplarse la inversión empresarial destinada a la acumulación de capital físico (siempre que la economía no haya alcanzado el estado estacionario, en el cual la inversión neta es cero).

La segunda teoría en que se basa este trabajo -la teoría del *pecking-order*- explica por qué las empresas prefieren emitir deuda o capital en el financiamiento de proyectos de inversión a largo plazo. Como ya se ha señalado anteriormente, esta teoría plantea que en primera instancia las empresas prefieren financiarse primeramente con recursos propios, después emitiendo deuda y, como última opción, emitiendo acciones. Sin embargo, en la actualidad podemos observar que para que las PYMES crezcan no es suficiente financiarse con recursos propios, entonces se necesitan fuentes externas de financiamiento como es la emisión de deuda y acciones.

Se podría pensar que si una empresa se financia por medio del mercado de valores podría ser riesgoso por la emisión de acciones, sin embargo, actualmente la empresa que emite acciones o deuda tiene la opción de escoger entre distintos tipos de acciones en donde puede elegir algunas donde los accionistas sólo tienen derecho a recibir dividendos pero no a obtener una parte mayoritaria de la empresa. Esto se puede confirmar al revisar la página de la Bolsa Mexicana de Valores, como son las acciones serie “L” o los Certificados de Participación Ordinarios (CPO’s) que no tienen derecho a voto dentro de la empresa, solo a reparto de dividendos en caso de utilidades. Este punto se va a bordar con más detalle en el tercer capítulo.

Con base en lo anterior, permítanme señalar que para que cualquier empresa pueda acceder a fuentes adecuadas de financiamiento primeramente se necesita fortalecer el mercado financiero. Con regulaciones más estrictas pero asequibles entre los participantes del mercado; tales son los casos de mayor transparencia y mayor acceso, entre otros. Al igual que para que exista una buena intermediación se necesita fortalecer tanto el mercado primario y, de la misma manera, el mercado secundario, con la finalidad de que cuando deseen vender sus instrumentos financieros los del mercado primario lo puedan hacer mediante una buena intermediación en el mercado secundario. Es decir, ambos mercados deben ser fluidos para que el inversionista pueda recuperar sus recursos en el momento en que él lo necesite.

Este punto va ampliarse en el capítulo tres llamado “Propuesta de una bolsa de valores especializada para medianas empresas en México” en donde se va a describir el concepto de bolsa de valores y los estímulos económicos y administrativos que en términos generales tiene una bolsa de valores.

CAPÍTULO 3

FUENTES DE FINANCIAMIENTO PARA LAS EMPRESAS

En este apartado se describe como han funcionado en México las principales fuentes de financiamiento¹ con las que actualmente cuentan las empresas, es decir, se describen sus principales características, beneficios y limitaciones, y los distintos problemas a los que las medianas empresas se enfrentan para acceder a un financiamiento a bajo costo y a largo plazo en el mercado formal de crédito bancario, ya sea de la banca de desarrollo o proveedores, entre otros.

Primeramente debemos diferenciar entre las distintas clasificaciones de empresas según su tamaño (véase cuadro 1).

¹ Se entiende por financiamiento a la manera de cómo una entidad puede allegarse de fondos o recursos financieros para llevar a cabo sus “metas de crecimiento y progreso” (Gómez,2008).

CUADRO 1. DEFINICIÓN DE EMPRESAS SEGÚN ESTRATO

Sector	Estratificación								
	Micro			Pequeña			Mediana		
	Personal	Rango de monto de ventas anuales (mdp)	Tope máximo	Personal	Rango de monto de ventas anuales (mdp)	Tope máximo	Personal	Rango de monto de ventas anuales (mdp)	Tope máximo
Industria	De 0 a 10	Hasta 4	4.6	De 11 a 50	Desde 4.01 hasta 100	95	De 51 a 250	Desde 100.1 hasta 250	250
Comercio	De 0 a 10	Hasta 4	4.6	De 11 a 30	Desde 4.01 hasta 100	93	De 31 a 100	Desde 100.1 hasta 250	235
Servicios	De 0 a 10	Hasta 4	4.6	De 11 a 50	Desde 4.01 hasta 100	95	De 51 a 250	Desde 100.1 hasta 250	235

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

mdp= millones de pesos

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Geografía. Censos Económicos, 2009, México 2013

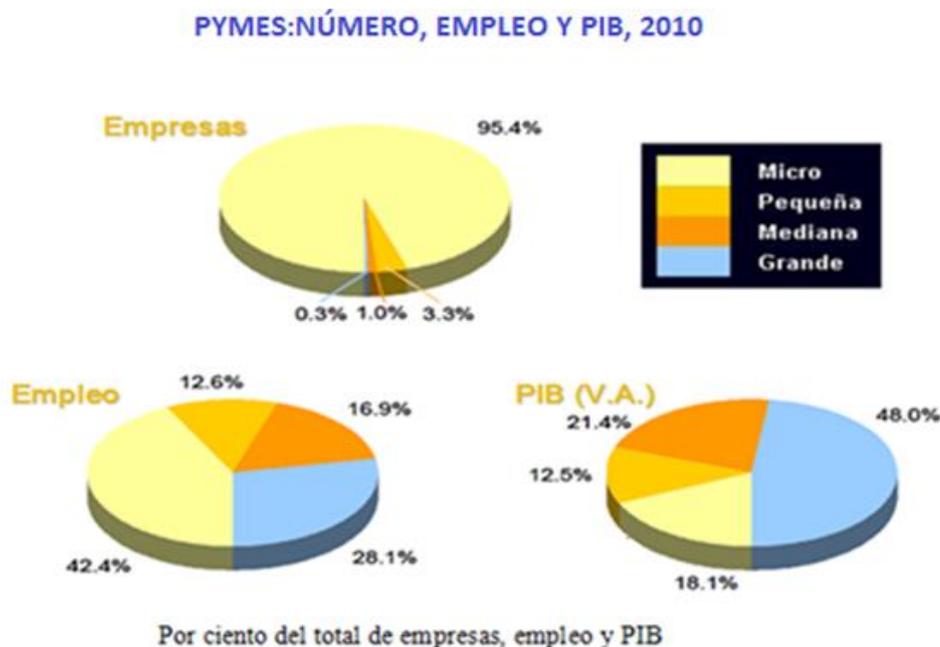
En cuanto a las grandes empresas se pueden clasificar por tener entre sus características sobrepasar una serie de límites ocupacionales o financieros, los cuales dependen de cada país. Se componen de la economía de escala², la cual consiste en ahorros acumulados por la compra de grandes cantidades de bienes; entre sus ventajas están la facilidad de financiamiento que da mayor garantía a las empresas del pago de sus deudas, y sus barreras de entrada son relativamente escasas y pueden superar los 250 millones de pesos.

La gráfica 1 muestra la importancia de las empresas en la generación de empleos. En México, la Secretaria de Economía señala que existen sólo 1% de medianas empresas. Sin embargo, generan 21.4% de empleo, y sumando

² La economía de escala se refiere al poder que tiene una empresa cuando alcanza un nivel óptimo de producción para ir produciendo más a menor coste.

las medianas con las pequeñas y microempresas, generan 80% del total de empleo en nuestro país. Y además generan entre estas más del 50% del PIB.

Gráfica 1



Fuente: Subsecretaría para la pequeña y mediana empresa, Secretaría de Economía

Podemos aseverar que es de vital importancia que cualquier empresa cuente con más fuentes de financiamiento tanto para crecer (medianas empresas), o subsistir, como es el caso de las micro y pequeñas empresas.

En este trabajo se propone el financiamiento a través del mercado de valores para medianas empresas porque son las que pueden cumplir los requisitos para acceder al mercado de valores y se considera que las pequeñas y microempresas requieren otro tipo de financiamiento ya que por lo regular son de nueva creación

3.1 FUENTES DE FINANCIAMIENTO

3.1.1 Proveedores

Según la Encuesta trimestral de fuentes de financiamiento del Banco de México, esta es la opción de financiamiento más utilizada por las empresas (véase cuadro 1 del anexo de cuadros). Podemos apreciar que durante el segundo trimestre del 2014 más de un 82.7% de empresas utilizaron como primera opción el financiamiento de los proveedores.

Esta alternativa de financiamiento se genera gracias a la adquisición o compra de bienes o servicios que la empresa utiliza en su operación a corto plazo. En períodos de inflación alta, una de las medidas más efectivas para neutralizar el efecto de la inflación en la empresa es aumentar el financiamiento mediante proveedores. Esta operación puede tener tres alternativas que modifican favorablemente la posición monetaria:

- a) Adquisición de mayores inventarios, activos no monetarios (bienes y servicios), lo que aumenta los pasivos monetarios (cuentas por pagar a proveedores).
- b) Convenio de la ampliación de los términos de pago a proveedores obteniendo de esta manera un financiamiento monetario de un activo no monetario.
- c) Una composición de ambos.

Características.

- a) No tienen un costo establecido.
- b) Su adquisición es relativamente fácil, y se otorga primordialmente con base en la confianza y después de un trámite de crédito simple y sencillo, ante el proveedor de los bienes y servicios.

- c) Es un crédito que no se determina mediante de un contrato, ni origina comisiones por apertura o por algún otro concepto.
- d) Es un crédito revolvente que se actualiza.
- e) Varía según las necesidades de consumo del cliente.

3.1.2 Banca Comercial

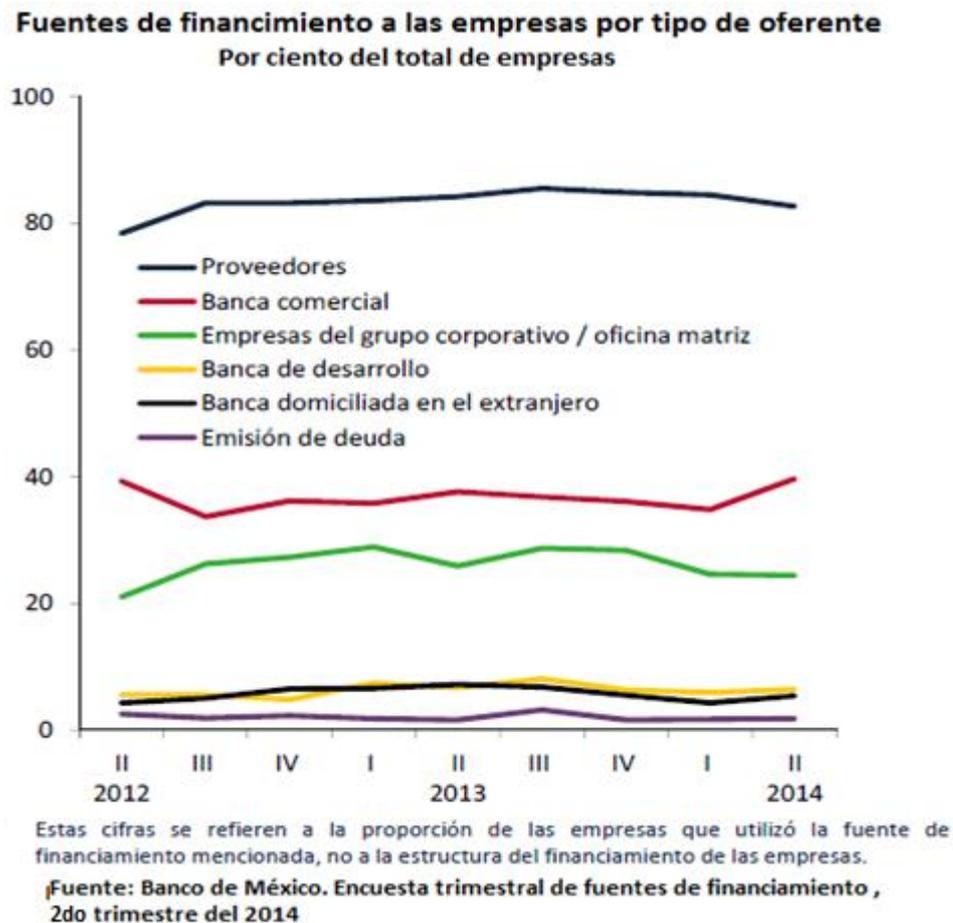
La Encuesta trimestral de fuentes de financiamiento del Banco de México muestra que la banca comercial es el segundo recurso más utilizado por las empresas mexicanas en cuanto al financiamiento. (Véase siguiente gráfica 2)

Como sabemos, la función principal de la banca es recibir fondos de terceros en depósito y colocarlos en el mercado mediante operaciones de crédito. Un banco comercial toma el dinero entregado por los ahorradores más el capital que es de su pertenencia y los ofrece en préstamo a cambio de un interés por el tiempo que el dinero está en sus manos y con garantía de pago respaldado.

Las principales operaciones de crédito de los bancos son:

- a) Sobregiros: Es un tipo de financiamiento a muy corto plazo, está dirigido especialmente a cubrir necesidades de caja. Por lo regular no requiere forma escrita y su otorgamiento es limitado principalmente por la velocidad en su trámite.
- b) Créditos ordinarios: Son todos aquellos préstamos que la entidad bancaria brinda entre noventa días y un año. El precio de estos créditos es fijado por los límites establecidos por las entidades de control financiero, Todos los créditos ordinarios se formalizan mediante un título, que por lo general es un pagaré, que obliga al prestatario a otorgar las garantías.

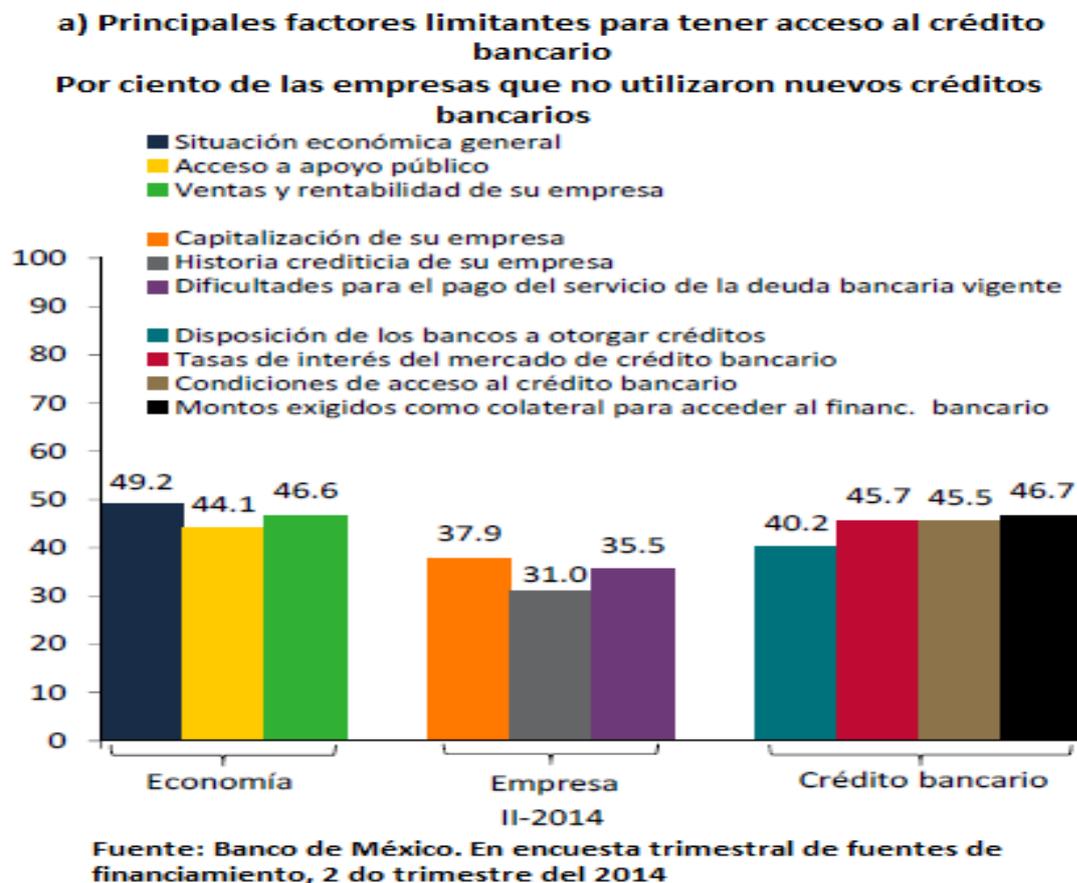
Gráfica 2



En el caso de nuestro país la banca comercial está muy extranjerizada (véase cuadro 2 del anexo de cuadros), no se enfoca a darle financiamiento a las empresas para que crezcan sino a darles financiamiento por los intereses altos que se les cobra (gráfica 3) y gráfica 1a del anexo de gráficas donde podemos observar que los ingresos de la banca comercial han aumentado a causa del aumento de comisiones y tienen tendencia a la alza.

Mientras que en la gráfica siguiente podemos ver que el 46.7% de las empresas no utilizaron crédito bancario, en primer lugar, por el monto de garantía exigido por los bancos para otorgar financiamiento y, en segundo lugar, un 45.7% por el alto costo de los intereses cobrados.

Gráfica 3.



Alavez, (2009) precisa lo siguiente:

Respecto al destino de los fondos, descendió la proporción dirigida a financiar a las compañías al pasar de 20.1 a 14.3 por ciento del PIB de 2000 a 2005, [...] por la reestructuración del sistema bancario, que permitió a la banca extranjera tomar el control de la mayor parte del mismo, ya capitalizado (p. 926)

Con lo anterior podemos ver que nuestro sistema bancario está dominado por bancos extranjeros y según datos del Banco de México, el destino de los recursos financieros hacia las empresas, principalmente PYMES han disminuido en los últimos años (véase gráfica 2ª del anexo de gráficas). Esto se debe a distintas causas véase (gráfica 3): entre las que se

observan: la situación económica en general, seguida por las altas tasas de interés del mercado de crédito bancario, lo cual es muy preocupante debido que como vimos con los datos anteriores de la Secretaría de Economía, entre las PYMES son las que generan mayor producción y son fuentes potenciales de empleo en el país.

3.1.3 Banca desarrollo

La banca de desarrollo se caracteriza por ser aquella que financia -a una tasa de interés menor a la del mercado- proyectos cuyo objetivo es promover el desarrollo económico de una región específica o grupo de países.

En México la banca de desarrollo son bancos dirigidos por el gobierno federal cuyo propósito es desarrollar a ciertos sectores de la economía y atender y dar solución a problemática de financiamiento regional o municipal, o promover ciertas actividades (exportación, desarrollo, creación de nuevas empresas). Se les conoce como de segundo piso dado que sus prestaciones o líneas de financiamiento las ejecutan mediante los bancos comerciales que permanecen en primer lugar ante las empresas o usuarios, quienes solicitan el préstamo.

Actualmente existen seis instituciones que constituyen el sistema de banca de desarrollo mexicano, con un amplio espectro en cuanto a los sectores de atención: pequeña y mediana empresa, obra pública, apoyo al comercio exterior, vivienda y promoción del ahorro y crédito al sector militar. Estas instituciones son las siguientes:

1. Nacional Financiera, S.N.C. (NAFIN).
2. Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C. (BANOBRAS).
3. Banco Nacional del Comercio Exterior, S.N.C. (BANCOMEXT).

4. Sociedad Hipotecaria Federal, S.N.C. (SHF).
5. Banco del Ahorro Nacional y Servicios Financieros, S.N.C. (BANSEFI).
6. Banco Nacional del Ejército, Fuerza Aérea y Armada, S.N.C. (BANJÉRCITO).

Sin embargo, en el caso de México la banca de desarrollo no está cumpliendo su objetivo fundamental que es financiar a las PYMES. En primer lugar, debido a que utiliza como intermediario a la banca comercial y, en segundo, porque no existe mucha promoción de la banca de desarrollo. En la gráfica 2 de fuentes de financiamiento podemos ver que menos del 5% de las empresas la toman como una alternativa de financiamiento y, también, lo podemos comprobar con el siguiente cuadro 2 en donde se puede apreciar que América Latina es uno de los continentes que menos otorga créditos por medio de la banca de desarrollo, con un 0.4% en comparación con los otros continentes.

Cuadro 2

Exposiciones de intermediarios financieros mexicanos a entidades del exterior^{1/}
Miles de millones de pesos

Acreedor/Deudor	EEUU.	Europa		América Latina	Otros	Total
		España	Otros			
Banca comercial	22.8	2.4	10.6	14.4	2.8	70.4
Banca de desarrollo	0.7	1.1	6.2	0.4	0.7	9.6
Casas de bolsa	0.0	0.0	0.6	1.4	0.0	1.9
Sociedades de inversión	4.5	2.1	0.5	5.7	0.1	13.1
Siefres	23.8	0.5	3.9	0.2	2.9	33.5
Total general	61.1	6.3	33.9	20.5	6.6	128.3

Cifras a septiembre de 2013

Fuente: Banco de México

1/ La exposición se define como el agregado de la posición neta acreedora por depósitos y préstamos, tenencia de títulos, la valuación neta a favor de los contratos de derivados y la posición neta acreedora de garantías, reportos, préstamo de valores y operaciones fecha valor.

3.1.4 Beneficios retenidos

Esta es la fuente de financiamiento más significativa con que cuenta una compañía. Las empresas que muestran fortaleza financiera o una gran estructura de capital sólida, son aquellas que generan montos importantes de utilidades en concordancia a su nivel de ventas y acorde a sus aportaciones de capital.

Siempre son importantes las utilidades creadas por la empresa porque le da a la organización seguridad financiera, garantizando su subsistencia en el medio en que se localiza. En este caso se distinguen dos tipos: utilidades de operación y reservas de capital. La primera es la utilidad que resulta de las operaciones normales de una empresa, con exclusión de los gastos y productos financieros y extraordinarios. Mientras que las reservas de capital se caracterizan por ser la reserva que se forma por operaciones de capital, por ejemplo, las procedentes de la emisión de acciones con prima en ampliaciones de capital, y de la revalorización y minusvaloración de activos y pasivos respectivamente.

3.1.5 Beneficios de operación

Estos se crean en la misma compañía como efecto de su operación normal, y representan una de las fuentes de recursos más importante con la que cuenta una empresa, ello en virtud de que su nivel de generación tiene relación directa con la eficiencia de operación y calidad de su administración. Asimismo, son el reflejo de la fortaleza financiera presente y futura de la organización.

3.1.6 Reserva de capital.

Se determina por separaciones contables de las utilidades de operación que garantizan toda la estancia de las mismas dentro del patrimonio de la

empresa.

En su principio las utilidades de operación y reservas de capital, son las mismas con la diferencia que las primeras pueden ser aptas de retiro por parte de los accionistas por la vía de pago de dividendos, y las segundas permanecerán con carácter de permanentes dentro del capital contable de la empresa, en tanto no se decreten reducciones del capital social mediante una asamblea general extraordinaria de accionistas.

3.1.7 Emisión de deuda

Se caracteriza por ser una herramienta financiera que se emite en un mercado de valores en la forma de una promesa incondicional, certificada, en la cual el prestatario declara pagar una suma establecida en una fecha determinada, conjuntamente con los intereses a una tasa determinada y en fechas determinadas.

Cuando una empresa tiene la necesidad de fondos adicionales a largo plazo se ve en el dilema de decidir entre la emisión de acciones adicionales del capital o de obtener préstamo expidiendo evidencia del adeudo en la forma de bonos. La emisión de deuda puede ser beneficiosa siempre que los actuales accionistas elijan no compartir su propiedad y las utilidades de la empresa con nuevos accionistas. El derecho de emitir bonos procede de la facultad para tomar dinero prestado que la ley otorga a las sociedades anónimas.

Así, el tenedor de un bono se define como el acreedor; un accionista es un propietario. Y a causa de que la mayor parte de los bonos tienen que estar respaldados por activos fijos tangibles de la empresa emisora, el propietario de un bono goza de mayor protección a su inversión. El tipo de interés que paga sobre los bonos es, por lo general, inferior a la tasa de dividendos que reciben las acciones de una empresa.

Características de los bonos.

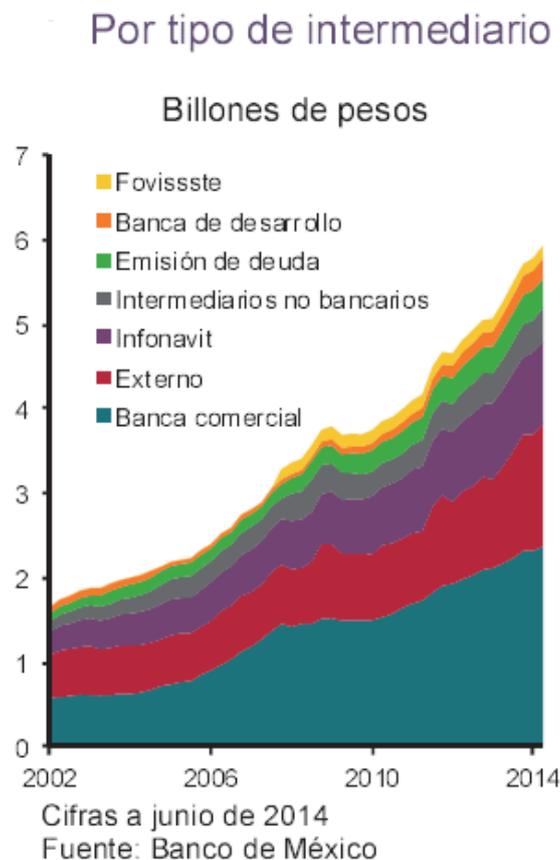
- Los bonos son fáciles de vender, debido a que sus costos son menores.
- El empleo de los bonos no diluye el control de los actuales accionistas.
- Mejoran la liquidez y la situación de capital de trabajo de la empresa.

En la gráfica 4 de fuentes de financiamiento se observa que para las empresas la emisión de deuda es una de las últimas opciones de financiamiento a las que acude la empresa, sin embargo, aun así está por encima de la banca de desarrollo. Las empresas que han emitido deuda en los últimos años son solamente grandes empresas (véase gráfica 3 del anexo de gráficas). Considero que se encuentra dentro de los últimos lugares de opciones de financiamiento la emisión de deuda porque la mayoría de empresas (PYMES) no cuentan con una bolsa de valores especializada donde puedan emitirla.

Por ejemplo, el informe³ de la OCDE señala que la financiación tradicional de la deuda sustenta las necesidades de actividad de las PYMES, generalmente caracterizada por un flujo estable de efectivo, un modesto crecimiento, modelos de negocio probados, y el acceso a las garantías. De los beneficios de la deuda ahondaremos en el siguiente capítulo.

³ Financing SMEs and entrepreneurs 2014 and OECD scoreboard (2014)

Gráfica 4



3.1.8 Emisión de acciones

En cuanto a la emisión de acciones, éstas se consideran de gran importancia porque miden el nivel de participación y lo que le corresponde a un accionista por parte de la organización a la que representa, ya sea por concepto de dividendos, derechos de los accionistas, derechos preferenciales, entre otros.

Las acciones se dividen en acciones preferentes y acciones comunes que son aquellas que forman parte del capital contable de la empresa y su posesión da derecho a las utilidades después de impuestos y a los activos hasta cierta cantidad, en caso de liquidación; Por otro lado se encuentran las acciones comunes que simbolizan la participación residual que confiere al tenedor un derecho sobre las utilidades y los activos de la empresa,

posteriormente de haberse satisfecho las reclamaciones prioritarias por parte de los accionistas preferentes. De aquí se infiere que la prioridad de las acciones preferentes supera a las de las acciones comunes. Sin embargo, ambos tipos de acciones se caracterizan en que el dividendo se puede omitir, en que las dos forman parte del capital contable de la empresa y ambas tienen fecha de vencimiento.

3.1.9 Emisión de obligaciones.

Las obligaciones son títulos de crédito que representan en forma proporcional el pasivo contraído por una empresa, por el crédito derivado de los desembolsos realizados por sus acreedores.

Las sociedades anónimas pueden emitir obligaciones que simbolicen la participación individual de sus tenedores en créditos colectivos constituido a cargo de la sociedad emisora.

3.2 PROBLEMAS QUE ENFRENTAN LAS EMPRESAS PARA ACCEDER A UN FINANCIAMIENTO ADECUADO

Según el estudio efectuado por la OCDE⁴, las circunstancias de financiación para las PYMES son un problema muy importante a nivel mundial (véase cuadro 3 en el anexo de cuadros). En este cuadro podemos observar que todavía es muy bajo el financiamiento que se le otorga a la PYMES y esto puede observarse en algunos países de Latinoamérica: también observamos que Colombia le da más financiamiento a sus PYMES incluso más que Chile y México. Además, en la gráfica 5 y en la gráfica 4a del anexo de gráficas se observa que en la mayoría de las economías, incluyendo a México y

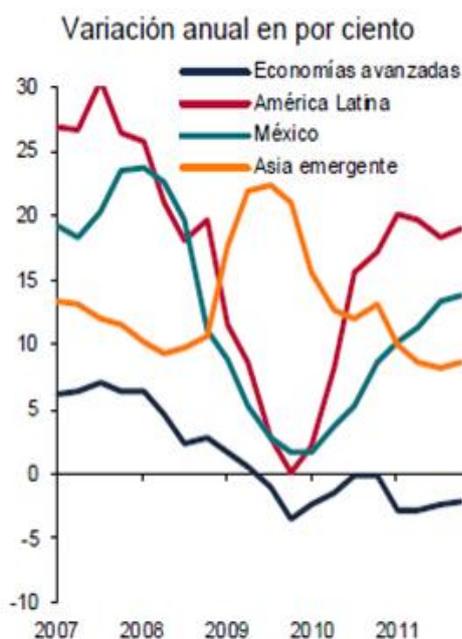
⁴ Financing SMEs and entrepreneurs 2014 and OECD scoreboard

Latinoamérica, ha disminuido el financiamiento de los bancos hacia las empresas, excepto en “Asia emergente”.

Otro dato importante es que 12% de las empresas en la Encuesta del Banco Mundial identificó que el acceso a la financiación es el principal obstáculo que enfrentaban. Mientras que en la gráfica 5 del anexo de gráficas el 33.5% de las empresas en el 2014 consideró el acceso y el costo al crédito como una limitante para acceder a este.

Gráfica 5

FINANCIAMIENTO DE LAS INSTITUCIONES DE DEPOSITO AL SECTOR PRIVADO



Cifras a diciembre de 2011

Fuente: FMI, BCE y Haver Analytics

1/El promedio ponderado de cada grupo se construyó utilizando el PIB de cada país de los grupos respectivos. Economías avanzadas incluye Australia, Canadá, Japón, Reino Unido, Estados Unidos y la zona del euro; América Latina incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú; y Asia emergente incluye China, India, Corea del Sur, Malasia y Singapur.

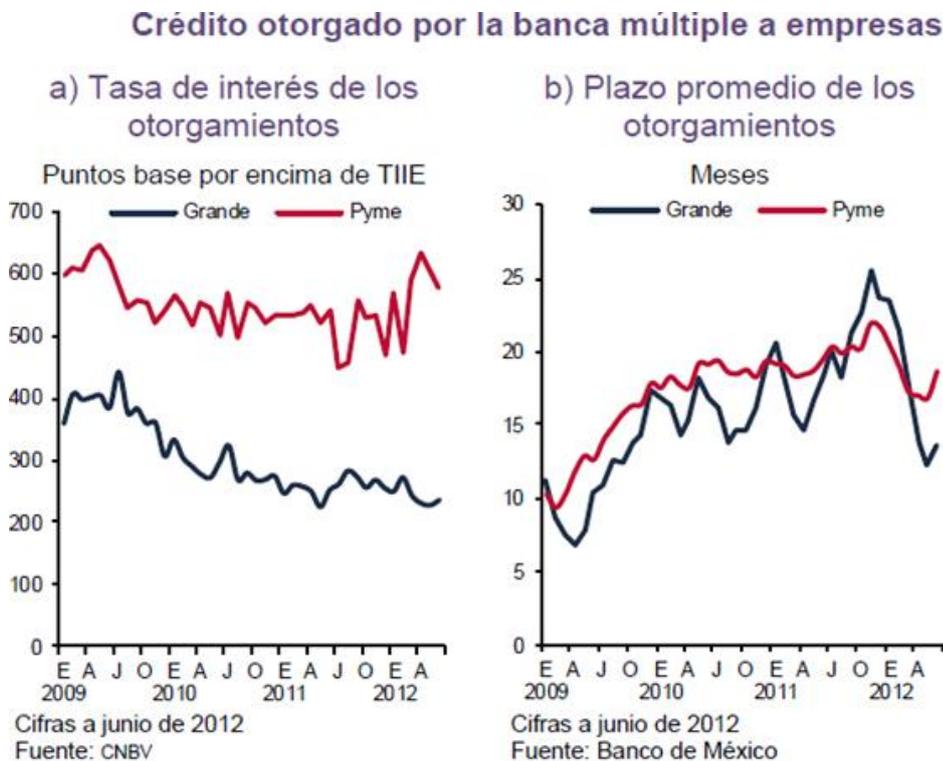
2/El financiamiento al sector privado no financiero (empresas no financieras y hogares) incluye préstamos y valores, así como acciones y otras modalidades de capital.

3.2.1. Costos altos

Aunque las tasas de interés en general disminuyeron, el diferencial de tipos de interés entre las PYMES y las grandes empresas aumentó en la mayoría de los países que se citan en el informe de la OCDE (véase gráfica 6 para el caso de México), en tanto que para Latinoamérica el informe solo toma en cuenta a México, Chile y Colombia. También muestra datos de países europeos y de América del Norte.

En la siguiente gráfica se observa que para el caso de México las tasas de interés son mayores para las PYMES que para las grandes empresas, y en cuanto al plazo de otorgamiento de crédito también existe una diferencia.

Gráfica 6



Mientras que en el cuadro 4 (del anexo de cuadros) podemos observar que a las PYMES se les cobra casi el doble de interés que se les cobra a las grandes empresas.

3.2.2 El alto nivel de las garantías exigidas por los bancos comerciales

Otro obstáculo es el alto nivel de las garantías⁵ exigidas por los bancos comerciales para asegurar los préstamos. De acuerdo con la OCDE, la garantía requerida es generalmente dos veces el valor del préstamo. El monto de la garantía depende del tipo de activo que las empresas ofrecen como garantía líquida, garantía hipotecaria, los activos fijos, las acciones de las empresas, la garantía fiduciaria, cuentas por cobrar, entre otros.

3.2.3 Falta de difusión de las fuentes de financiamiento

Según la Encuesta trimestral de fuentes de financiamiento del Banco de México⁶ (véase gráfica 3) dentro de las principales fuentes de financiamiento para las empresas en la actualidad se encuentra en primer lugar el retraso de pago a proveedores y, en segundo, el crédito bancario. Sin embargo como es sabido las tasas de interés del crédito bancario son muy altas y además que son préstamos a corto plazo y con la extranjerización bancaria (véase el cuadro 2 del anexo estadístico) a los bancos actualmente no les interesa mucho financiar a las empresas sino más bien otorgar créditos al consumo que son a más corto plazo y con intereses igual de altos.

⁵ Una garantía es un negocio jurídico mediante el cual se pretende dotar de una mayor seguridad al cumplimiento de una obligación o pago de una deuda (Banco CREDICCOP, 2013).

⁶ Encuesta trimestral de fuentes de financiamiento del Banco de México (2 do trimestre 2014)

Esto se debe a que existe poca difusión de las demás fuentes de financiamiento; por ejemplo, la emisión de deuda y los apoyos gubernamentales. Dado que las empresas no están bien informadas optan por la primera opción de retraso de pago a proveedores. Sin embargo, en el caso de México existen varias alternativas y apoyos de financiamiento (véase cuadro 5 del anexo de cuadros) donde podemos observar que el gobierno para mejorar la financiación ha implementado varios programas y destaca para el caso de México las garantías de préstamos del gobierno, de garantías especiales y apoyos a empresas de nueva creación.

3.3 CONCLUSIONES

Es importante señalar, como vimos con los datos anteriores, que en el caso de México en los últimos años han disminuido los préstamos a las PYMES, y que estas continuaron enfrentando el doble desafío de una recuperación desigual y desapalancamiento⁷ bancario en 2012.

Al mismo tiempo, el sector financiero continuó el proceso de desapalancamiento iniciado a raíz de la crisis, con los bancos tratando de cumplir con los requerimientos de capital y de apalancamiento de Basilea

⁷ El *desapalancamiento* es lo opuesto al apalancamiento. Este suele darse en periodos de crisis cuando los agentes económicos (hogares, empresas, inversores), que antes se habían endeudado para beneficiarse del apalancamiento, ya no puede soportar el peso de su deuda. Su solvencia se ve reducida (depreciación de activos, perspectiva de beneficios a la baja), lo cual les impone un desendeudamiento rápido en condiciones desfavorables (Vizcarra, 2007)

III⁸, gracias a una combinación de una reducción de activos y aumento de capital.

Las PYMES fueron más afectadas que las grandes empresas. Las PYMES y los empresarios continuaron enfrentando una mayor vulnerabilidad a las condiciones de los mercados de crédito. Por su puesto esta situación de la banca en México es sumamente preocupante, en primer lugar, por su situación actual y las secuelas que han quedado de las crisis financieras que han incidido en el sistema financiero y en segundo lugar, por la extranjerización de la banca en nuestro país. De igual forma es importante mencionar que los créditos que existen son otorgados con intereses altos, lo cual también es muy preocupante en virtud de que es la segunda opción en cuanto al financiamiento.

Mientras que la primera opción de financiamiento tomada por las empresas es el retraso de pago a proveedores, lo que es igual de alarmante, porque si lo analizamos con detenimiento por lo regular son préstamos a muy corto plazo y de monto bajo, que las empresas no pueden utilizar para invertir a largo plazo, lo que es fundamental para su subsistencia, desarrollo y competitividad a largo plazo.

En cuanto a la banca de desarrollo logramos observar con los datos que no está cumpliendo con la función de otorgar financiamiento a las empresas con intereses bajos, ya que otorga préstamos a las empresas mediante la banca comercial.

Por último la emisión de deuda es una de las últimas opciones elegidas por las empresas para financiarse, a causa de que tienen más acceso al

⁸ Basilea III es un conjunto integral de reformas elaborado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para fortalecer la regulación, supervisión y gestión de riesgos del sector bancario (Basilea, 2010).

mercado de valores las grandes empresas. Además existe la falta de difusión de los beneficios y requisitos del mercado de valores con la finalidad de que las empresas puedan acceder a este.

Así, se puede concluir enfatizando la importancia que tienen tanto las fuentes de financiamiento de corto y largo plazo que utilizan las empresas, ello en virtud de que estas fuentes les brinda a las empresas la posibilidad de conservar una economía y una continuidad de sus actividades comerciales estable y eficientemente, y asimismo, les permite desarrollarse y ser más competitivas y por resultado otorgar un mayor aporte al sector económico en el cual participan. Por lo tanto se necesitan fuentes de financiamiento más eficientes y accesibles para las empresas, y que tomen en cuenta sus características y necesidades de financiación. De lo anterior se deriva que estas son un eslabón fundamental para el desarrollo de las empresas y el crecimiento económico del país.

En consecuencia, el difícil entorno macroeconómico y la disminución de los beneficios para las PYMES se hacen impostergable reforzar otras fuentes de financiamiento a largo plazo, como el mercado de valores. Sin embargo, las PYMES tienen más dificultades para acceder al mercado de capital. Por esta razón se propone en el siguiente capítulo la creación de una bolsa de valores especializada en medianas empresas que refuerce la accesibilidad y asequibilidad del crédito a estas empresas. Ello debido a que el principal obstáculo para acceso de las PYMES a la financiación es la disponibilidad de crédito y la disposición de los bancos a prestarlo, ya que las condiciones crediticias se mantienen más estrictas para las PYMES en relación con las grandes empresas.

CAPÍTULO 4

**PROPUESTA DE UNA BOLSA
DE VALORES ESPECIALIZADA
PARA MEDIANAS EMPRESAS EN
MÉXICO**

En este capítulo se abordara en primer lugar el concepto y las características de una bolsa de valores. Asimismo, se describirá brevemente como opera el mercado de valores en México en este caso la Bolsa Mexicana de Valores, sus principales características y su importancia para el financiamiento de las empresas y la economía del país.

Posteriormente se describirá el caso de Argentina en donde las PYMES cuentan con una bolsa de valores especializada para ellas y se financian por medio de esta y finalmente se describirán los beneficios que tendría el mercado de valores para las medianas empresas en México.

4.1 CONCEPTO DE BOLSA DE VALORES Y PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS

Según la definición económica la *bolsa o mercado de valores* es un mercado en el que intervienen los demandantes de capital (principalmente las empresas) y los oferentes que cuentan con un excedente de recursos financieros (familias, empresas y otras instituciones) para comprar y vender diferentes instrumentos financieros (acciones, bonos, títulos de deuda, etcétera.). Esta puede operar en un lugar físico o virtual (sistema informático), donde se fija un precio público o cotización de los instrumentos financieros que varían constantemente según las fuerzas de la oferta y la demanda y en función de las circunstancias económicas, empresariales u otras.

Este mercado de valores se caracteriza por poseer:

- a) **Organización:** Es un mercado organizado que brinda un grado de protección a inversionistas mediante la vigilancia de diferentes autoridades financieras del país en cuestión y otros organismos legales regulatorios y autorregulados del Estado, a nivel profesional, que sirven para crear un grupo organizado y líquido de intercambio de valores y de plataformas de bolsa.

- b) **Liquidez:** es un mercado líquido porque los títulos y valores del mercado primario¹ que se negocian en la bolsa, tienen la facilidad de venta y colocación en el mercado secundario, es decir, permite la transformación de sus títulos-valores en efectivo cuando se requiera.
- c) **Seguridad:** es un mercado seguro en el sentido de que cuenta con un marco jurídico que regulariza los papeles de los participantes, estableciendo el cumplimiento de reglas que garanticen la eficiente y eficaz operación del mercado de valores.

4.2 BOLSA MEXICANA DE VALORES

En el caso de nuestro país la bolsa mexicana de valores se puede definir, según su página oficial², como una entidad financiera, que opera por concesión de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público³, con apego a la Ley del Mercado de Valores. Actualmente la BMV es muy importante para la economía del país y a pesar de la inestabilidad financiera mundial ha sabido enfrentar esta situación e incluso en los últimos años ha aumentado el volumen operado de acciones (véase gráfica 1 y gráfica 2)

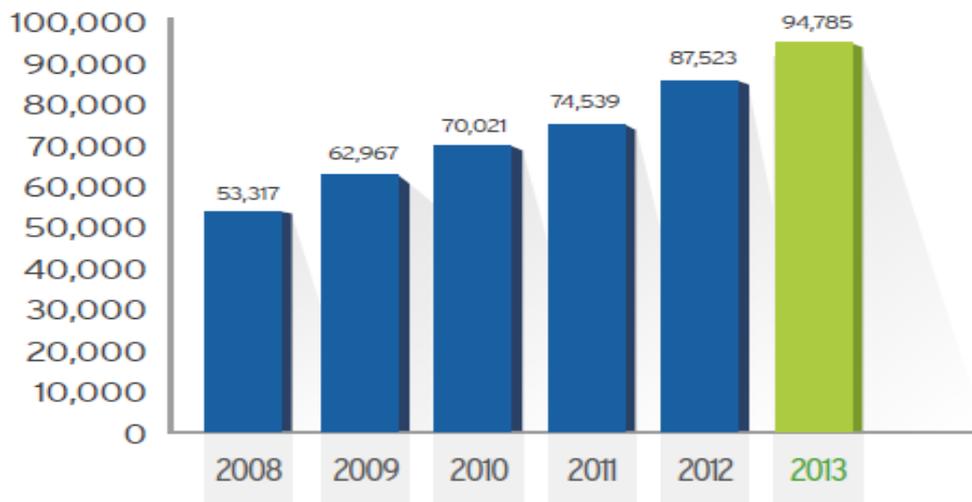
1 Es aquel mercado financiero en el que se presentan valores negociables y en el que se negocian los títulos por primera vez; en el que los activos financieros comerciados son de nueva creación. El mercado primario es utilizado para la captación de ahorro y supone la atracción de nueva financiación y, posteriormente, los valores ya adquiridos se negocian en el mercado secundario que vendría a ser un mercado de segunda mano o de reventa (Vizcarra, 2007).

2 http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV_que_es_la_bmv

3 Es una secretaría de estado de la administración pública federal a cuyo responsabilidad se encuentra lo relacionado a la recaudación tributaria, administración financiera y fiscalización de recursos del gasto público, asimismo, la regulación y vigilancia de las instituciones bancarias y de valores de dicho país (<http://www.shcp.gob.mx>, 2014)

Gráfica 1

Volumen Operado del Mercado Accionario

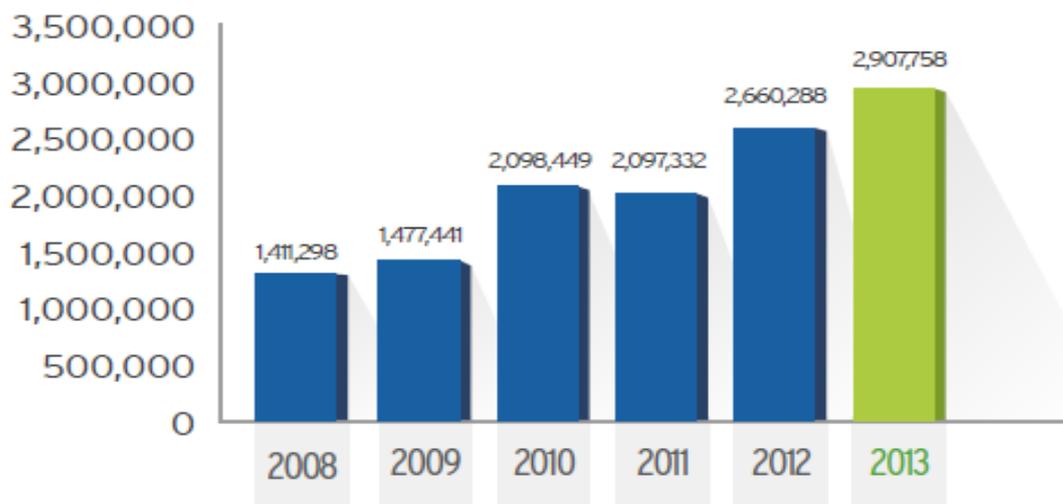


Millones de Acciones

Fuente: Informe anual de la Bolsa Mexicana de Valores 2013

Gráfica 2

Importe Operado del Mercado Accionario



Millones de Pesos

Fuente: Informe anual de la Bolsa Mexicana de Valores 2013

En ambas gráficas se puede observar que en los últimos años ha ido aumentando el volumen e importe operado de acciones lo que puede señalar que este mercado si ha tenido éxito.

4.2.1 Principales funciones

Dentro de sus principales funciones, según la página oficial de la BMV se encuentran: ser el foro en el que se llevan a cabo las operaciones del mercado de valores organizado en México, siendo su objeto el facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado, fomentar su expansión y competitividad. Conforme al (cuadro 6 del anexo de cuadros, podemos decir que, efectivamente, del 2008 al 2013 que son los datos más recientes hasta este momento, se ha ido desarrollando el mercado de valores gracias al incremento del importe, volumen y operaciones del mercado accionario. Esto se ha logrado gracias a las siguientes acciones:

Establecer los locales, instalaciones y mecanismos que faciliten las relaciones y operaciones entre la oferta y demanda de valores, títulos de crédito⁴ y demás documentos inscritos en el Registro Nacional de Valores (RNV).

- a) Proporcionar, mantener a disposición del público y hacer publicaciones sobre la información relativa a los valores inscritos en la bolsa mexicana.
- b) Establecer las medidas necesarias para que las operaciones que se realicen en la bolsa mexicana por las casas de bolsa, se sujeten a las disposiciones que sean aplicables

⁴ Son los documentos necesarios para ejercitar el derecho literal que en ellos se consigna (Ley general de títulos y operaciones de crédito, 2014)

- c) Expedir normas que establezcan estándares y esquemas operativos y de conducta que promuevan prácticas justas y equitativas en el mercado de valores, del mismo modo vigilar su observancia e imponer medidas disciplinarias y correctivas por su incumplimiento, obligatorias para las casas de bolsa y emisoras con valores inscritos en la bolsa mexicana

4.2.2 Como opera la BMV

Según la página oficial de la BMV las empresas que requieren recursos para financiar su operación o proyectos de expansión, pueden obtenerlo por medio del mercado bursátil, y gracias a la emisión de valores (acciones, obligaciones, deuda, papel comercial⁵, etc.) que son puestos a disposición de los inversionistas (colocados) e intercambiados (comprados y vendidos) en la bolsa mexicana, en un mercado transparente de libre competencia y con igualdad de oportunidades para todos sus participantes.

En la actualidad la BMV está logrando su objetivo de financiar a las grandes empresas con diversos instrumentos, emisión de deuda y acciones (véase gráfica 3).

La página oficial de la bolsa de valores nos describe a grandes rasgos cómo es el proceso de operación. Para realizar la oferta pública⁶ y colocación⁷ de los valores, la empresa acude a una casa de bolsa⁸ que los

⁵ Es un pagaré negociable emitido por empresas que participan en el mercado de valores

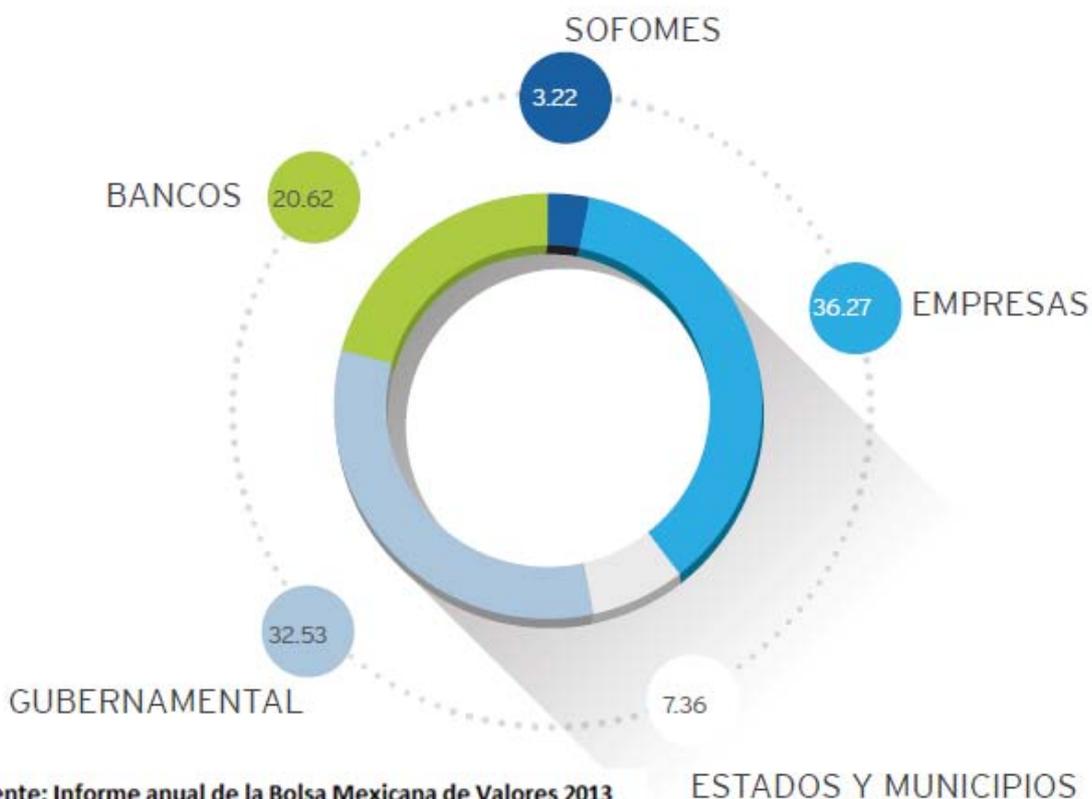
⁶ Colocación inicial de valores entre el público inversionista a través de la BMV

⁷ Es la venta efectiva de activos financieros, por la propia entidad emisora, o a través de intermediación. Puede conceptualizar también como la actividad conducente a transformar los excedentes de ahorro invirtiéndolos en los diferentes activos

ofrece (mercado primario) al gran público inversionista en el ámbito de la bolsa mexicana. De ese modo, los emisores reciben los recursos correspondientes a los valores que fueron adquiridos por los inversionistas.

Gráfica 3

La distribución de la deuda por tipo de emisor es la siguiente:



Fuente: Informe anual de la Bolsa Mexicana de Valores 2013

ESTADOS Y MUNICIPIOS

8 Intermediarios autorizados para realizar intermediación en el mercado bursátil. Se ocupan de las siguientes funciones: realizar operaciones de compraventa de valores; brindar asesoría a las empresas en la colocación de valores y a los inversionistas en la constitución de sus carteras; recibir fondos por concepto de operaciones con valores, y realizar transacciones con valores a través de los sistemas electrónicos de la BMV, por medio de sus operadores

En la gráfica anterior podemos observar que las que más utilizan la emisión de deuda son las empresas con un 36.27 % del total, seguidas con un 20.62% de bancos

Una vez colocados los valores entre los inversionistas en el mercado bursátil, éstos pueden ser comprados y vendidos (mercado secundario) en la bolsa mexicana, gracias a una casa de bolsa.

El público inversionista canaliza sus órdenes de compra o venta de acciones mediante un promotor de una casa de bolsa. Estos promotores son especialistas registrados que han recibido capacitación y han sido autorizados por la CNBV. Las órdenes de compra o venta son entonces, transmitidas de la oficina de la casa de bolsa al mercado bursátil gracias al sofisticado Sistema Electrónico de Negociación, Transacción, Registro y Asignación (BMV-SENTRA Capitales⁹) donde esperarán encontrar una oferta igual pero en el sentido contrario y así perfeccionar la operación.

Una vez que se han adquirido acciones o títulos de deuda¹⁰, se puede monitorear su desempeño en los periódicos especializados, o mediante los sistemas de información impresos y electrónicos de la propia Bolsa Mexicana de Valores y en el SiBOLSA¹¹.

9 Permite negociar títulos de deuda, proporcionando al usuario un instrumental informático moderno, seguro y confiable para intervenir en corros y subastas, desde las mesas de dinero de los intermediarios participantes.

10 Instrumento que representa un compromiso por parte del emisor, quien se obliga a restituir el capital en una cierta fecha de vencimiento. El título es emitido a valor nominal, debe especificar los intereses y amortizaciones si los hubiera.

11 Sistema de Información en Tiempo Real de la BMV.

4.2.2.1 Órganos Intermedios de la Bolsa Mexicana de Valores

De acuerdo a la página oficial de la BMV los principales intermediarios para llevar a cabo el proceso de operación de valores son:

i) Comité de Auditoría

Desempeña las funciones en materia de auditoría a que se refiere la Ley del Mercado de Valores y coordina las actividades tendientes a la correcta evaluación de riesgos de la sociedad y de las personas morales que controle, con la colaboración de auditoría interna, las áreas involucradas y, en su caso, el apoyo de asesores externos.

ii) Comité de prácticas societarias

Es un órgano delegado del Consejo de Administración de la Sociedad para desempeñar las actividades en materia de prácticas societarias que establece la Ley del Mercado de Valores, asimismo, analizará y evaluará las operaciones en las que la sociedad tenga un conflicto de interés.

iii) Comité de admisión de miembros

Es un órgano delegado del Consejo de Administración de la sociedad, cuyo objeto es evaluar y, en su caso, aprobar la admisión de cualquier intermediario financiero que pretenda operar por medio de los sistemas de negociación de la sociedad en términos de lo previsto por la Ley del Mercado de Valores.

iv) Comité de listado de valores de emisoras

El Comité de listado de valores de emisoras (antes Comité de Inscripción de valores) es un órgano delegado del Consejo de Administración de la

Sociedad cuyo objeto es evaluar y, en su caso, aprobar la admisión y listado de valores de emisoras en la sociedad, en los términos previstos en la Ley del Mercado de Valores.

v) Comité de Vigilancia

Es un órgano delegado del Consejo de Administración de la Sociedad, cuyo objeto consiste en coordinar las funciones de vigilancia del mercado a cargo de la Sociedad, incluyendo la integración e investigación de los casos de presuntas violaciones a las normas autorregulatorias que emita la Sociedad.

vi) Comité Disciplinario

Es un órgano delegado del Consejo de Administración de la Sociedad para el ejercicio de sus facultades disciplinarias y, por ende, conocer y resolver sobre los casos de presuntas violaciones a las Normas Autorregulatorias que emita la Sociedad, a las disposiciones de su Reglamento Interior y demás ordenamientos de la Bolsa Mexicana de Valores, cometidas por las personas obligadas conforme a dichas disposiciones e imponer las sanciones correspondientes de resultar procedente.

vii) Comité normativo

Es un órgano delegado del Consejo de Administración de la Sociedad, para el ejercicio de sus facultades normativas y, por ende, establecer y mantener actualizado un marco normativo de carácter autorregulatorio.

viii) Comité técnico de metodologías de índices

Es un órgano auxiliar de la sociedad, para analizar, determinar y aprobar las metodologías de cálculo y revisión de los indicadores de mercado de la Bolsa Mexicana de Valores, sus procedimientos y reglas de mantenimiento.

ix) Comité de tecnología

Es un órgano de apoyo del Consejo de Administración, cuyo objeto es primordialmente desempeñar las actividades consultivas y de asesoría en materia tecnológica.

Con todo lo anterior, podemos observar que la BMV es una institución segura y confiable para el financiamiento de las grandes empresas, puesto que tiene normas y reglamentos muy establecidos y revisados periódicamente con la finalidad de que funcione bien la intermediación en este mercado.

Esto lo podemos comprobar con el siguiente cuadro, donde observamos que del 2009 al 2013 ha ido incrementándose el volumen de acciones operadas y sino fuera un mercado seguro y confiable no aumentarían año con año este volumen.

Cuadro 1

Volumen Operado del Mercado Accionario

	Volumen (1)	Promedio Diario	Variación Anual %
2009	62,966,977	250,864	18.10
2010	70,020,747	277,860	10.76
2011	74,539,152	296,969	6.88
2012	87,522,992	347,313	16.95
2013	94,785,161	377,630	8.73

Fuente: Informe anual de la Bolsa Mexicana de Valores 2013

(1) No Incluye Sociedades de Inversión, Warrants, Bonos Bancarios Indexados ni Ofertas Públicas del Mercado Accionario

(2) Incluye CCDs, Sociedades de Inversión, Warrants, Bonos Bancarios Indexados y Mercado Global BMV Accionario.

(3) Incluye Mercado de Metales

(*) Importe Operado por SIF Garban Intercapital

Millones de pesos y miles de acciones

Así, podemos concluir sin duda que la BMV en la actualidad es de gran ayuda para el financiamiento de las grandes empresas, y es una parte muy

importante para la economía del país, lo podemos apreciar en el siguiente cuadro donde observamos que en el último año nuestro mercado de capitales represento un 42.86% con respecto al PIB y ha ido aumentando durante los últimos años y, en el cuadro 7 y 8 del anexo de cuadros , observamos que el importe operado en los distintos mercados (accionario, de deuda ,etc.) ha aumentado.

Sin embargo, ¿qué sucede con las medianas empresas que pueden contar con determinados requisitos para cotizar en un mercado de valores? Esta cuestión la abordaremos en el siguiente punto.

Cuadro 2

Valor de Capitalización como porcentaje del PIB

	2010	2011	2012	2013
Monto en millones de pesos	5,603,849.43	5,703,430.32	6,818,386.00	6,889,332.20
PIB	40.59	39.45	43.39	42.86

Fuente: Informe anual de la Bolsa Mexicana de Valores 2013

4.3 EL CASO DE ARGENTINA

En la actualidad existen varios países desarrollados¹²(por ejemplo, Estados Unidos, China y Australia, etc., y “emergentes” como es el caso de Corea, Taiwán; México, Brasil, Chile y Argentina, que de acuerdo a la página

¹² En este trabajo nos referimos a desarrollados y emergentes en cuanto a su mercado financiero.

oficial¹³ de la CNV cuentan con más de una bolsa de valores. Dejando de lado a los países desarrollados que tienen varias bolsas de valores, en el caso de los países emergentes (concretamente de Latinoamérica) la mayoría de estos tienen más de una bolsa de valores (por ejemplo, Brasil, Argentina, Chile, Uruguay y Venezuela) (véase cuadro 9 del anexo de cuadros). Específicamente dos de estos países, Brasil y Argentina, cuentan con una bolsa de valores para grandes empresas y otra para PYMES, lo cual tiene bastante lógica, puesto que no es posible que las medianas empresas cuenten con los mismos requisitos que las grandes empresas para acceder al mercado de valores.

En este trabajo se toma el ejemplo de la bolsa de valores de Argentina (BCBA) y se utilizan los datos de la estancia de investigación realizada en este país. Puesto que además de ser un país latinoamericano, es una “economía emergente” y un poco menos desarrollada que México, sin embargo, actualmente cuenta con varias bolsas de valores en diferentes provincias, además cuenta con una bolsa de valores para grandes empresas y otra para PYMES, donde los requisitos son accesibles. Incluso cuenta con una bolsa especializada en granos por ejemplo la soja, maíz, etcétera.

4.3.1 Bolsa de comercio de Buenos Aires

La página oficial de la bolsa de comercio de Buenos Aires (BCBA) nos señala que su función principal es reunir a quienes tienen dinero ocioso con quienes lo necesitan. Así, los inversores aportan sus ahorros para que las empresas crezcan, a cambio de una renta. De esta manera, los inversores

¹³ <http://www.cnv.gov.py/enlaces/bolsa.php>

participan de la economía real y las empresas se financian al más bajo costo del mercado.

En el cuadro 3 podemos observar cómo opera el mercado de valores en Argentina.

Cuadro 3



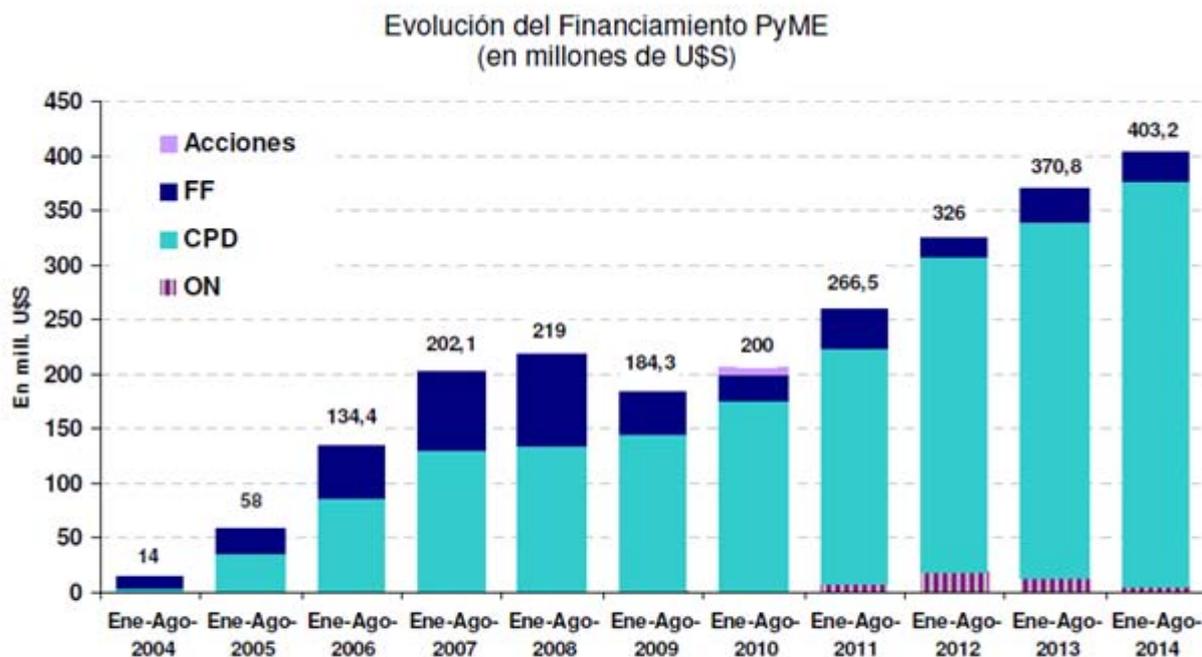
Fuente: Bolsa de Comercio de Buenos Aires (2014)

También señala que a su vez esta bolsa ofrece una amplia gama de modalidades con la finalidad de que los inversores elijan la que mejor se ajusta a sus necesidades. Estas modalidades se denominan instrumentos de inversión.

Lo más importante que hay que señalar es que -como dice su página oficial- las empresas se financian gracias a sus distintas bolsas de valores y con distintos instrumentos (véase gráfica 4). Lo más importante para el caso de esta investigación es que cuentan con una bolsa de valores especializada en medianas empresas.

En la gráfica siguiente podemos ver que las PYMES en Argentina año con año han aumentado su financiamiento a través del mercado de valores a través de diferentes instrumentos.

Gráfica 4



Fuente: Instituto Argentino del Mercado de Capitales (2014)

Donde (FF) representa fideicomisos financieros
(CPD) cheques de pago diferido
(ON) obligaciones negociables

4.3.1.1 ¿Cómo funciona el financiamiento a PYMES en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires?

Como se señaló en el punto anterior, en Argentina, entre sus siete bolsas de valores (la de Buenos Aires, Córdoba, Mendoza, Rosario, Rosario *futures exchange*, Santa Fe y Mar del Plata) que están funcionando actualmente, tiene una bolsa especializada en PYMES localizada en Rosario. También hay que señalar que en las demás bolsas existe un segmento especializado

CAPÍTULO 4 PROPUESTA DE UNA BOLSA DE UNA BOLSA DE VALORES ESPECIALIZADA PARA MEDIANAS EMPRESAS

para medianas empresas en donde actualmente cotizan 10, 160 PYMES; sin embargo, la bolsa que está especializada en medianas empresas es la del Rosario.

El Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MECON) de Argentina clasifica a las empresas según el cuadro 4. En este cuadro se aprecia que es consistente la clasificación que hace el MECON con la que hace la Secretaría de Economía de nuestro país, como lo vimos en cuadros anteriores, por lo que no existe mucha diferencia entre la clasificación de las PYMES de México y Argentina.

Cuadro 4.

SECTOR					
TAMAÑO	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Micro Empresa	610	1.800.000	2.400.000	590	760
Pequeña Empresa	4.100.000	10.300.000	14.000.000	4.300.000	4.800.000
Mediana Empresa	24.100.000	82.200.000	111.900.000	28.300.000	37.700.000

A los efectos de lo dispuesto por el Artículo 1º del Título I de la Ley Nº 25.300, serán consideradas Micro, Pequeñas y Medianas Empresas aquellas cuyas ventas totales expresadas en Pesos (\$) no superen los valores establecidos en el cuadro anterior.

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Publicas de Argentina (2014)

Del mismo modo, considero que la BCBA es un mercado amigable para cualquier empresa e inversor. Esto lo pude comprobar al visitarla.

Desde la entrada son muy amables, creí que tendría que realizar una cita previa, sin embargo, no fue así, puesto que realizan visitas guiadas de 12 a 14 hrs aún si es una sola persona. Además, el acceso es fácil e incluso uno puede observar cómo se están realizando las operaciones. El guía me explicó que cualquier persona puede invertir con un monto pequeño y que existen

jornadas gratuitas de información tanto para inversores como para empresas.

4.3.1.2 Programas de información a empresas

Previamente ya se había mencionado que en la BCBA existen jornadas gratuitas de información para las empresas e inversores. Estas jornadas, llamadas “jornadas BCBA financiarse” tienen el objetivo de invitar a las empresas de todo el país a conocer las posibilidades de financiar su producción y crecimiento a través del mercado de capitales.

Jornadas BCBA Financiarse es un programa gratuito dirigido a PYMES, cámaras, cooperativas y profesionales, en el que se analizan las diversas alternativas de financiamiento disponibles en la bolsa. No se requiere de conocimientos previos en materia de finanzas y economía.

Además, están destinadas a llegar a todas las empresas del país que requieran de financiamiento barato dentro de un marco de seguridad y transparencia. La BCBA apunta a transmitir conocimientos a pequeñas y medianas empresas (PYMES), cámaras sectoriales y regionales, cooperativas de servicios, productivas, comerciales, exportadoras y profesionales de empresas. Durante estas jornadas se desarrollan los conceptos básicos de la financiación en bolsa y las diversas alternativas existentes, con componentes prácticos y teóricos.

Existen otras jornadas informativas llamadas jornadas BCBA invertir en PYMES las cuales son un programa gratuito destinado a empleados de empresas cotizantes, colegios de profesionales, universidades y centros empresariales, con el propósito de promover la administración de las finanzas personales y difundir e informar sobre la inversión en el mercado

de capitales. La diversificación y el análisis de nuevas alternativas de inversión brindan a los participantes un valor para el manejo de sus finanzas personales.

Con lo anterior podemos ver que existe bastante difusión a empresas e inversores para que puedan acceder a la bolsa, lo cual es muy importante, ya que la BCBA es de fácil acceso para cualquier empresa e inversor.

4.3.1.3 Instrumentos financieros para las PYMES en la BCBA

Los instrumentos financieros que son especiales para las PYMES en la BCBA son los siguientes:

Cheques de pago diferido: El sistema de descuento de cheques de pago diferido en el mercado de capitales permite a quien tiene cheques a cobrar en un futuro (por un plazo máximo de 360 días), adelantar su cobro vendiéndolos 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. Los cheques de pago diferido cuentan con dos sistemas de negociación: avalado y patrocinado.

En el sistema avalado, sólo las PYMES o personas físicas pueden negociar cheques propios o de terceros (clientes), gracias a la incorporación como socio partícipe a una Sociedad de Garantía Recíproca¹⁴ (SGR.) autorizada a cotizar cheques en la BCBA. Una breve descripción del

¹⁴ Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) son entidades financieras cuyo objeto principal consiste en facilitar el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas (PYMES) y mejorar, en términos generales, sus condiciones de financiación, a través de la prestación de avales ante bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, Administraciones Públicas y clientes y proveedores (Bolsa de comercio de Buenos Aires, 2014)

procedimiento es el siguiente: las PYMES entregan los cheques a la SGR para que ésta los avale y envíe a la bolsa para su posterior negociación. De esta manera, ante cualquier dificultad de cobro del cheque, la SGR se transforma en principal pagador abonando el monto comprometido (véase cuadro 5).

Un agente o sociedad de bolsa deposita los fondos resultantes de la negociación, en una cuenta comitente¹⁵ a nombre del beneficiario. Al vencimiento del plazo del cheque, el emisor debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto¹⁶ y así cumplir con el pago del documento que tendrá como beneficiario al inversor. Gracias a este instrumento es posible acceder a tasas similares a las obtenidas por grandes empresas y mantener al librador¹⁷ y a la PYMES beneficiada en el anonimato.

En el sistema patrocinado¹⁸, una empresa grande o PYMES (sólo sociedades comerciales legalmente constituidas, cooperativas, asociaciones

¹⁵ Una *cuenta comitente* es una cuenta única, personalizada (aunque puede tener designado más de un titular) que el agente de bolsa abre a petición del potencial inversor. Simultáneamente, el Agente o Sociedad de bolsa abre una cuenta sub-comitente en la Caja de Valores, donde quedarán depositados todos los activos que el inversor adquiriera, ya sean bonos, acciones, fideicomisos u otros (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2014)

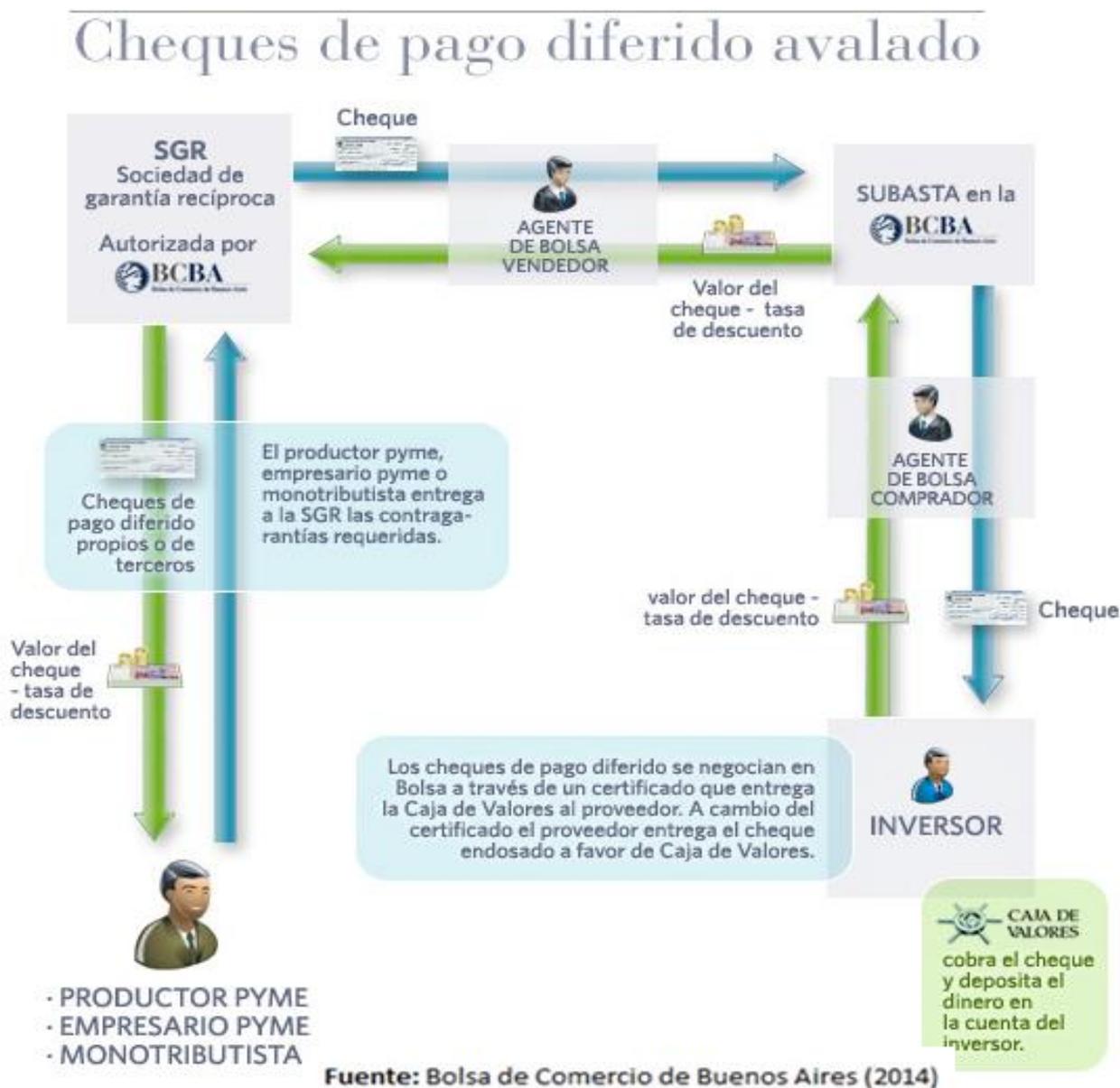
¹⁶ Significa librar cheques sin tener los fondos suficiente, previa autorización del banco (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2014)

¹⁷ Que extiende una letra de cambio u otro documento de orden de pago (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2014).

¹⁸ Corresponde a cheques librados por empresas autorizadas a cotizar sus valores por la Bolsa de Comercio. Estos son emitidos a la orden de un tercero (proveedor) que, mediante su endoso para la negociación, también se hace responsable solidario del pago del mismo. Para ser admitida su negociación en los mercados, los cheques deben ser librados por sociedades comerciales legalmente constituidas, cooperativas, asociaciones civiles,

civiles, mutuales o fundaciones) es autorizada por la BCBA para emitir cheques de pago diferido para el pago a proveedores, que pueden ser negociados en el mercado de capitales

Cuadro 5



Una breve descripción del procedimiento es la que sigue: se realiza la solicitud para emitir cheques patrocinados, luego los beneficiarios de los cheques pueden hacerlos líquidos en el mercado sin que recaiga ningún tipo

mutuales o fundaciones y endosadas por el beneficiario a favor de Caja de Valores SA. (Bolsa de comercio de Buenos Aires, 2014)

de calificación sobre ellos. Un agente o sociedad de bolsa depositará los fondos resultantes de la negociación realizada por oferta pública, en una cuenta comitente a nombre del beneficiario para su disposición.

La operatoria concluye con el vencimiento del plazo del cheque, de la misma forma que en el sistema avalado. Por medio de este instrumento se fideliza a los proveedores y se gana prestigio por cotizar en la bolsa (véase cuadro 6).

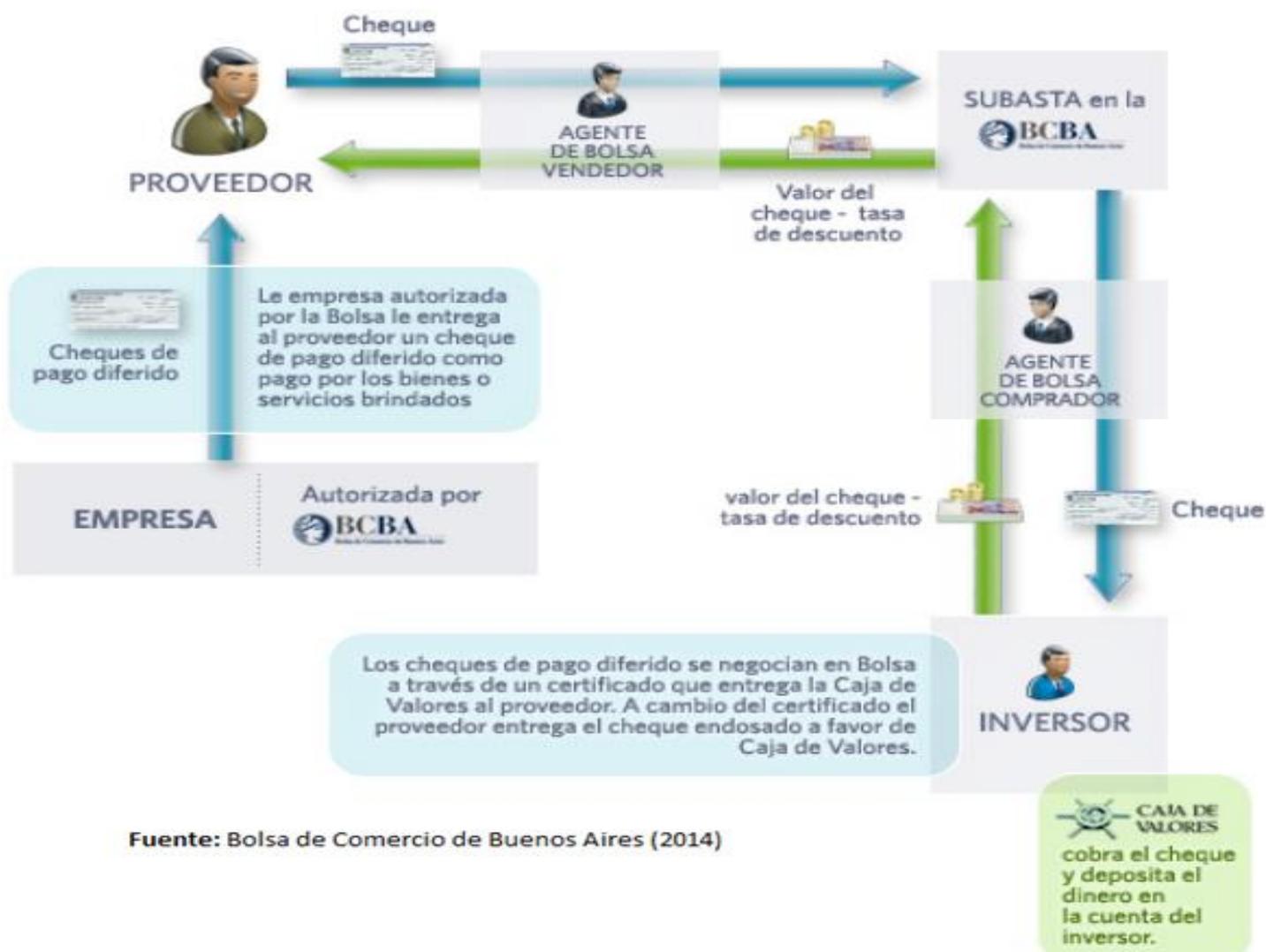
Obligaciones negociables PYMES: Son bonos privados que representan valores de deuda de la sociedad anónima y/o cooperativa que las emite y pueden ser colocadas entre el público inversor calificado logrando su cotización y negociación en la bolsa. Las PYMES pueden emitir estos valores bajo un régimen simplificado de oferta pública y cotización. Muchas empresas recurren a estos bonos para ampliar capital, mejorar tecnología, implementar proyectos de investigación, realizar inversiones o refinanciar deudas. La bolsa bonifica los aranceles por derechos de cotización y publicaciones.

Fideicomisos financieros: Se trata de una herramienta financiera gracias a la cual las PYMES, en forma individual o conjunta, pueden obtener fondos, separando determinados activos (reales o financieros) de su patrimonio y cediéndolos a un administrador en propiedad fiduciaria. El administrador interviene para que los activos cedidos sean transformados en activos financieros líquidos y se puedan negociar en el mercado bursátil. Es así como los bienes fideicomitidos quedan exentos de la acción de acreedores, el inversor no se perjudica ante eventuales inconvenientes y la PYMES y su balance quedan fuera del instrumento. De esta manera, aun teniendo

dificultades, una empresa con buenos negocios proyectados puede ingresar al sistema.

Cuadro 6

Cheques de pago diferido patrocinado



Acciones PYMES: Se incorporan nuevos socios a través del aumento del capital social, con la emisión de nuevas acciones. Las acciones PYMES sólo pueden ser adquiridas por inversores calificados. Las acciones lanzadas a la oferta pública son negociables en el mercado de capitales una vez realizada la colocación en el mercado primario. Luego, el precio de la acción estará determinado por la interacción de oferta y demanda entre los inversores en

el mercado secundario. Las PYMES cuentan con un régimen simplificado de oferta pública y cotización. Además, se bonifican los aranceles por derechos de estudio y de cotización. Para conocer la reglamentación de las PYMES en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires véase anexo 3.

4.4 PROPUESTA DE UNA BOLSA DE VALORES ESPECIALIZADA PARA MEDIANAS EMPRESAS EN MÉXICO

Con todos los datos anteriores podemos comprobar que el costo del crédito bancario ha aumentado en los últimos años y que son necesarias más fuentes de financiamiento para las empresas por lo que la respuesta de este trabajo al problema del limitado acceso que tienen las empresas al crédito bancario - dado su elevado costo y que afecta su financiamiento y desarrollo-, es una bolsa especializada en medianas empresas, la cual es una fuente de financiamiento viable que refuerza la accesibilidad y asequibilidad del crédito al que acceden las medianas empresas. Ello en virtud que los costos de financiamiento a los que se enfrentan las medianas empresas en el mercado formal de crédito son excesivos.

Con el caso de Argentina, la cual cuenta con varias bolsas de valores donde se financian en la actualidad 10,160 PYMES podemos observar que sí es viable que en México se desarrolle una bolsa para medianas empresas. En primer lugar, porque las medianas empresas pueden cumplir con requisitos más estrictos que las pequeñas empresas para acceder al mercado de valores y, en segundo lugar, porque México muestra un poco más de fortaleza económica en varios de sus indicadores económicos que Argentina (véase cuadro 10 del anexo de gráficos).

Así que si desarrolla una bolsa de valores especializada en medianas empresas estas contarán con los siguientes beneficios

4.4.1 BENEFICIOS DEL MERCADO DE CAPITAL PARA LAS MEDIANAS EMPRESAS

4.4.1.1 Financiación para el crecimiento de la empresa

Como vimos anteriormente, la financiación es uno de los principales objetivos del mercado de valores. Esto se refiere a que facilita el acceso a financiación para empresas, con la apropiada liquidez y transparencia para los inversionistas, en un entorno de reglamentos bursátiles cada vez más exigentes.

Asimismo, el mercado de valores da pie a una ampliación de capital, y una forma eficaz de obtener fondos para sostener la expansión de una empresa. En un medio empresarial cada día más competitivo, el crecimiento continuo se ha convertido en uno de los objetivos básicos para la empresa.

La financiación por medio de recursos propios es limitada para el caso de las medianas empresas. De allí que una de las alternativas para conseguir más financiación es por medio del mercado de valores. Las empresas que coticen en él pueden conseguir, en el momento más adecuado, esta financiación, gracias a las ampliaciones de capital, en condiciones muy favorables.

Las empresas cotizadas tienen la probabilidad de utilizar sus acciones como medio de pago en los procesos de fusión y absorción de otras empresas. Al gozar de liquidez en un mercado, los accionistas de la empresa

absorbida pueden optar entre permanecer en la nueva compañía fusionada o vender sus acciones en el mercado en cualquier momento.

4.4.1.2 Notoriedad, prestigio e imagen de marca

Sin duda, el mercado de valores contribuye a una mayor notoriedad de la compañía, particularmente ante clientes y proveedores financieros.

Cotizar en un mercado de valores suministra una publicidad que potencia y la notoriedad y la imagen de marca de la empresa: este prestigio es reconocido no sólo por los inversores, sino por los clientes, proveedores o participantes financieros de la compañía. Entonces, este mercado es un medio eficaz de incrementar su notoriedad frente a clientes y participantes financieros, además de un medio de obtener financiación, crea una presencia en los medios, superior al resto de las empresas, sobre todo en la prensa financiera.

Primordialmente, en el caso de las empresas que producen bienes de consumo o servicios de uso generalizado, el mercado contribuye a aumentar el grado de difusión de la marca. La publicidad, contratada o espontánea, que acompaña a una salida al mercado ha tenido incluso un efecto directo en el incremento de ventas de diversas compañías: IXE grupo financiero, Activer, Vector entre otras. La imagen de la empresa mejora por la continua publicidad que el mercado proporciona y que tiene su repercusión en los medios de comunicación.

4.4.1.3 Valoración objetiva de la empresa

A contraste de una empresa no cotizada, las acciones de una compañía que se negocian en un mercado cuentan con un valor objetivo, el valor de mercado o cotización de la empresa.

El precio que adquieren las acciones de una compañía cotizada no sólo es fijado por el libre juego entre oferta y demanda en el mercado, se convierte también en referencia requerida para los restantes inversores, sean accionistas de la compañía o no.

La permanente valoración de las expectativas manifiesta la evolución del precio de las acciones de las empresas. En compañías con gran capacidad de generación de negocio -compañías de crecimiento- es frecuente que el precio de colocación en el mercado puede ser muy superior al valor en libros de la empresa y, a su vez, experimentar posteriores aumentos a medida que se cumplan y superen las expectativas.

La valoración del mercado supone una valiosa referencia para los gestores de la empresa en su toma de decisiones. Este marco de valoración de la empresa supone una diferencia fundamental entre una empresa cotizada frente a otra no cotizada. Sus acciones se convierten en una herramienta de pago de elevada liquidez capaz de ser utilizada en una operación financiera, como hemos visto en el punto anterior.

4.4.1.4 Liquidez para los accionistas

En el mercado de valores existe la posibilidad de convertir en dinero las acciones rápidamente. Adicionalmente, el mercado facilita el acceso de la empresa a una extensa comunidad inversora, tanto nacional e internacional,

que confía en el proyecto que representa la empresa y comparte con ella el objetivo de maximización del beneficio.

Hay que aclarar que la empresa familiar y la empresa que cotiza no son conceptos excluyentes, entonces, la posibilidad de vender parte de las acciones en el mercado no representa perder el control de la empresa. Al contrario, el mercado facilita la supervivencia de la empresa.

4.5 CONCLUSIONES

En resumen entre los principales beneficios de este mercado que incide en las empresas se encuentran:

- Financiación: obtener fondos propios para financiar el desarrollo.
- Valoración objetiva: la cotización es una medida inequívoca del valor de la empresa.
- Liquidez que aporta valor: la posibilidad de hacer líquidas las acciones añade peso a la valoración de las compañías.
- Mejora de la calidad crediticia: una empresa que cotiza genera confianza en las instituciones financieras, lo que posibilita incrementar el apalancamiento.
- Visibilidad, notoriedad y mejora de la imagen de marca.
- Reflexión interna: el diagnóstico necesario para analizar la conveniencia de cotizar en el mercado de capitales representa una gran oportunidad para que las empresas se replanteen la estrategia de su proyecto, reestructuren sus procesos y profesionalicen sus equipos.
- Mejora de la transparencia: informes periódicos de auditoría, control de la CNMV.

- Otras ventajas corporativas: facilita la sucesión en la empresa familiar, incrementa las posibilidades de operaciones corporativas: fusiones y adquisiciones

Con esto podemos darnos cuenta que en todos estos aspectos, el mercado de valores ofrece una solución viable al financiamiento de las medianas empresas, e incluso de las PYMES, como es el caso de Argentina. Sin embargo, la hipótesis de este trabajo se refiere exclusivamente a las medianas empresas, y que estas cuenten con una bolsa de valores especializada que les permita financiarse.

CONCLUSIONES FINALES

Como se analizó a lo largo de este trabajo es fundamental para las empresas contar con un financiamiento adecuado, puesto que hoy en día el comportamiento de las empresas mexicanas –en lo relativo a obtener un financiamiento- está sufriendo grandes cambios. Es preciso entonces tomar en cuenta, el entorno económico y sobre todo, un análisis profundo y serio de la estructura financiera de la empresa, puesto que los costos de los recursos cada vez se incrementan de manera sorprendente -con esto me refiero concretamente a las tasas de interés que pagan las empresas por un crédito bancario-

El financiamiento es una alternativa de decisión en que las empresas recurren en ocasiones para aplicarlo en inversiones y una estrategia financiera, por tal motivo la alternativa de financiamiento debe ser analizada desde su origen.

La financiación constituye una herramienta clave para el desarrollo, competitividad e innovación de proyectos sustentables de largo plazo, y lo más importante, para el aumento del beneficio no sólo para el propio sector sino para toda la economía en su conjunto y, por supuesto, para la población, ya que con esto se generarán más fuentes de empleo formal.

Así, desde mi punto de vista las microempresas y las PYMES constituyen un factor crítico de estabilidad económica y social para México. Observamos con los datos de la Secretaría de Economía que las PYMES desempeñan un papel fundamental en el desarrollo de nuestra economía, ya que son las principales fuentes generadoras de empleo. Del mismo modo, las PYMES no son solo importantes para la economía de nuestro país, también para diversas economías del mundo. Estas aparecen como motor del crecimiento económico y fuentes de empleo en países de envergadura económica, por ejemplo, Japón o Alemania, por citar sólo algunos ejemplos. Para el caso de Latinoamérica destacan países como Brasil y Argentina.

En Argentina, las PYMES cumplen con un papel estratégico y primordial en el desarrollo de su economía: mantienen cerca del 61% de todos los puestos de trabajo. Además, de acuerdo con las estadísticas del Ministerio de Economía y Finanzas de ese país, contribuyen al PIB con aproximadamente un 30%. Es por eso que se realizó la estancia de investigación en Argentina para recolectar información y observar el funcionamiento de su bolsa de valores, ya que este país cuenta con alrededor de 1 800 000 PYMES, y además cuenta con una bolsa especializada en PYMES donde estas se financian.

Sin embargo, en el caso de nuestro país, el desarrollo del sector PYMES está limitado principalmente por la falta de financiamiento, cuya

evolución debe ser coherente con el dinamismo de esta clase de empresas. El acceso a diferentes tipos de financiación juega un rol de vital importancia en la determinación del crecimiento de una empresa.

Es posible reconocer dos tipos de financiamiento: el externo y el interno. Se vio a lo largo de este trabajo que, dentro del financiamiento externo, el más recurrido actualmente por las PYMES en nuestro país, es el retraso de pagos a proveedores y, en segundo lugar, por medio del crédito otorgado por la banca comercial. Sin embargo, esto es un grave problema, en primer lugar porque el financiamiento otorgado por proveedores es a muy corto plazo y, en segundo, porque se demostró con algunos datos que el financiamiento que otorga la banca comercial es acosta de intereses muy altos. En este sentido, la banca comercial nacional es una banca rentista

Como ya se ha aclarado anteriormente en este trabajo, solo se propone la financiación a través de una bolsa especializada en medianas empresas, dado que estas pueden contar con ciertos requisitos para cotizar en una bolsa de valores, es decir, pueden cubrir más requisitos que las pequeñas empresas.

Es por eso que en este trabajo se plantea como medida de solución al problema de la falta de fuentes de financiamiento para las medianas empresas el establecimiento de una bolsa de valores especializada en ellas.

Se comprobó con los datos y el caso de Argentina la hipótesis que se refiere a que una fuente de financiamiento viable que refuerza la accesibilidad y asequibilidad del crédito a largo plazo al que acceden las medianas empresas es una bolsa de valores especializada en éstas.

Al analizar el caso de Argentina,-una economía que actualmente cuenta con una bolsa de valores especializada en PYMES- se ha demostrado mediante estadísticas que las financia eficazmente. Y en México también puede funcionar una bolsa para medianas empresas, ya que México cuenta con indicadores económicos más fuertes y estables que Argentina.

Se considera el establecimiento en México de una bolsa de valores especializada en medianas empresas, puesto que las pequeñas y microempresas necesita otro tipo de financiamiento, por ejemplo, por medio de apoyos gubernamentales y la banca de desarrollo, dado que por lo regular las pequeñas y microempresas tienen poco tiempo de haber sido consolidadas y para poder entrar en un mercado de valores necesitan cumplir otros requisitos; sin embargo , aun así existen bolsas de valores para pequeñas empresas como es el caso de Brasil y Argentina. Pero en nuestro país sería mejor que estas tuvieran subsidios o se financien mediante la banca de desarrollo, ya que primero necesitan fortaleza económica para acceder a otras fuentes de financiamiento, por ejemplo, préstamos bancarios, emisión de deuda, proveedores, entre otros.

Se tomó como marco teórico la visión poskeynesiana del financiamiento y la teoría del *pecking order*. La primera, como ya se vio, establece como premisas principales que el problema del crecimiento económico se ubica en la insuficiencia de financiamiento a la inversión productiva por parte de la banca comercial, mientras que la del *pecking-order* da una explicación sobre las preferencias de las empresas de por qué emitir deuda o capital en el financiamiento de proyectos de inversión a largo plazo.

Así, la propuesta de este trabajo es una bolsa de valores para medianas empresas y fortalecer su financiamiento. Hay que aclarar que en este

trabajo no se plantea que las medianas empresas solamente se vayan a financiar a través de una bolsa de valores sino que pueden tener distintas opciones de financiamiento como hasta ahora, como son proveedores, banca comercial, banca de desarrollo, entre otros.

Una fuente viable para acceder al financiamiento es, pues, una bolsa de valores especializada en medianas empresas, dado que estas para entrar al mercado de valores deben de tener una bolsa especializada, es decir, no pueden estar en la misma bolsa de valores que las grandes empresas, puesto que son mercados diferentes, ya que las grandes empresas son más competitivas y cuentan con requisitos distintos, ya que son más sólidas. Es por eso que otros países latinoamericanos, como Brasil y Argentina, tienen una bolsa de valores donde cotizan las grandes empresas y otras donde cotizan las PYMES.

Como se vio al entrar al mercado de valores, las empresas tienen varios beneficios como son: financiación a largo plazo, liquidez, visibilidad, notoriedad, imagen de marca, entre otros.

Por último, es importante considerar que las PYMES contribuyen al crecimiento económico y, como se dijo, fundamentalmente son creadoras de trabajo. De esta manera, el desarrollo de este sector permite la reducción de la pobreza e incrementa y mejora la calidad de vida de todos los ciudadanos; dando como resultado el crecimiento del beneficio social.

ANEXO ESTADÍSTICO

I

CUADROS

Cuadro 1

Resultados de la encuesta evaluación coyuntural del mercado crediticio^{1/}. Segundo trimestre del 2014

Concepto	Total					II Trimestre de 2014				
	2013			2014		Por tamaño		Por actividad económica ^{2/}		
	II	III	IV	I	II	Hasta 100 Empleados	Más de 100 Empleados	Manufacturas	Servicios y Comercio	Resto
FINANCIAMIENTO TOTAL										
<i>Por ciento de Empresas</i>										
Empresas que utilizaron algún tipo de financiamiento: ^{3/}	90.5	89.2	89.3	88.4	89.2	85.9	91.1	93.6	89.9	67.5
Fuente: ^{4/}										
De proveedores	84.2	85.5	84.9	84.5	82.7	81.2	83.6	86.2	85.1	52.9
De la banca comercial	37.6	36.8	36.1	34.8	39.7	31.2	44.8	41.5	39.2	36.8
De la banca domiciliada en el extranjero	7.2	6.8	5.5	4.3	5.4	4.5	6.0	5.9	5.7	1.9
De empresas del grupo corporativo/oficina matriz	25.9	28.7	28.4	24.6	24.4	16.2	29.3	30.7	23.2	9.7
De la banca de desarrollo	6.7	8.1	6.3	5.9	6.4	2.4	8.7	8.0	5.7	5.3
Mediante emisión de deuda	1.6	3.2	1.6	1.7	1.8	0.0	2.8	2.5	1.5	0.8
Empresas que otorgaron algún tipo de financiamiento: ^{3/}	81.5	85.6	81.1	80.6	81.9	80.2	83.0	90.9	80.9	55.4
Destino: ^{4/}										
A clientes	74.6	79.4	78.4	77.6	78.8	78.9	78.8	89.3	77.0	52.1
A proveedores	20.7	16.4	13.2	16.6	16.2	12.4	18.4	25.0	11.9	13.4
A empresas del grupo corporativo	18.4	18.0	17.7	14.8	15.1	14.2	15.6	16.5	15.1	9.6
A otros	0.9	0.0	0.0	0.2	0.6	0.7	0.6	2.0	0.0	0.0
Plazo promedio del financiamiento otorgado en días:										
A clientes	60	62	56	58	59	54	63	53	64	55
A proveedores	42	45	48	45	53	41	58	47	61	46
A empresas del grupo corporativo	67	76	68	81	73	99	59	57	80	99
Empresas que esperan solicitar financiamiento de la banca comercial en el próximo trimestre: ^{3/}	42.4	40.3	37.0	42.8	38.3	32.2	41.9	38.1	41.1	18.8

^{1/} Muestra con cobertura nacional de por lo menos 450 empresas. La respuesta es voluntaria y confidencial.

^{2/} Los sectores de manufacturas y de servicios y comercio son los únicos representativos a nivel nacional.

^{3/} A partir del comunicado de prensa del primer trimestre de 2010, los resultados se presentan como por ciento del total de empresas. En los comunicados de prensa anteriores esta información se presentaba en por ciento de respuestas.

^{4/} La suma de los porcentajes puede ser superior a 100 ya que las empresas pueden elegir más de una opción

Cuadro 2

Fusiones, Adquisiciones y Extranjerización de la Banca en México

	1990	1991	1992	1995	1996-1998	2000	2001	2002			
Banamex	Banamex	Banamex	Banamex	Banamex	Banamex	Banamex	CitiCorp-Banamex				
Confía	Confía	Confía	Confía	Confía	CitiBank	CitiBank					
Bancomer	Bancomer	Bancomer	Bancomer	Bancomer		BBVA-Bancomer					
BCH-Unión	BCH-Unión	BCH-Unión	Promex								
Multibanco Mercantil de México	Probursa				BBVA				BBVA-Bancomer		
Probursa											
Oriente	Oriente	Oriente	Oriente	Oriente							
Cremi	Cremi	Cremi	Cremi	Cremi							
Internacional	Internacional	Internacional	Internacional	Internacional	BITAL			HSBC			
Atlántico	Atlántico	Atlántico	Atlántico	Atlántico							
Inverlat	Inverlat	Inverlat	Inverlat	Inverlat	Scotiabank-Inverlat	Scotiabank-Inverlat	Scotiabank-Inverlat	Scotiabank-Inverlat			
Serfin	Serfin	Serfin	Serfin	Serfin	Serfin	Santander-Serfin					
Somex	Somex	Somex	Somex	Mexicano	Santander						
Bancen	Bancen	Bancen	Banorte	Banorte			Banorte				
Banco Mercantil del Norte	Banco Mercantil del Norte	Banco Mercantil del Norte	Banco Mercantil del Norte								
Banpaís	Banpaís	Banpaís	Banpaís								
Bancrecer	Bancrecer	Bancrecer	Bancrecer	Bancrecer-Banoro	Bancrecer						
Banoro	Banoro	Banoro	Banoro								

Fuente: Clavellina, (2013)

Cuadro 3

Share of SME loans in total business loans, 2007-12 (As a percentage of total business loans)

Country	2007	2008	2009	2010	2011	2012
SME business loans as stocks						
Belgium	58.9	60.5	61.0	60.8	63.0	65.1
Canada	17.4	15.6	17.9	17.5	17.5	15.7
Chile	16.7	15.2	17.5	18.2	18.2	18.5
Colombia	33.4	31.0	28.9	27.1	26.6	26.8
France	20.7	20.3	20.2	20.5	20.7	21.2
Greece	n.a.	n.a.	n.a.	38.5	36.8	38.1
Hungary	62.4	60.6	60.0	54.5	54.4	61.6
Ireland	n.a.	n.a.	n.a.	63.9	67.8	67.5
Israel	40.4	36.6	37.4	38.9	39.8	40.7
Italy	18.8	17.9	18.3	19.0	18.3	18.4
Korea	86.8	82.6	83.5	81.5	77.7	74.7
Mexico	13.0	12.3	12.0	13.0	13.4	16.1
Norway	42.9	43.7	40.4	41.0	40.4	n.a.
Portugal	78.3	77.7	77.4	77.3	77.1	74.7
Russia	n.a.	19.9	21.3	23.7	22.5	23.0
Serbia	21.6	22.0	21.5	22.1	22.4	21.2
Slovak Republic	65.7	77.1	79.4	79.4	65.8	n.a.
Slovenia	54.8	53.4	53.4	57.0	60.1	62.2
Sweden	88.9	88.5	92.4	91.1	n.a.	n.a.
Switzerland	81.2	81.1	80.1	79.9	78.8	78.8
Thailand	28.1	26.6	26.9	38.4	36.8	37.6
Turkey	40.1	33.8	31.7	35.6	35.7	37.5
United Kingdom	19.6	18.0	19.9	21.2	21.2	21.8
United States	30.1	27.7	27.6	29.0	26.5	23.7
SME business loans as flows						
Austria	n.a.	n.a.	11.8	12.6	13.0	11.6
Czech Republic	24.4	23.9	19.0	18.5	20.7	17.2
Denmark	12.3	9.1	9.0	11.2	11.7	16.3
Finland	27.1	21.9	19.6	15.3	21.1	22.4
New Zealand	n.a.	n.a.	40.9	42.8	41.7	43.0
Spain	39.8	38.4	30.3	31.6	33.0	30.1

Notes: Definitions differ across countries. Refer to table of definitions in each perspective country profile in Part II

Source: Data compiled from the country profiles of financing SMEs and Entrepreneurs 2014. An OECD Scoreboard

Cuadro 4

Scoreboard for Mexico, 2007-12

Indicators	Units	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Debt							
Business loans, SMEs	MXN million	89 000	104 000	103 000	122 000	145 000	188 000
Business loans, total	MXN million	682 000	843 000	860 000	936 000	1 086 000	1 171 000
Business loans, SMEs	% of total business loans	13.0	12.3	12.0	13.0	13.4	16.1
Government loan guarantees, SMEs							
Government loan guarantees, SMEs	MXN million	825	1 136	1 935	2 300	3 002	3 000
Government guaranteed loans, SMEs							
Government guaranteed loans, SMEs	MXN million	21 854	63 752	77 656	67 391	74 285	96 941
Non-performing loans, total							
Non-performing loans, total	MXN million	..	..	10 497	12 714	17 023	16 528
Non-performing loans, SMEs							
Non-performing loans, SMEs	MXN million	..	..	5 766	5 547	6 205	6 753
Non-performing loans, SMEs							
Non-performing loans, SMEs	% of SME loans	..	..	5.6	4.5	4.3	3.6
Interest rate, SMEs	%	..	..	11.7	11.4	9.3	6.7
Interest rate, large firms	%	..	..	3.8	3.2	3.5	3.5
Interest rate spread	%	..	..	7.9	8.2	5.8	3.2
Equity							
Venture and growth capital	MXN million	2 570	2 610	2 730	3 900	3 900	4 200
Venture and growth capital	Year-on-year growth rate, %	..	1.6	4.6	42.9	0.0	7.7

Source: Data compiled from the country profiles of financing SMEs and Entrepreneurs 2014: An OECD Scoreboard

Cuadro 5

Government policy responses to improve access to finance, 2007-12

Policy response	Countries
Government loan guarantees	Austria, Belgium, Canada, Chile, Colombia, Czech Republic, Denmark, Finland, France, Greece, Hungary, Ireland, Israel, Italy, Korea, Mexico, the Netherlands, Norway, Portugal, Russian Federation, Serbia, Slovak Republic, Slovenia, Spain, Sweden, Switzerland, Thailand, Turkey, United Kingdom, United States
Special guarantees and loans for start ups	Austria, Canada, Denmark, Mexico, the Netherlands, Serbia, United Kingdom
Government export guarantees, trade credit	Austria, Belgium, Canada, Colombia, Czech Republic, Denmark, Finland, Hungary, Korea, the Netherlands, New Zealand, Spain, Sweden
Direct lending to SMEs	Austria, Belgium, Canada, Chile, Colombia, Czech Republic, Finland, France, Greece, Hungary, Ireland, Israel, Korea, Norway, Portugal, Serbia, Slovak Republic, Slovenia, Spain, Sweden, Turkey, United Kingdom
Subsidized interest rates	Austria, Greece, Hungary, Portugal, Russian Federation, Spain, Turkey, United Kingdom
Venture capital, equity funding, business angel support	Austria, Belgium, Canada, Chile, Denmark, Finland, France, Greece, Hungary, Ireland, Israel, Mexico, the Netherlands, New Zealand, Norway, Portugal, Spain, Sweden, Turkey, United Kingdom
SME banks	Czech Republic, France, Portugal, Russian Federation, United Kingdom
Business advice, consultancy	Austria, Colombia, Denmark, Finland, the Netherlands, New Zealand, Sweden
Tax exemptions, deferrals	Belgium, Finland, Italy, New Zealand, Norway, Spain, Sweden, Turkey
Credit mediation/ review/code of conduct	Belgium, France, Ireland, New Zealand, Spain
Bank targets for SME lending, negative interest rates for deposits at central bank	Ireland, Denmark
Central Bank funding to banks dependent on net lending rate	United Kingdom

Source: Data compiled from the country profiles of Financing SMEs and Entrepreneurs 2014: An OECD Scoreboard.

Cuadro 6

Estadísticas Operativas del Formador de Mercado												
Mercado Accionario		Formador		% Formador / Mercado								
Año	Importe	Volumen	Operaciones	Importe	Volumen	Operaciones	Importe	Volumen	Operaciones	Importe	Volumen	Operaciones
2008	355,405	18,598,950	1,543,537	586.75	50,655	13,244	0.17	0.27	0.86			
2009	1,477,441	62,966,977	7,473,179	1,952	606,106	267,142	0.81	0.96	3.57			
2010	2,098,449	70,020,747	8,447,613	18,990	706,773	231,490	0.9	1.01	2.74			
2011	2,097,332	74,538,501	11,187,717	22,980	921,271	347,139	1.1	1.24	3.1			
2012	2,660,288	87,522,992	19,679,287	25,653	936,252	483,117	0.96	1.07	2.45			
2013	2,907,758	94,785,161	34,561,061	39,483	896,151	659,040	1.36	0.95	1.91			

importe en millones de pesos
volumen en miles

Fuente: Informe anual Bolsa Mexicana de valores (2013)

El Formador de Mercado es un intermediario autorizado por una Bolsa que realiza operaciones por cuenta propia y asegura mantener continuamente posturas de compra y venta la existencia de un mercado bilateral. Su función primordial es dar liquidez y contribuir a la estabilidad de precios de los valores mediante una presencia operativa permanente en el mercado.

Cuadro 7

OPERATIVIDAD DEL MERCADO DE VALORES

Importe Operado del Mercado de Valores

	Mercado Accionario (1)		Mercado de Títulos de Deuda (Renta Fija)		Mercado Global BMV Accionario		Total Mercado de Capitales (2)		Mercado de Títulos de Deuda (Mercado de Dinero)* (3)		Total	
	Pesos	Dólares	Pesos	Dólares	Pesos	Dólares	Pesos	Dólares	Pesos	Dólares	Pesos	Dólares
2009	1,477,441	110,351	4,323	323	232,892	17,210	1,727,161	128,814	60,822,999	4,503,973	62,550,160	4,632,787
2010	2,098,449	166,204	1,763	140	389,627	30,885	2,508,155	198,680	101,858,435	8,062,120	104,366,590	8,260,800
2011	2,097,430	169,555	3,831	307	532,655	43,183	2,650,655	214,398	136,017,649	10,952,207	138,668,314	11,166,605
2012	2,660,288	202,510	3,331	255	513,359	38,997	3,195,447	243,165	131,161,147	9,953,945	134,356,594	10,197,111
2013	2,907,758	227,928	2,375	186	717,245	56,427	3,647,577	286,126	192,341,824	15,063,422	195,989,401	15,349,548

Fuente: Informe anual de la Bolsa Mexicana de Valores 2013

Cuadro 8

Colocaciones Realizadas por Tipo de Instrumento

Renta Variable	2012			2013		
	Pesos	Dólares	Emissiones	Pesos	Dólares	Emissiones
Mercado Accionario (Oferta Nacional y Extranjero)*	90,863,977	7,116,100	7	107,619,145	8,428,297	13
Oferta listada en BMW	68,313,625	5,350,048	7	71,528,731	5,601,842	13
FIBRAS (Oferta Nacional y Extranjero)*	27,729,228	2,171,641	3	52,356,041	4,100,314	6
Oferta listada en BMW	17,743,459	1,389,596	3	47,314,501	3,705,481	6
TRAC's ⁽¹⁾	-	-	-	305,925,000	23,958,812	1
Títulos Opcionales	9,477,549	742,243	127	9,642,026	755,125	165
Sociedades de Inversión	-	-	28	-	-	16
Subtotal	128,070,754	10,029,985	165	169,617,213	13,283,736	201
Mercado de Capital de Desarrollo						
CKD's	19,466,650	1,524,549	10	3,848,500	301,399	6
Subtotal	19,466,650	1,524,549	10	3,848,500	301,399	6

Continuación cuadro 8

Deuda de Mediano y Largo Plazo								
Obligaciones	5,617,950	439,975	6	-	-	-	-	-
PRLV's y CEDES	1,000,000	78,316	1	-	-	-	-	-
Bonos Bancarios	6,356,992	497,854	19	6,023,270	471,718	24		
Títulos de Deuda Organismos Multilaterales	800,000	62,653	1	-	-	-		
Certificados Bursátiles	207,608,669	16,259,073	102	260,178,778	20,376,152	110		
Títulos de Crédito Extranjeros	15,000,000	1,174,739	1	14,000,000	1,096,424	2		
Subtotal	236,383,611	18,512,611	130	180,202,048	21,944,294	136		
Total	383,921,015	30,067,145	305	453,667,761	35,529,429	343		
Deuda de Corto Plazo								
Papel Comercial	1,000,000	78,316	1	-	-	-		
Certificado Bursátil de Corto plazo	403,453,255	31,596,831	765	352,843,649	27,633,291	848		
Subtotal	404,453,255	31,675,147	766	352,843,649	27,633,291	848		
Gran total	788,374,270	61,742,292	1,071	806,511,410	63,162,720	1,191		

Fuente: Informe anual de la Bolsa Mexicana de Valores 2013

Los montos están expresados en miles de pesos y miles de dólares

Para las cifras expresadas en dólares se utilizó el tipo de cambio promedio anual

*El monto acumulado presentado en acciones no comprende las ofertas públicas recíprocas de compra-venta de acciones

Se omiten los montos autorizados de las sociedades de inversión porque no son representativos de inscripción.

El monto acumulado en papel comercial y certificado bursátil de c. P. Representa las emisiones realizadas sobre líneas autorizadas.

(1) Para 2013 no se suma el importe de \$305.9 millones del listado de los TRAC NAFTRAC 13 (CEBURES) porque no se generó flujo por ser un intercambio por el TRAC NAFTRAC 02 (CPOS)

Cuadro 9

BOLSAS DE VALORES LATINOAMERICANAS

PAÍS	ENTE	URL
Argentina	Bolsa de Comercio de Buenos Aires	http://www.bcba.sba.com.ar
Argentina	Bolsa de Comercio de Córdoba	http://www.bolsacba.com.ar
Argentina	Bolsa de Comercio de Mendoza	http://www.bolsamza.com.ar
Argentina	Bolsa de Comercio de Rosario	http://www.bcr.com.ar
Argentina	Bolsa de Comercio de Santa Fé	http://www.bcsf.com.ar
Argentina	Bolsa de Comercio de Mar del Plata	http://www.bcmdp.com.ar
Argentina	Rosario Futures Exchange	http://www.rofex.com.ar
Brasil	Bolsa de Valores de São Paulo	http://www.bovespa.com.br
Brasil	Bolsa de Valores do Río de Janeiro	http://www.bvrj.com.br
Brasil	Bolsa de Mercadorias e Futuros	http://www.bmf.com.br
Brasil	Bolsa de Valores Regionales	http://www.bolsa-bvrq.com.br
Brasil	Bolsa de Valores do Paraná	http://www.bvpr.com.br
Brasil	Bolsa de Valores Bahía-Sergipe-Alagoas	http://www.bovesba.com.br
Bolivia	Bolsa Boliviana de Valores S.A.	http://bolsa-valores-bolivia.com/index.as
Chile	Bolsa de Comercio de Santiago	http://www.bolsadesantiago.com
Chile	Bolsa Electrónica de Chile	http://www.bolchile.cl
Perú	Bolsa de Valores de Lima	http://www.bvl.com.pe
Uruguay	Bolsa de Valores de Montevideo	http://www.bolsademontevideo.com.uy
Uruguay	Bolsa Electrónica de Valores	http://www.bevsa.com.uy
Venezuela	Bolsa de Valores de Caracas	http://www.caracasstock.com
Venezuela	Bolsa de Productos e Insumos	http://www.bolpriaven.com

Fuente: Comisión Nacional de Valores (2014)

Continuación cuadro 9

BOLSAS DE VALORES		
PAÍS	ENTE	URL
Estados Unidos	American Stock Exchange	http://www.amex.com
Estados Unidos	Bolsa de Valores de New York	http://www.nyse.com
Estados Unidos	Bolsa de Valores de Philadelphia	http://www.phlx.com
Estados Unidos	Bolsa de Valores de Chicago	http://www.chx.com
Estados Unidos	Bolsa de Valores de Boston	http://www.bostonstock.com
Estados Unidos	Bolsa de Valores de Cincinnati	http://www.cincinnatiastock.com
Estados Unidos	Bolsa de Valores de Minneapolis	http://www.mgex.com/index.cfm
Estados Unidos	Bolsa de Valores de San Diego	http://www.sddt.com/Stocks/search.cfm
Estados Unidos	Bolsa de Valores de Arizona	http://www.azx.com/index.shtml
España	Bolsa de Valores de Madrid	http://www.bolsamadrid.es
España	Bolsa de Valores de Barcelona	http://www.borsabcn.es
España	Bolsa de Valores de Bilbao	http://www.bolsabilbao.es
España	Bolsa de Valores de Valencia	http://www.bolsavalencia.es
España	Bolsas y Mercados Españoles	http://www.bolsasymercados.es

Cuadro 10

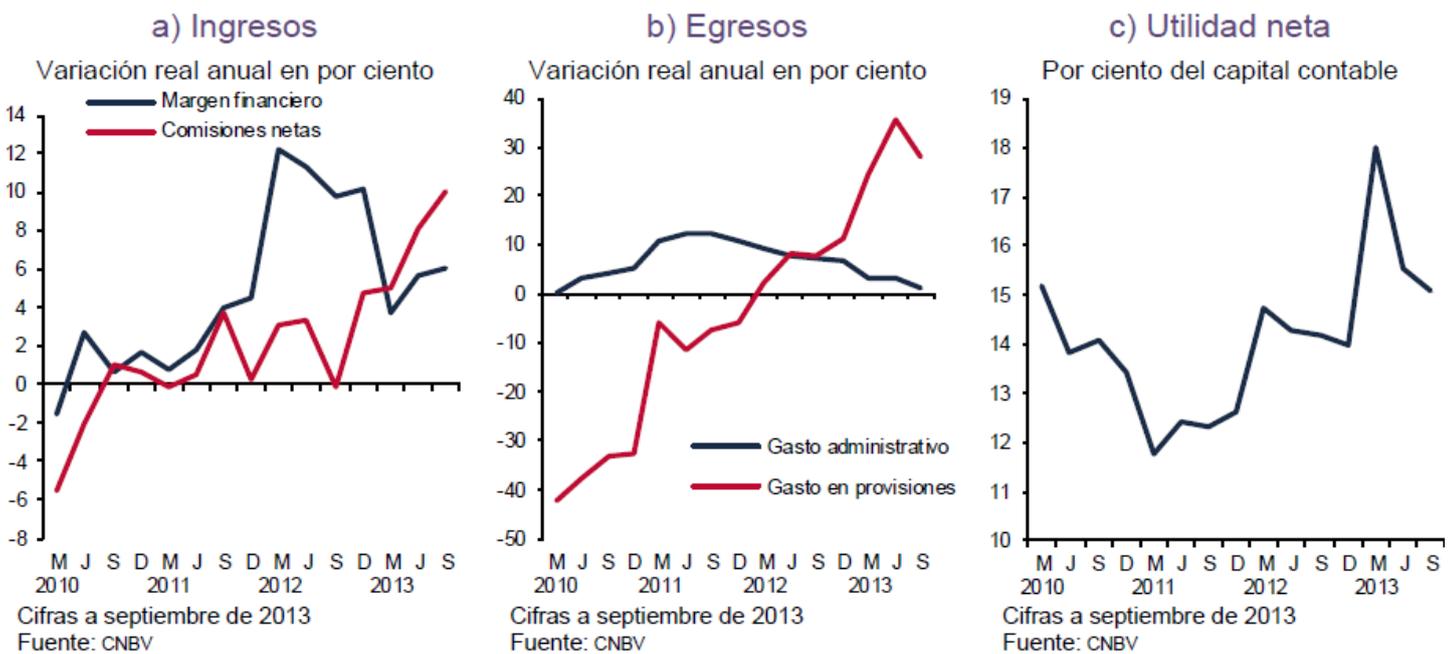
 Argentina		Cuentas Nacionales - Gobierno				 México	
PIB [+]	2013	611.755 M.\$ 	1.260.915 M.\$	2013	PIB [+]		
PIB Per Capita [+]	2013	14.760\$ 	10.650\$	2013	PIB Per Capita [+]		
Deuda [+]	2013	250.164 M.\$ 	584.930 M.\$	2013	Deuda [+]		
Déficit [+]	2013	-16.869 M.\$ 	-48.362 M.\$	2013	Déficit [+]		
Ranking de Competitividad [+]	2014	104° 	55°	2014	Ranking de Competitividad [+]		
Balanza comercial [+]	2013	9.024,0 M.\$ 	-10.776,8 M.\$	2013	Balanza comercial [+]		

Fuente: MINISTERIO DE ECONOMÍA E INEGI (2014)

II GRÁFICAS

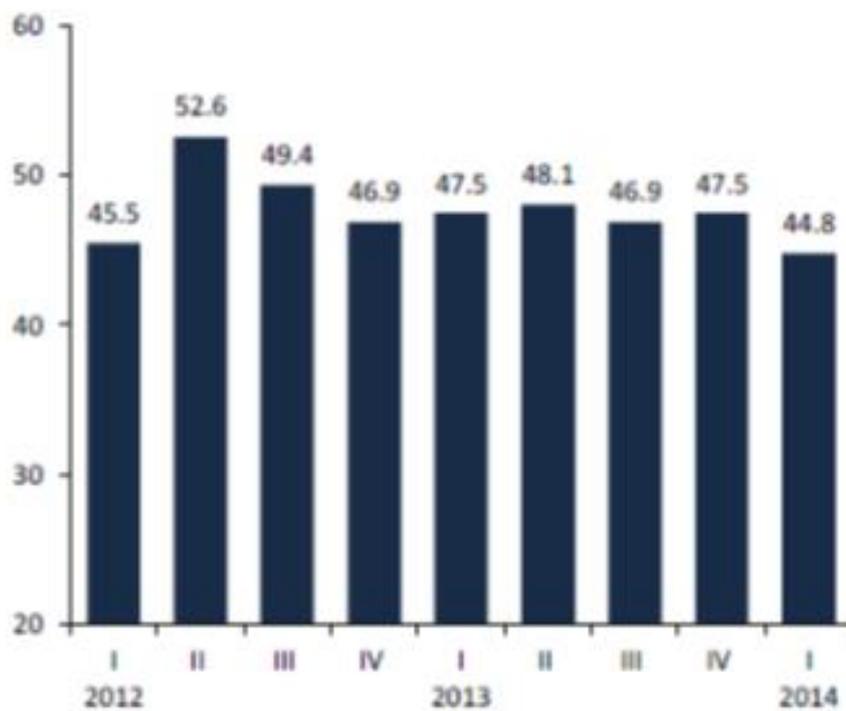
Gráfica 1

Fuentes de ingresos y egresos de la banca comercial



Gráfica 2

Crédito Bancario en el Trimestre
Por ciento del total de empresas
a) Empresas con endeudamiento bancario

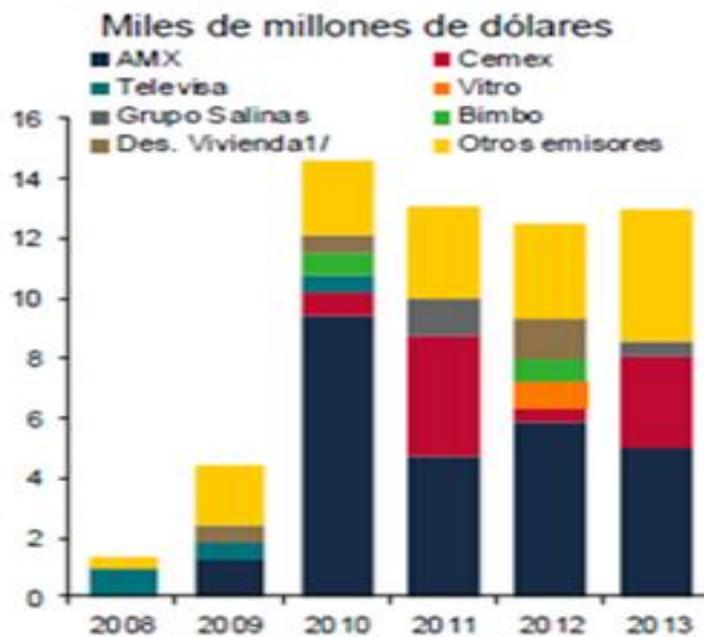


Fuente: Banco de México. En encuesta trimestral de fuentes de financiamiento, 2 do trimestre del 2014

Gráfica 3

COLOCACIONES EN EL EXTERIOR DE EMPRESAS MEXICANAS

a) Por principales emisores



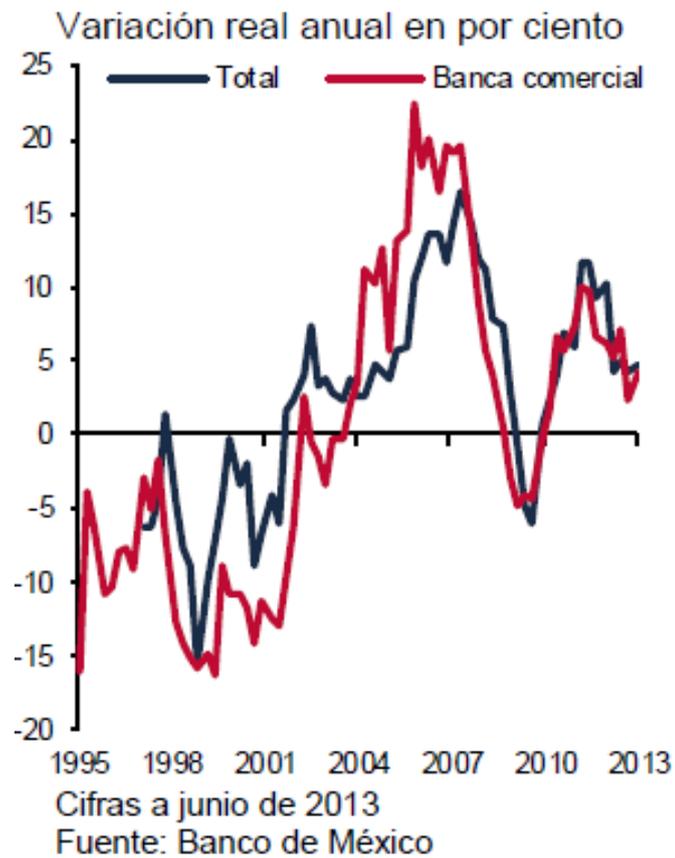
Cifras al 4 de noviembre de 2013

Fuente: Bloomberg

1/ Geo, Homex y Urbi.

UMS: bonos United Mexican. States

Son bonos del gobierno federal colocados en el exterior

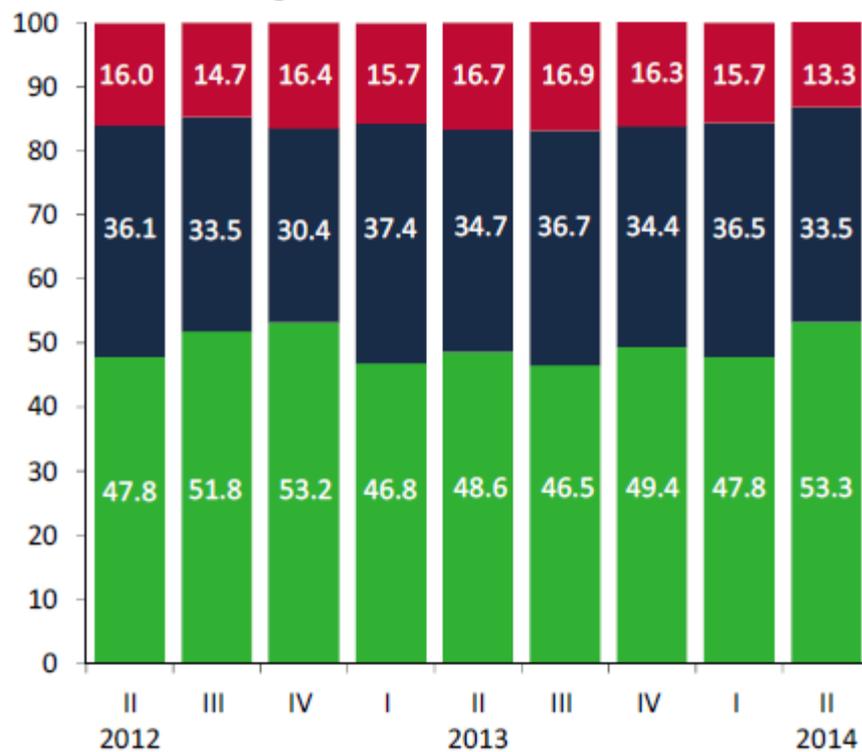
*Gráfica 4***a) Financiamiento total y de la banca comercial**

Gráfica 5

Condiciones de acceso y costo al crédito bancario como limitantes para las operaciones de su empresa

Por ciento del total de empresas

- Limitante mayor
- Limitante menor
- Ninguna limitante



Fuente: Banco de México. En encuesta trimestral de fuentes de financiamiento, 2 do trimestre del 2014

ANEXO III

**RÉGIMEN PARA PYMES**

I. OFERTA PÚBLICA

II. COTIZACIÓN DE ACCIONES Y ON PYME EN LA BCBA

III. INFORMACIÓN CONTABLE A PRESENTAR BAJO EL RÉGIMEN DE OFERTA PÚBLICA Y COTIZACIÓN DE ACCIONES.

UN RÉGIMEN PARA PYMES

Las pequeñas y medianas empresas (pymes) pueden emitir acciones y obligaciones negociables bajo un régimen simplificado de oferta pública y cotización instituido por un Decreto del Poder Ejecutivo (en el caso de obligaciones negociables), normas complementarias de la CNV y resoluciones de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), creado a efectos de que las citadas empresas accedan al financiamiento necesario para el desarrollo de sus actividades y proyectos.

Las pymes son automáticamente autorizadas a hacer oferta pública de obligaciones negociables y acciones, previo registro ante la CNV y cumplimiento de los requisitos de información que exige dicho organismo. Para obtener la autorización de cotización, deben realizar los trámites respectivos ante la BCBA.

El monto máximo en circulación para las emisiones de obligaciones negociables es de \$15.000.000 por empresa. Deben ser colocadas y

negociadas en el ámbito de las bolsas de comercio con mercados de valores adheridos, o de otros mercados autorregulados autorizados por la CNV.

¿Qué es una pyme?

Las características que debe reunir una sociedad para ser incluida dentro de la categoría pyme están establecidas en la Resolución 21/2010 de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (Sepyme). No obstante la Resolución General 582/2010 de la CNV duplica los montos de la misma, a fin de que una empresa sea considerada pyme sólo a los efectos bursátiles. Esta ampliación de montos no tiene efectos para la intervención de una sociedad de garantía recíproca (SGR).

A continuación se explican los aspectos relevantes de este régimen.

I. OFERTA PÚBLICA

Las emisoras de acciones u obligaciones negociables bajo el régimen especial deben presentar una solicitud de registro ante la CNV, acompañada de la siguiente documentación:

Copia de la resolución del órgano que dispuso la emisión y colocación por oferta pública de las obligaciones negociables y sus condiciones y/o el ingreso al régimen y la negociación de sus acciones gracias a la oferta pública.

Datos de la inscripción de los instrumentos constitutivos y estatutos de la emisora, así como de sus modificaciones, en el Registro Público de Comercio o la autoridad de contralor que correspondiese.

Declaración jurada respecto al cumplimiento de las condiciones de la Resolución M.E. N° 401 del 23 de noviembre de 1989 y sus modificatorias.

Y toda aquella información que el Organismo considere necesaria.

Inversores calificados

Las acciones y obligaciones negociables comprendidas en el régimen PyMES sólo pueden ser adquiridas por los inversores calificados que se encuentren dentro de las siguientes categorías:

El Estado Nacional, las Provincias y Municipalidades, sus Entidades Autárquicas, Bancos y Entidades Financieras Oficiales, Sociedades del Estado, Empresas del Estado y Personas Jurídicas de Derecho Público.

Sociedades de responsabilidad limitada y sociedades por acciones.

Sociedades cooperativas, entidades mutuales, obras sociales, asociaciones civiles, fundaciones y asociaciones sindicales.

Agentes de bolsa y agentes o sociedades adheridas a entidades autorreguladas no bursátiles.

Fondos Comunes de Inversión.

Personas físicas con domicilio real en el país, con un patrimonio neto superior a PESOS SETECIENTOS MIL (\$ 700.000.-).

En el caso de las sociedades de personas, dicho patrimonio neto mínimo se eleva a PESOS UN MILLÓN QUINIENTOS MIL (\$ 1.500.000.-).

Personas jurídicas constituidas en el exterior y personas físicas con domicilio real fuera del país.

Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES).

No se exigirá el patrimonio neto mínimo fijado en los incisos f) y g) en los supuestos de emisiones garantizadas en **setenta y cinco por ciento** (75%), como mínimo, por una sociedad de garantía recíproca o institución

que reúna las condiciones establecidas por el Banco Central de la República Argentina para las entidades inscriptas en el Registro de Sociedades de Garantía Recíproca, o se trate de emisiones efectuadas por sociedades que ya cotizan sus acciones en la entidad autorregulada donde se vayan a inscribir los valores representativos de deuda.

Monto mínimo

Los inversores no pueden suscribir o comprar obligaciones negociables de una emisora comprendida en el régimen especial PyME por valores nominales inferiores a \$5.000. Este mínimo no rige para emisiones garantizadas en un 75% como mínimo, por una sociedad de garantía recíproca (SGR) o institución similar, o en el caso de emisiones efectuadas por sociedades que ya cotizan sus acciones en la bolsa donde se inscriban las obligaciones.

Emisión global y colocación en series

Las emisoras pueden solicitar la autorización de cotización para una emisión a colocar en series sucesivas dentro del plazo máximo de dos años de otorgada aquélla.

Se entenderá que las colocaciones de series sucesivas parciales están comprendidas en la autorización de cotización original cuando se trate de obligaciones negociables del mismo tipo y con condiciones de emisión similares.

II. COTIZACIÓN DE ACCIONES Y ON PYME EN LA BCBA

Ingreso a la cotización

Las sociedades que soliciten por primera vez la autorización para cotizar sus acciones u obligaciones negociables simples bajo el régimen especial, deben presentar los siguientes documentos e informaciones:

Denominación de la emisora, actividad principal, domicilio social y sede de su administración.

Acreditar que la emisora es una empresa en marcha, y que posee una organización administrativa que le permite atender los requerimientos de información contenidos en las reglamentaciones de la BCBA.

Datos de su inscripción registral y, si las hubiere, de las reformas del estatuto. Debe acompañar un texto actualizado de éste, y de las modificaciones que estuvieren en trámite.

Nombres de los miembros de los órganos de administración y de fiscalización, y del contador dictaminante, con indicación de la fecha de vencimiento de sus mandatos, número de documento de identidad, domicilio especial constituido en el supuesto del artículo 256 de la Ley N° 19.550 de Sociedades Comerciales, en formularios que suministra la BCBA firmados por los interesados en carácter de declaración jurada.

Copia del acta de la asamblea que haya resuelto solicitar la cotización de las acciones u obligaciones negociables.

La información contable que corresponda.

Constancia del registro de la emisión en la CNV.

Prospecto de emisión.

Toda otra información o documentación que la CNV y/o la BCBA soliciten.

1. En el caso de acciones:

Compromiso de permanecer en el régimen de cotización al menos durante cinco años, contados desde la fecha de la admisión de sus acciones a tal régimen, aprobado por asamblea.

Facsímiles y numeración de las láminas individuales de acciones, y planilla de porcentajes ajustados a las reglamentaciones vigentes; o modelo del certificado global; o bien descripción del sistema de acciones escriturales y, si se lleva en forma computarizada, la constancia de la aprobación por la autoridad de contralor.

2. En el caso de obligaciones negociables:

El acta de emisión que deberá contener: los datos exigidos por el artículo 10 de la Ley N° 23.576; mención de las características de los valores a emitir; la forma y el plazo de colocación e integración; la indicación del destino a dar a los fondos del empréstito, conforme al artículo 36 inciso 2) de la Ley N° 23.576. Copia del contrato al que hace referencia el artículo 13 de la Ley N° 23.576, si lo hubiere. Si se hubieren otorgado garantías a la emisión, copia de los instrumentos respectivos. Si las obligaciones son cartulares: numeración y bocetos por duplicado de los títulos o boceto del certificado global. Si las obligaciones son escriturales: documentación sobre el sistema de registro conforme al artículo 16 del Reglamento de Cotización.

Antes de proceder a la colocación de las obligaciones negociables, constancia de publicación del acta de emisión y de su inscripción registral.

Información relevante

Las sociedades que coticen sus valores bajo el régimen PyME deben informar para su publicación -inmediatamente de producirse o de tomar conocimiento- cualquier hecho no habitual que por su importancia sea apto y pueda incidir en forma sustancial el curso de la cotización de sus acciones u obligaciones negociables.

La obligación de informar pesa sobre el representante legal de la emisora, su órgano de administración o, en su defecto, sobre los administradores considerados individualmente o, de existir, los integrantes del órgano de fiscalización.

Esa obligación tiene un enunciado genérico y abarca, por consiguiente, cualquier supuesto de hecho que pueda adquirir tal relevancia.

Información contable a presentar bajo el régimen de oferta pública y cotización de obligaciones negociables:

La información contable a presentar ante la BCBA depende de la clase y plazo de amortización de las obligaciones, según se explica a continuación:

ON quirografarias hasta 90 días

Si se trata de obligaciones negociables quirografarias (es decir, sin ninguna otra garantía que la propia condición patrimonial de la empresa emisora) con plazo de amortización no superior a noventa días corridos, las emisoras deben presentar la siguiente información:

Junto con la documentación inicial, los estados contables correspondientes al último ejercicio, con opinión fundada del contador y del órgano de fiscalización, y constancia de su aprobación por la asamblea.

Cinco días antes de la fecha de colocación de cada emisión o serie: un informe del flujo de fondos proyectados para el período de vigencia del empréstito, firmado por el representante legal, el órgano de fiscalización y el contador dictaminante.

Si habiendo transcurrido noventa días corridos de cerrado el ejercicio, la emisora solicitare la cotización o la estuviere tramitando o tuviere obligaciones negociables en circulación debe presentar: estados contables anuales conforme a las exigencias de su respectivo organismo de control,

con opinión fundada del contador y del órgano de fiscalización y con constancia de su aprobación por el órgano de administración, por cuadruplicado.

ON quirografarias a plazo mayor de 90 días

Si se trata de obligaciones negociables quirografarias con plazo de amortización mayor de noventa días, las emisoras deben presentar la siguiente información:

Estados contables correspondientes al último ejercicio, conforme a lo indicado anteriormente.

Si habiendo transcurrido cincuenta días corridos de finalizado el primer trimestre del ejercicio, la emisora solicitare la cotización o la estuviere tramitando o tuviere obligaciones negociables en circulación debe presentar la estructura patrimonial y la de resultados. Los cuadros deben estar firmados por el presidente de la sociedad, con informe de revisión limitada del contador certificante y del órgano de fiscalización (si lo hubiere).

Además, debe remitir sus estados contables anuales conforme al punto anterior, cuando así corresponda.

ON con garantía real o garantizadas por entidades financieras o sociedades abiertas: En estos casos, deben presentar los estados contables correspondientes al último ejercicio, más sus estados contables pendientes de aprobación, conforme al punto precedente, cuando así corresponda.

III. INFORMACIÓN CONTABLE A PRESENTAR BAJO EL RÉGIMEN DE OFERTA PÚBLICA Y COTIZACIÓN DE ACCIONES.

Información contable inicial

1. Últimos estados contables anuales, tal como fueron presentados a la respectiva autoridad de control.
2. Si hubiera transcurrido un semestre desde la fecha de cierre de dichos estados contables, la sociedad deberá presentar un Informe Trimestral, con relación a los trimestres transcurridos del ejercicio social.
3. En el caso que el estado de situación patrimonial incluyese participaciones en sociedades controladas o vinculadas valuadas por el método del valor patrimonial proporcional, la bolsa podrá requerir copia de los estados contables que sirvieron de base para la valuación.

Información contable periódica

a) Dentro de los 70 días desde el cierre de ejercicio o dentro de las 48 horas de su aprobación por parte del directorio, lo que ocurra primero: Estados Contables conforme a las Normas de la Comisión Nacional de Valores, acompañados por un informe del auditor y un informe del órgano de fiscalización, con constancia de su aprobación por el directorio.

Dentro de las 24 horas de aprobados los estados contables referidos, el directorio debe proporcionar a la bolsa, para su publicación inmediata, la siguiente información:

- . El resultado del ejercicio, dividido en ordinario y extraordinario;
- . Detalle del patrimonio neto, discriminado por rubros y montos;
- . Sus propuestas en materia de: Distribución de dividendos en efectivo y en especie; Capitalizaciones de ganancias, de ajustes monetarios del capital y de otros conceptos;
- . Sino efectuara propuestas sobre los temas indicados en el inciso anterior, detalle de los motivos por los cuales no ha podido formularlas.

En el caso de incluirse dentro del patrimonio neto el rubro "Adelantos Irrevocables a cuenta de futuras suscripciones", copia del acta de directorio que avale dicho tratamiento.

En el caso que el estado de situación patrimonial incluyese participaciones en sociedades controladas o vinculadas valuadas por el método del valor patrimonial proporcional, la bolsa podrá requerir copia de los estados contables que sirvieron de base para la valuación.

b) Dentro de los 42 días de finalizado cada período trimestral (salvo el que coincida con el cierre de ejercicio) o dentro de las 48 (cuarenta y ocho) horas de su aprobación por el directorio, lo que ocurra primero:

Un estado de movimientos de fondos, un cuadro de estructura patrimonial (activo corriente y no corriente; pasivo corriente y no corriente; patrimonio neto) y de estructura de resultados (resultados: operativo ordinario, financiero, otros ingresos y egresos, extraordinarios y final), con las aclaraciones y explicaciones necesarias para una mejor interpretación por parte de los inversores.

Dicha documentación deberá estar firmada por el presidente de la sociedad y acompañarse con el informe del órgano de fiscalización y la constancia de su aprobación por el directorio.

Dentro de las 24 horas de aprobada la documentación referida, el directorio debe informar a la bolsa, para su publicación inmediata, el resultado del período dividido en ordinario y extraordinario y el detalle del patrimonio neto discriminado por rubros y montos.

Octubre

de

2010

BIBLIOGRAFÍA

ALAVEZ, EVANGELINA (2009), “La banca de desarrollo en el financiamiento” en *Comercio exterior*, volumen 59, número 11, noviembre 2009, 929p.

ALMEIDA, HEITOR et al (2011). “Corporate debt maturity and the real effects of the 2007 credit crisis”, *National Bureau of Economic Research*, Cambridge, MA.

Banco CREDICOOP [internet]. Disponible en :
<<http://www.bancocredicoop.coop/empresas/creditos-pymes/inversion-productiva.html>> [acceso el 26 de marzo del 2014]

Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios [internet]. Disponible en :

<http://www.bis.org/publ/bcbs189_es.pdf > [acceso el 10 de octubre de 2014]

BCBA. Bolsa de Comercio de Buenos Aires. [internet]. Disponible en:

<<http://www.bcba.sba.com.ar/home/index.php> > [acceso el 17 de octubre de 2014]

BMV. Bolsa Mexicana de Valores. [internet]. Disponible en:

<www.bmv.com.mx > [acceso el 17 de abril de 2014]

BEBCZUK, RICARDO Y GAREGNANI LORENA (2006), “Autofinanciamiento empresario y crecimiento económico”, documento de investigación 8, *Investigaciones Económicas*, Banco Central de la República Argentina, Argentina, mayo, 34p

CARO R., EFRAÍN et al (1995), *El mercado de valores en México (estructura y funcionamiento)*, México, Ariel Divulgación, 365p.

CLAVELLINA MILLER, JOSÉ LUIS. (2009), *Profundización financiera y crecimiento económico en México*, Tesis de maestría en economía, UNAM, Facultad de Estudios Superiores Aragón, División de Estudios de Posgrado, 120p.

CLAVELLINA MILLER, JOSÉ LUIS. (2013), “Crédito bancario y crecimiento económico en México” en *economía informa*, número 378, enero-febrero, 36p.

CNVB. COMISIÓN NACIONAL BANCARIA Y DE VALORES [internet].
Disponble en: <<http://www.cnbv.gob.mx/SECTORES-SUPERVISADOS/BANCA-DE-DESARROLLO/Descripcion-del-Sector/Paginas/default.aspx> > [acceso el 28 de septiembre del 2014]

CNV. Comisión nacional de valores [internet]. Disponible en: <
<http://www.cnv.gov.py/enlaces/bolsa.php>> [acceso el 28 de octubre del 2014]

DÍAZ MATA, ALFREDO Y AGUILERA GÓMEZ VÍCTOR M. (2005), *El mercado bursátil en el sistema financiero*, Mc Graw Hill, México, 645p.

DÍEZ DE CASTRO, LUIS Y MASCAREÑAS, JUAN (1998), *Ingeniería Financiera. La gestión en los mercados financieros internacionales*, México, Mc Graw Hill, Segunda edición, 365p.

ENCUESTA TRIMESTRAL DEL BANCO DE MÉXICO (2013). [internet].
Disponble en: <<http://www.banxico.org.mx/informacion-para-la-prensa/comunicados/sector-financiero/financiamiento-empresas>>
[acceso el 27 de mayo del 2013]

FFRENCH- DAVIS, RICARDO (2010), “Macroeconomía para el desarrollo: desde el *financierismo* al *productivismo*” en *Revista CEPAL*, número 102, diciembre, 27p.

FRENKEL, ROBERTO (2001), “Reflexiones sobre el financiamiento del desarrollo” en *Revista CEPAL*, número 74, agosto 2001,124p.

- GÓMEZ OCHOA, GABRIEL Y PATLÁN RUÍZ, DAVID (2003), en Mantey de Anguiano y Levy Orlik, Noemí (coord.). *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, Porrúa, México, 452p.
- GÓNGORA PÉREZ, JUAN PABLO (2012), "La Bolsa Mexicana de Valores como opción de financiamiento" en *Comercio exterior*, volumen 62, número 5, septiembre-octubre 2012, 22p.
- HARRIS, MILTON & RAVIV, ARTUR (1991). "The theory of capital structure". *The Journal of Finance*, 46 (1), 297-355. Disponible en: <http://faculty.fullerton.edu/jyang/Courses/fin332/Literature/harrisRavi v91.pdf>.
- HERNÁNDEZ SAMPIERI, ROBERTO (2001); et al. *Metodología de la Investigación*. 2ª. ed. McGraw-Hill. México, D.F., 2001, 501p.
- INFORMES ANUALES (BANXICO) BANCO DE MÉXICO (2014) [internet]. Disponible en: < <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones/informes-periodicos/anual/%7B30B3D458-40CB-1059-AA58-BED728CD1C60%7D.pdf> > [acceso el 27 de enero de 2015]
- INFORMES ANUALES (BMV) BOLSA MEXICANA DE VALORES (2013) [internet]. Disponible en: <http://bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV_informes_anuales> [acceso el 7 de mayo de 2013]
- INEGI. INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA Y GEOGRAFÍA. [internet]. Disponible en:

<<http://www.inegi.org.mx/inegi/default.aspx?s=est&c=6130>> [acceso el 17 de abril de 2013]

FACULTAD DE CIENCIAS CONTABLES, ECONÓMICAS Y FINANCIERAS DEL PERÚ (2008) “Profundización financiera”. Junio del 2008 pp. 58

Financing SMEs and entrepreneurs 2014 and OECD scoreboard [internet]. Disponible en: <<http://www.oecd.org/cfe/smes/SMEs-Scoreboard-2014.pdf>> [acceso el 24 de agosto del 2014]

GÓMEZ JACINTO, LUIS G. (2008), “La teoría del *Pecking-order*”, en *Actualidad Empresarial*, N° 169 Segunda Quincena de Octubre 2008.

J. FABOZZI, FRANCO MODIGLIANI, Michael G. Ferri (tr., Margarita Gómez Escudero) (1996), *Mercados e instituciones financieras*, México, Prentice Hall Hispanoamericana, 697p.

JIMÉNEZ, LUIS FELIPE et al (2011), “América Latina: sistemas financieros y financiamiento de la inversión. Diagnósticos y propuestas” en *Revista CEPAL*, número 103, abril 2011, 75p.

LA CAIXA [internet]. Disponible en:

<http://portal.lacaixa.es/docs/diccionario/T_es.html#TASA-DE-REDESCUENTO> [acceso el 20 de marzo del 2014]

LEVY ORLIK, NOEMÍ (2010), “El enigma de la mayor liquidez y mayor restricción de financiamiento” en *Economía UNAM*, volumen 7, número 19, enero 2010, 94p.

LEVY ORLIK, NOEMÍ (2013), *dinero, estructuras financieras y financiarización: un debate teórico institucional*, México, UNAM, 317p.

Ley general de títulos y operaciones de crédito (2014) [internet].

Disponible en:

<http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/145_130614.pdf> [acceso el 10 de octubre del 2014]

LIAÑO GABILONDO, RODOLFO (2012), *Desmutualización de los mercados bursátiles. México en el contexto global*, Tesis de doctorado en economía. UNAM, Facultad de Estudios Superiores Acatlán, División de Estudios de Posgrado, 250p.

MÁNTEY DE ANGUIANO, GUADALUPE (2004), “Políticas financieras para el desarrollo en mercados imperfectos. Sugerencias para el caso mexicano” en *Economía UNAM*, volumen 1, número 3, enero 2004, 114p.

MARÍN, JOSÉ MARÍA (2001), *Economía Financiera*, México, Antoni Bosch ,984p.

MARTÍNEZ MARCA, JOSÉ LUIS (2010), *Política monetaria y Banca Comercial en México (Situación Actual y Efectos de la crisis económica internacional)*, México, ed. UNAM, 225p.

MASCAREÑAS, JUAN (2001). “La Estructura de Capital Óptima”, documento de investigación. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad Complutense. Madrid, 25p.

MAZA PEREDA, A. (1997). “Reflexión sobre las causas de la mortandad de la micro y pequeña empresa”. Leonel Corona Treviño (coord.) *Pequeña y mediana empresa: del diagnóstico a las políticas*, México, UNAM-CIICH, Colección Alternativas, 1997

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS PÚBLICAS. . [Internet]. Disponible en: <<http://www.mecon.gov.ar/informacion/>> [acceso el 17 de octubre de 2014]

MOODY JOHN. (2007), “¿Por qué no crece la BMV?:Las reformas al mercado de valores no han evitado que la Bolsa mexicana sea cada vez más pequeña”, en *Expansión* 285:Julio, México, 301p.

MOREIRA DA SILVA et al (2006). “Contraste de la teoría del *Pecking Order* versus la teoría del *Trade off* para una muestra de empresas portuguesas”, documento de investigación 01 Dpt. Economía Financiera y Contabilidad. Universidad de Valladolid. Disponible en: http://www3.uva.es/empresa/uploads/dt_01_06.pdf .

Myers, Stewart C. (1977). “Determinants of corporate borrowing”. *Journal of Financial Economics*, 5 (2), 147-175. Disponible en: <https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/Myers%201977.pdf>.

“Profundización (2008) financiera”. Facultad de Ciencias Contables, Económicas y Financieras del Perú. Junio

Reforma Financiera (2013) [internet]. Disponible en:

<<http://pactopormexico.org/reformafinanciera/reformafinanciera.pdf>> [acceso el 10 de abril del 2014]

Reglamento de la administración fondo revolvente [internet]. Disponible en

<[http://app.jalisco.gob.mx/PortalTransparencia2012.nsf/bad6ce75f00ea4458625707d005c578c/2b4c358f4b14512a862579a700711104/\\$FILE/ATTFFOD9.pdf](http://app.jalisco.gob.mx/PortalTransparencia2012.nsf/bad6ce75f00ea4458625707d005c578c/2b4c358f4b14512a862579a700711104/$FILE/ATTFFOD9.pdf)> [acceso el 26 de marzo del 2014]

RÍOS, IVÁN (2013), “Financiamiento de proveedores, ¿indicador de niveles de crédito bancario en México?” en *Estudios Económicos CNBV*, volumen 2, 104p.

RIVERA-GODOY, Jorge Alberto (2002). “Teoría sobre la estructura de capital”. *Estudios Gerenciales* (84), p 60. Disponible en: <http://redalyc.uaemex.mx/pdf/212/21208402.pdf>.

RUEDA, ARTURO (2002), *Para entender la bolsa. Financiamiento e inversión en el mercado de valores*, México, ed. Thomson Learning, 465p.

SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, JOSÉ LUIS (2001), *Curso de bolsa y mercados financieros*, Barcelona, Ariel, 1330p.

STUDART, ROGELIO (2003), *Integración financiera, inestabilidad y desempeño macroeconómico en los noventa: posibles conexiones perversas*, en Mantey de Anguiano y Levy Orlik, Noemí (coord.), *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, México, ed. Porrúa, 389p.

- INSTITUTO TECNOLÓGICO AUTÓNOMO DE MÉXICO ITAM (2009). Revista Dirección Estratégica, Número 29, año 8, marzo mayo 2009.
- STEWART C MYERS (2001). "The journal of economic perspectives", in perspectives capital structure Vol. 15, No. 2, 115p
- SHCP. Secretaría de Hacienda y Crédito Público. [internet]. Disponible en <<http://www.shcp.gob.mx/Paginas/default.aspx> > [acceso el 17 de febrero de 2014]
- SIEM Sistema de Información Empresarial Mexicano [internet]. Disponible en <<http://www.siem.gob.mx/siem/> > [acceso el 17 de febrero de 2015]
- SUBSECRETARIA PARA LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA (2010). [internet]. Disponible en <http://www.economia.gob.mx/swb/es/economia/p_1_subse_pymes > [acceso el 17 de febrero de 2013]
- VILLASÍS NARVÁEZ, CLAUDIA (2003), *Análisis de la Reducción en el número de empresas emisoras de acciones de la bolsa mexicana de Valores*. Tesis de Licenciatura en Contaduría y Finanzas. Departamento de Contaduría y Finanzas. Disponible en: http://catarina.udlap.mx/u_dl_a/tales/documentos/lcp/villasis_n_ch/capitulo1.pdf [acceso el 7 de junio de 2013]
- VIZCARRA CIFUENTES, JOSÉ LUIS (2007), *diccionario de economía: términos, ideas y fenómenos económicos*, México, ed. Patria, 374p.