

**UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE SAN MARCOS**

**ESCUELA DE POS GRADO**

**FACULTAD DE INGENIERÍA INDUSTRIAL**

**EL MERCADO DE VALORES COMO FUENTE DE  
FINANCIAMIENTO PARA LA MICRO Y PEQUEÑA  
EMPRESA**

**TESIS**

**Para optar el Grado Académico de MAGÍSTER EN INGENIERÍA  
INDUSTRIAL CON MENCIÓN EN GESTIÓN INDUSTRIAL**

**AUTOR**

**RONALD DANIEL MERCADO ABANTO**

Lima – Perú

2014

## **DEDICATORIA**

Dedico la presente tesis de maestría a mis queridos padres y hermanos, quienes siempre están a mi lado, me brindan su constante apoyo y su infinita comprensión.

## **AGRADECIMIENTO**

La presente investigación se ha realizado y desarrollado aplicando los conceptos y conocimientos adquiridos luego de haber cursado la Maestría en Ingeniería Industrial, por lo cual agradezco a todos los profesores y profesoras que me transmitieron sus conocimientos y aplicaciones prácticas para la prosecución y finalización de la presente Tesis.

De ellos, muy en especial agradezco al Mg. Daniel Mavila Hinojoza, por su valioso asesoramiento y confianza en esta investigación, además, a la Dra. Luz López Ráez, por sus consejos y enseñanzas impartidas.

## ÍNDICE

DEDICATORIA .....	II
AGRADECIMIENTO .....	III
RESUMEN.....	X
ABSTRACT .....	XI
CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN .....	12
1.1 Situación Problemática .....	12
1.2 Formulación del Problema .....	16
1.2.1 <i>Problema general</i> .....	16
1.2.2 <i>Problemas específicos</i> .....	16
1.3 Justificación de la Investigación.....	17
1.3.1 <i>Justificación teórica</i> .....	17
1.3.2 <i>Justificación práctica</i> .....	17
1.4 Objetivos de la Investigación .....	19
1.4.1 <i>Objetivo general</i> .....	19
1.4.2 <i>Objetivos específicos</i> .....	19
1.5 Hipótesis y Variables .....	20
1.5.1 <i>Hipótesis general</i> .....	20
1.5.2 <i>Hipótesis específicas</i> .....	20
1.5.3 <i>Operacionalización de Variables</i> .....	20
CAPÍTULO 2: MARCO TEÓRICO .....	22
2.1 Marco epistemológico de la investigación.....	22
2.2 Antecedentes del Problema.....	23
2.3 Bases Teóricas .....	26
2.3.1 <i>Antecedentes del problema en el Perú</i> .....	26
2.3.2 <i>El Sistema Financiero Peruano</i> .....	36
2.3.2.1 <i>Sistema de Intermediación Indirecta</i> .....	43
2.3.2.2 <i>Sistema de Intermediación Directa</i> .....	63
2.3.3 <i>El Mercado Alternativo de Valores (MAV)</i> .....	75
2.3.3.1 <i>Oferta pública primaria de valores en el MAV</i> .....	82
2.3.3.2 <i>Transparencia y seguridad para los inversionistas</i> .....	84
2.3.3.3 <i>Tratamiento para la negociación secundaria</i> .....	87

2.3.4	<i>La experiencia internacional en el apoyo a la pequeña empresa</i> .....	87
2.3.4.1	Mercado de Capitales dirigido a la pequeña y mediana empresa en Estados Unidos de Norteamérica.....	87
2.3.4.2	<i>El Sistema de Garantías para el apoyo a la PYME, en México</i> .....	91
2.3.4.3	<i>Sistema de Garantías Recíprocas en Argentina</i> .....	101
2.4	Marco Conceptual o Glosario .....	106
CAPÍTULO 3: METODOLOGÍA .....		109
3.1	Tipo y Diseño de Investigación .....	109
3.1.1	<i>Tipo</i> .....	109
3.1.2	<i>Diseño de investigación</i> .....	109
3.2	MÉTODO DE LA INVESTIGACIÓN.....	110
3.2.1	<i>Métodos</i> .....	110
3.2.1.1	<i>Analítico</i> .....	110
3.2.1.2	<i>Comparativo</i> .....	110
3.3	POBLACIÓN Y MUESTRA DE LA INVESTIGACIÓN.....	111
3.3.1	<i>Unidad de análisis</i> .....	111
3.3.2	<i>Población de estudio</i> .....	111
3.3.3	<i>Tamaño de muestra</i> .....	111
3.3.4	<i>Selección de muestra</i> .....	112
3.3.5	<i>Técnicas de recolección de Datos</i> .....	112
CAPÍTULO 4: RESULTADOS Y DISCUSIÓN .....		117
4.1	PRESENTACIÓN .....	117
4.2	ANÁLISIS DE LAS VARIABLES .....	117
4.2.1	<i>Análisis sobre el costo del crédito</i> .....	117
4.2.2	<i>Análisis de la oferta y demanda del mercado de valores</i> .....	120
4.2.3	<i>Análisis de la información disponible de las MYPE en el sistema financiero</i> .....	124
4.2.4	<i>Análisis de las Tasas de colocación de ofertas públicas primarias (Bonos e ICP)</i> .....	130
4.2.5	<i>Análisis comparativo de los financiamientos directo e indirecto</i> .....	133

4.3	INTERPRETACIÓN DE RESULTADOS OBTENIDOS EN LA PRUEBA DE CAMPO .....	134
4.3.1	<i>Interpretación de los resultados de la encuesta</i> .....	134
4.4	CONTRASTACIÓN DE LA HIPÓTESIS .....	142
4.4.1	<i>De La Hipótesis General</i> .....	142
4.4.2	<i>De las Hipótesis Específicas</i> .....	143
4.4.3	<i>Presentación de Resultados</i> .....	144
4.5	ACCESO AL MERCADO DE CAPITALES DE LA EMPRESA TIENDAS EFE S.A.....	146
4.5.1	<i>Descripción del Negocio</i> .....	146
4.5.2	<i>Estrategia financiera</i> .....	147
4.5.3	<i>Etapa preparatoria</i> .....	148
4.5.4	<i>La implementación</i> .....	151
4.5.5	<i>Resultados</i> .....	152
4.5.6	<i>Estados financieros Tiendas EFE S.A.</i> .....	154
	CONCLUSIONES .....	158
	RECOMENDACIONES .....	162
	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	164
	ANEXOS .....	172

## LISTA DE CUADROS

<i>Cuadro 1</i> Moneda Monto Repago TEA y TCEA.....	14
<i>Cuadro 2</i> Cantidad de Empresas en el Perú según segmento empresarial (junio 2013).....	18
<i>Cuadro 3</i> Legislación MYPE 1976-2013 .....	30
<i>Cuadro 4</i> Segmentos y costo del crédito en Nuevos Soles: Junio de 2004 .	55
<i>Cuadro 5</i> Segmentos y costo del crédito en dólares USA: Junio de 2004 ...	55
<i>Cuadro 6</i> Tasa de interés reportadas y costo efectivo del crédito. Junio 2005.....	58
<i>Cuadro 7</i> Costos de transacción de emisiones de deuda.....	73
<i>Cuadro 8</i> Comparativo entre el mercado general y el MAV .....	78
<i>Cuadro 9</i> Tarifas de inscripción del emisor .....	83
<i>Cuadro 10</i> Modelos de Sistemas de Garantías .....	95
<i>Cuadro 11</i> Tasas efectivas máximas anuales en soles .....	118
<i>Cuadro 12</i> Instrumentos financieros colocados entre el 2008 y el 2013....	121
<i>Cuadro 13</i> Cartera de Inversiones AFP por sector del emisor (en miles de Nuevos Soles).....	122
<i>Cuadro 14</i> Créditos Micro empresas Setiembre 2012 (en miles de Nuevos Soles).....	125
<i>Cuadro 15</i> Créditos Pequeñas empresas Setiembre 2012 (en miles de Nuevos Soles).....	125
<i>Cuadro 16</i> Créditos MYPE Setiembre 2012 (en miles de Nuevos Soles)..	126
<i>Cuadro 17</i> Créditos Micro empresas Setiembre 2013 (en miles de Nuevos Soles).....	127
<i>Cuadro 18</i> Créditos Pequeñas empresas Setiembre 2013 (en miles de Nuevos Soles).....	127
<i>Cuadro 19</i> Créditos MYPE Setiembre 2013 (en miles de Nuevos Soles)..	128
<i>Cuadro 20</i> Créditos Micro empresas Setiembre 2014 (en miles de Nuevos Soles).....	129
<i>Cuadro 21</i> Créditos Pequeñas empresas Setiembre 2014 (en miles de Nuevos Soles).....	129
<i>Cuadro 22</i> Créditos MYPE Setiembre 2014 (en miles de Nuevos Soles)..	130
<i>Cuadro 23</i> Emisiones de Bonos e ICP colocados en el año 2013.....	131

<i>Cuadro 24</i> Tasas de colocación de créditos versus papeles comerciales .	133
<i>Cuadro 25</i> Estado de Ganancias y Pérdidas (Diciembre 2005 – Setiembre 2008).....	155
<i>Cuadro 26</i> Balance de Posición (Diciembre 2005 – Setiembre 2008).....	156
<i>Cuadro 27</i> Indicadores Financieros .....	157



## LISTA DE FIGURAS

<i>Figura 1</i> Sistema Financiero Peruano.....	36
<i>Figura 2</i> Sector Financiero: División institucional.....	40
<i>Figura 3</i> Mercados financieros.....	41
<i>Figura 4</i> Elementos del crédito .....	42
<i>Figura 5</i> Instituciones que ofertan préstamos .....	47
<i>Figura 6</i> Componentes de la tasa de interés .....	52
<i>Figura 7</i> Clasificación de Sistemas de Garantía .....	97
<i>Figura 8</i> Financiamiento - Crecimiento .....	135
<i>Figura 9</i> Financiamiento-Instituciones Financieras .....	136
<i>Figura 10</i> Financiamiento-Líneas de Crédito .....	137
<i>Figura 11</i> Financiamiento-Capital de Trabajo .....	137
<i>Figura 12</i> Financiamiento-Activo Fijo.....	138
<i>Figura 13</i> Financiamiento-Costo de Crédito .....	139
<i>Figura 14</i> MYPE-Estado .....	139
<i>Figura 15</i> Mercado de Valores-Conocimiento.....	140
<i>Figura 16</i> Mercado de Valores-Modalidades de Inversión.....	141
<i>Figura 17</i> Mercado de Valores-Fuentes de Financiamiento .....	141
<i>Figura 18</i> Ventas Netas .....	150
<i>Figura 19</i> Ventas totales .....	152
<i>Figura 20</i> Margen Bruto .....	153
<i>Figura 21</i> Utilidad Bruta .....	153
<i>Figura 22</i> Tasa de interés de emisión.....	154
<i>Figura 23</i> Monto de Emisión y Saldos .....	154

## RESUMEN

El presente trabajo comprende el estudio de una alternativa de financiamiento para las MYPE, como el Mercado de Valores y todas las opciones que puede ofrecer, como son los Instrumentos de Corto Plazo.

Mediante el análisis teórico y estudio de un caso práctico de Tiendas EFE S.A. El proyecto está conformado por un capítulo introductorio, donde se plantea que el crédito en el Perú es costoso y son pocas las empresas que pueden obtener tasas competitivas con el sistema financiero y es un número menor aún el de aquellas empresas que se han financiado a través del Mercado de Valores.

El marco teórico donde se dan conceptos y datos sobre financiamiento tradicional de las MYPE, también sobre el Mercado General y Alternativo de Valores y sus ventajas. Además se analiza a los Sistemas de Garantía Recíprocas con experiencias exitosas en México y Argentina.

La finalidad de esta investigación es estudiar los beneficios y desarrollo que tendrán las MYPE al acercarse al Mercado de Valores, en especial al Alternativo, como una opción novedosa pero poco usada en nuestro país para el financiamiento.

El resultado obtenido es que se ha verificado que es posible que las MYPE obtengan financiamiento a través del Mercado de Valores mediante la emisión de Instrumentos de Corto Plazo, en tanto se reduzca el riesgo financiero y se diversifique la colocación de instrumentos financieros a emitirse. Para estos fines, se requiere el marco legal por parte de la Superintendencia del Mercado de Valores, SMV (antes CONASEV) y de la Bolsa de Valores que regule y permita la inclusión eficaz de las MYPE en dicho mercado, mediante cambios en el capital mínimo exigido, niveles de ventas e indicadores de rentabilidad y otros relacionados; así como, la presencia de potenciales inversionistas como las AFP debe ser aprovechada.

## ABSTRACT

This paper includes the study of alternative financing for MYPE, as the Securities Market and all the options you can offer, such as Short-Term Instruments.

By theoretical analysis and a case study of Shops EFE SA. The project consists of an introductory chapter, where it is stated that credit in Peru is expensive and few companies can obtain competitive rates with the financial system and fewer still that of those companies that have been funded through Securities Market.

The theoretical framework concepts and data on traditional financing MYPE also on the General and Alternative Securities Market and its advantages are given. In addition to the Mutual Guarantee Systems with successful experiences discussed in Mexico and Argentina.

The purpose of this research is to study the benefits and development that have approaching the MYPE and Securities Market, especially the alternative, as a novel option but little used in this country for funding.

The result is that it has verified that MYPE may obtain financing through the securities market by issuing short-term instruments, while reduce financial risk and placing of financial instruments to diversify airing. For these purposes, the legal framework required by the Superintendency of Securities, SMV (formerly CONASEV) and the Stock Exchange that regulates and permits the effective inclusion of MYPE in that market through changes in the minimum capital required, levels of sales and profitability indicators, and other related; and the presence of potential investors such as the AFP should be utilized.

# EL MERCADO DE VALORES COMO FUENTE DE FINANCIAMIENTO PARA LA MICRO Y PEQUEÑA EMPRESA

## CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN

### 1.1 Situación Problemática

En nuestro país, no existe un mecanismo adecuado de financiamiento para las Micro y Pequeñas Empresas, MYPE, ya que éstas son percibidas como entidades de alto riesgo, por lo que, los bancos prefieren colocar sus recursos en organizaciones de mayor tamaño que puedan cumplir con sus obligaciones. A pesar de los grandes avances por parte de las Entidades Financieras, aún las tasas de intereses son demasiado elevadas y los plazos muy cortos para estas empresas. Como se expresa por:

“El mayor acceso a financiamiento formal a tasas que se aproximan progresivamente a aquellas de las cuales disfrutaban las empresas medianas” (Vargas & Del Castillo, 2008, p. 61).

“Se considera al sistema bancario como la principal fuente de fondos para las empresas pequeñas y medianas que no cotizan en el mercado de capitales” (Mongrut, Alberti, Fuenzalida & Akamine, 2011, p. 132).

Las entidades financieras peruanas distinguen la cartera de créditos en 4 tipos: Créditos comerciales, créditos a microempresas, MES, créditos

de consumo y créditos hipotecarios para vivienda. En cada caso el costo del crédito es diferente.

La SBS – a través de los créditos MES – determina la actividad de los agentes responsables del proceso de comercialización e industrialización de las microfinanzas en el Perú. No define el microempresario, pero si el crédito otorgado a una actividad productiva. Resaltamos que:

- El “crédito MES” es concebido como una etapa previa a un crédito comercial; en caso que este tipo de financiamiento no siguiese siendo el más óptimo a los objetivos y perspectivas empresariales.
- Los complejos procesos de verificación de los parámetros de definición de la microempresa (número de trabajadores, volumen de ventas, activos, entre otros) no hacen parte de la agenda de la SBS.
- El microcrédito es definido en función de un tope máximo de endeudamiento para evitar así uno de los principales riesgos del negocio: el sobreendeudamiento del mercado microfinanciero.

Vontrat (2008) señala que un “crédito MES” engloba todo endeudamiento inferior a un volumen acumulado por cliente de US\$ 30 000. Esta definición nos permite identificar las zonas de desarrollo empresarial, y no específicamente las zonas que concentran una vasta población pobre que accede a la gama de servicios financieros del mercado.

La oferta crediticia orientada a las Micro y Pequeñas Empresas (MYPE) presenta tasas de interés superiores a las del promedio del mercado, impidiendo su crecimiento y desarrollo (Silupú, 2008).

“Algunas de ellas obtienen financiamiento mediante la banca tradicional a tasas de interés superiores al 40% lo que implica mayores costos financieros y menores posibilidades de desarrollo; en cambio otras, no tienen acceso a ningún tipo de financiamiento debido a que no son consideradas sujetos de crédito” (Silupú *et al*, 2008, p. 41).

Todavía algunas entidades crediticias cobran tasas de interés anual superiores al 100 %, como se puede observar en las páginas de la SBS y de las diversas entidades crediticias que integran el sistema financiero peruano:

Así tenemos, que los llamados créditos comerciales directos e indirectos (al que acceden generalmente las grandes empresas) destinadas al financiamiento de la producción y comercialización de bienes y servicios, tienen como Tasa Efectiva Anual (TEA) promedio global 6,27%, conforme a lo indicado por ASBANC<sup>1</sup>, muy diferente a lo cobrado a las MYPE, cuyas TEAs y TCEAs (Tasa de Costo Efectivo Anual)<sup>2</sup> (Ver Cuadro 1).

**Cuadro 1 Moneda Monto Repago TEA y TCEA**

<b>Préstamos para Capital de Trabajo</b>			
<b>Monto</b>	<b>Plazo</b>	<b>Promedio</b>	
		<b>TEA</b>	<b>TCEA</b>
S/. 1 000,00	9 meses	67,33 %	70,61 %
S/. 10 000,00		58,69 %	60,81 %
US \$ 500,00		53,49 %	57,90 %
US \$ 3 000,00		50,07 %	51,95 %
<b>Préstamos para Activo Fijo</b>			
S/. 2 000,00	24 meses	69,28 %	71,58 %
S/. 20 000,00		55,52 %	58,27 %
US \$ 1 000,00		53,39 %	55,24 %
US \$ 6 000,00		47,60 %	50,28 %

*Fuente.* Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, SBS. Octubre del 2014  
Incluye: Banca Múltiple, empresas financieras, cajas municipales, cajas rurales y Edpymes.

Ver Anexos 1 y 2.

La notable diferencia entre la TEA de los créditos comerciales y los créditos a las microempresas, se explica porque la entidad financiera

<sup>1</sup> Asociación de Bancos del Perú.

<sup>2</sup> Expresa en una sola tasa, el total de los costos que implica tomar un crédito, es decir engloba en un porcentaje, tanto la tasa de interés efectiva anual como las comisiones y gastos que cada institución cobra a sus clientes.

asume que la gran empresa (mayormente perteneciente a grupos empresariales afines a la entidad financiera) tiene riesgo y costos operativos “cero”, mientras que el pequeño empresario representa riesgos elevados con mayores costos operativos.

El riesgo o grado de variabilidad y contingencia para el retorno de una inversión (uno de los tres componentes de la tasa de interés, los otros componentes son: el efecto de la inflación y la tasa real), es precisado arbitrariamente. El riesgo es un elemento subjetivo, basado en la premisa de que el prestatario puede repagar o no hacerlo.

Un mercado financiero alternativo al sistema bancario es el mercado de valores, que constituye también una fuente de inversión y de financiamiento. Es decir, se trata de otro mecanismo al que se puede recurrir para invertir (en vez de tomar un préstamo bancario). En efecto, en el mercado de valores concurren tanto las empresas que necesitan recursos como los inversores que tienen disponibles esos recursos. Así, las empresas que encuentren los recursos que necesitan pagarán un precio al inversor que se los proporciona. Al igual que un banco, el mercado de valores ofrece diversas alternativas de financiamiento e inversión de acuerdo a las distintas necesidades que puedan tener las empresas o los inversores.

Sin embargo, existe una primera diferencia entre acudir al sistema bancario o acudir al mercado de valores. En tal sentido, aquella empresa que solicita un préstamo al banco recibe el dinero sin saber de dónde viene, es decir, sin tener ningún contacto con aquel depositante cuyo dinero le es entregado en préstamo.

Pachas *et al.* (2010) señala que el Sistema de Intermediación Indirecta, se caracteriza porque un mismo agente, “el intermediario”, es el que se encarga de captar y a su vez de colocar los fondos. Entidades intermediarias que captan recursos a tasa pasiva y colocan los recursos a tasa activa.

En el caso del mercado de valores, por el contrario, Pachas *et al.* (2010) indica que se caracteriza por que canaliza recursos en forma directa a través de la utilización de instrumentos financieros – valores desarrollado en el mercado de capitales.

Esto se denomina “*intermediación directa*”, y tiene algunas consecuencias. En principio, y bajo ciertas condiciones, el mercado de valores busca ser una fuente de financiamiento más barata que el sistema bancario en razón de que no tiene el componente de intermediación indirecta que se presenta con los bancos. En este sentido, un mercado de valores eficiente, que ponga en contacto a emisores e inversores, puede contribuir a acceder al emisor a un menor costo de financiamiento y al inversor a una mejor retribución por su dinero.

## **1.2 Formulación del Problema**

### **1.2.1 Problema general**

¿Cómo obtener financiamiento para la Micro y Pequeña Empresa?

### **1.2.2 Problemas específicos**

a) ¿Cómo facilitar el financiamiento para la Micro y Pequeña Empresa?



- b) ¿Cómo promover la participación de las MYPE en su financiamiento?

## **1.3 Justificación de la Investigación**

### **1.3.1 *Justificación teórica***

Constituye un soporte teórico para cualquier estudiante que desee obtener conocimientos sobre el presente estudio, a través de la literatura empleada, que a la vez podrá estimular a los mismos para seguir ampliando en futuras investigaciones de esta naturaleza, para así desarrollar elementos que permitan ingresar a la Micro y Pequeña Empresa en el mundo de la competitividad.

Desde el enfoque técnico, este trabajo tiene apoyo en el uso de aspectos teóricos de la Micro y Pequeña Empresa.

### **1.3.2 *Justificación práctica***

La relevancia de la Micro y Pequeña Empresa (MYPE) en el Perú es indiscutible, tan por su importancia numérica, a junio de 2013, en el Perú existían 1 713 272 empresas, según información difundida por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), de estas, el 99,6 % son micro, pequeñas y medianas empresas, de acuerdo a los criterios establecidos por las nuevas categorías establecidas en la Ley 30056 "Ley que modifica diversas leyes para facilitar la inversión, impulsar el desarrollo

productivo y el crecimiento empresarial", promulgada el 2 de julio de 2013.

Esta ley indica que las micro, pequeñas y medianas empresas se establecen según sus niveles de ventas anuales fijados en Unidades Impositivas Tributarias (UIT), cada una equivalente a 3 650 soles (US\$ 1 303).

De esa manera, son microempresas las que alcanzan ventas anuales hasta por un monto máximo de 150 UIT, son pequeñas empresas las que tienen ventas superiores a este valor y hasta el monto máximo de 1 700 UIT, y son medianas empresas las que alcanzan ventas superiores a 1 700 UIT y hasta 2 300 UIT (Ver Cuadro 2).

**Cuadro 2 Cantidad de Empresas en el Perú según segmento empresarial (junio 2013)**

<b>Tipo de Empresa</b>	<b>Cantidad</b>	<b>Porcentaje</b>
Gran Empresa	6 210	0,4%
Mediana Empresa	3 256	0,2%
Pequeña Empresa	54 825	3,2%
Micro Empresa	1 648 981	96,2%
<b>Total</b>	<b>1 713 272</b>	<b>100,0</b>

*Fuente.* Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) (2013)

Además, por su capacidad de absorción de empleo, generan más del 70% de la mano de obra nacional (PEA), pero son las más excluidas de la economía; pues, están consideradas como empresas con infraestructura tecnológica deficiente, con una baja productividad y competitividad y, por esa razón, su participación del PBI es menos del 40%, a pesar de las últimas medidas

adoptadas por el Estado, resulta indispensable dinamizar el sector, impulsando su crecimiento.

Las instituciones que conforman el Sistema Financiero peruano ofrecen un alto costo de financiamiento a las Micro y Pequeñas Empresas, MYPE; por lo cual existe la necesidad de nuevas fuentes de financiamiento para las MYPE con la finalidad de insertarlas en el Sistema Económico/Financiero y prepararlas para la Globalización.

## **1.4 Objetivos de la Investigación**

### **1.4.1 *Objetivo general***

Viabilizar el financiamiento de la Micro y Pequeña Empresa a través del Mercado de Valores.

### **1.4.2 *Objetivos específicos***

- a) Evaluar las modalidades de financiamiento que ofrecen las instituciones financieras a la Micro y Pequeña Empresa.
- b) Promover el financiamiento para la Micro y Pequeña Empresa.

## **1.5 Hipótesis y Variables**

### **1.5.1 Hipótesis general**

Las Micro y Pequeñas Empresas obtienen financiamiento mediante el Mercado de Valores.

### **1.5.2 Hipótesis específicas**

- a) Si las MYPE acceden al Mercado de Valores, se reduce la tasa de interés que tienen que asumir al acudir al Sistema Financiero Indirecto.
  
- b) Si se permite a los inversionistas institucionales invertir en instrumentos financieros (ICP) a emitirse por las MYPE, se promovería la participación de las mismas en el Mercado de Valores.

### **1.5.3 Operacionalización de Variables**

Para medir la variable Financiamiento para la Micro y Pequeña Empresa a través de sus indicadores: Costo del Crédito (Setiembre 2014), así como Monto de Crédito según tipo y situación en el periodo Setiembre 2012-Setiembre 2014, se utilizó la estadística que se encuentra en el portal Web de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

Para medir la variable Mercado de Valores a través de sus indicadores: Monto de emisión de Instrumentos Financieros y Tasas de Colocación de ofertas públicas primarias (Bonos e ICP), se utilizó la estadística que se encuentra en la página Web de la Superintendencia del Mercado de Valores.

***Variable independiente.***

X = Mercado de Valores: Son un tipo de mercado de capitales en el que se negocia la renta variable y la renta fija de una forma estructurada, a través de la compraventa de valores negociables.

Indicadores:

$X_1$  = Monto de emisión de Instrumentos Financieros.

$X_2$  = Tasas de colocación de ofertas públicas primarias (Bonos e ICP).

***Variable dependiente.***

Y = Financiamiento para la Micro y Pequeña empresa: Representa los instrumentos financieros ofrecidos por la Banca Múltiple, las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (CMAC), las Cajas Rurales de Ahorro y Crédito (CRAC), las Empresas de Desarrollo de la Pequeña y Micro Empresa (EDPYME) y algunas otras instituciones.

Indicadores:

$Y_1$  = Costo del Crédito.

$Y_2$  = Monto de crédito según tipo y situación.

## CAPÍTULO 2: MARCO TEÓRICO

### 2.1 Marco epistemológico de la investigación

El presente trabajo de investigación es descriptivo y analítico. La filosofía de la investigación parte de que la realidad es objetiva y puede ser estudiada, se encuentra dentro de corrientes del positivismo y del realismo científico.

En tal sentido la ciencia describe y explica la realidad, informa Villafuerte (2006).

Se aborda desde una perspectiva cualitativa, propia de las ciencias sociales, dentro de las cuales están las empresariales, complementándose con el análisis cuantitativo.

Mediante la “descripción” se toma contacto con el objeto a través de observaciones (sensoriales) y/o construcciones intelectuales, que buscan acercarse a la realidad de manera exacta, precisa, organizada (hasta que surja una explicación diferente que refute la anterior). Mientras que en la “explicación” se busca interpretar, conocer el funcionamiento de un hecho o un fenómeno, sus causas, su origen, así como sus consecuencias. Sin embargo, esta tarea no será fácil en tanto que estemos ante las ciencias matemáticas, naturales o sociales (Villafuerte *et al.*, 2006).

En especial, informa Villafuerte *et al.* (2006) en las ciencias sociales donde es mucho más complejo y poco probable realizar un experimento o repetir una conducta social, como si es posible realizar

un experimento en un laboratorio en el caso de las ciencias naturales. Por lo que al estar ante fenómenos que probablemente no podrán ser repetidos, la interpretación del fenómeno social, presentará una carga importante de la cultura, paradigmas o filosofía del investigador social (también de sus sentimientos positivos o de sus prejuicios).

El enfoque de investigación es deductivo e inductivo, toma aspectos probabilísticos, funcionales y genéticos (Nagel, 1981).

Nagel *et al.* (1981), plantea modelos o tipos de explicaciones científicas: i) el modelo deductivo, ii) las explicaciones probabilísticas, iii) las explicaciones funcionales o teleológicas, y iv) las explicaciones genéticas.

La estrategia de investigación se basa principalmente es la teoría fundamentada, si bien se complementa con el estudio de casos o muestras de análisis. El horizonte de tiempo es longitudinal y transversal. El método de colección de datos es de datos secundarios y muestreos. Los métodos de análisis de datos que se aplican son cuantitativos y cualitativos.

## **2.2 Antecedentes del Problema**

- a) Cohen & Baralla (2012) señalan la importancia de las empresas pequeñas y medianas (PyMEs) en las economías modernas que han sido objeto de numerosos estudios de investigación y comentarios en medios de prensa en los últimos años. En particular se ha venido destacando la fuerte incidencia que estas tienen en proveer de fuentes de trabajo que conforman una base fundamental del tejido social.

- b) En un estudio de investigación de 2001, el Ministerio de Economía y Finanzas expone la falta de acceso a recursos de corto, mediano y largo plazo para el financiamiento de la actividad productiva se expresa de dos maneras. Por un lado, son pocas las empresas que pueden acceder a fuentes de financiamiento, encontrándose la gran mayoría marginada del sistema financiero, por tener asociados niveles elevados de riesgo de crédito, desarrollándose de esta manera en un marco de autofinanciamiento, lo cual limita sus posibilidades de crecimiento. En segundo lugar, la mayor parte de aquellas empresas que sí acceden a fuentes de financiamiento lo hacen en condiciones poco favorables, quedando sujetas a obligaciones financieras que afectan el retorno de su inversión.

Dicha Investigación se efectuó mediante Consulta Ciudadana, la cual se realizó el 25 de Abril del 2001, durante el proceso de Consulta Ciudadana se recibieron 54 documentos con comentarios y sugerencias provenientes de gremios, instituciones del mercado de valores, sociedades agentes de bolsa, clasificadoras de riesgo, fondos de inversión e inversionistas en general, bancos, estudios de abogados, universidades e interesados en general.

En un estudio del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) (2001) se indica que la incursión de las PYMES al Mercado de Capitales es difícil. Debido fundamentalmente al riesgo que implica y los pocos ahorristas e inversionistas en el Perú, no están acostumbrados a este nivel de incertidumbre. Además, debido a su tamaño las pequeñas empresas quedan descartadas para una incursión directa (mediante el mecanismo de transacción de instrumentos de emisión no masiva).



- c) CONASEV, hoy SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES (SMV) (2008) explica los problemas de las MYPE: Empresas familiares, Gestión informal y poco profesional, Poca transparencia en la información, Insuficiencia de garantías, Alto costo de financiamiento y necesidad de nuevas fuentes de financiamiento y Corta vida (Dos años de vida en promedio).

Además, la SMV informa que se deben capacitar para: Interesarlas en el proceso, analizar formas alternativas de financiamiento en el sistema financiero y en el Mercado de Valores, desarrollar una cultura financiera y contable, además debe existir mayor coordinación entre los agentes y autoridades como: Convenios con universidades, Convenios Interinstitucionales y Diseño de un Plan para el desarrollo PYME y su inserción en el mercado financiero y mercado de valores.

- d) CONASEV, hoy SMV *et al.* (2001) explica que los mecanismos de garantías son un instrumento indispensable para facilitar el acceso a la financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas en mejores condiciones de costo y plazo, en tanto disminuyen los niveles de riesgo asociados a los créditos que son garantizados.

La CONASEV, hoy SMV *et al.* (2001), informa que en el mercado de valores, la constitución de mecanismos de garantías que permitan la reducción de la brecha entre el riesgo que presentaría la oferta de valores originada por las necesidades de financiamiento de la pequeña y mediana empresa, y el riesgo que los inversionistas estarían dispuestos a asumir en el mercado, haría más viable la colocación de dicha oferta de valores en el mercado.

- e) CONASEV, hoy (SMV) *et al.* (2001) expone que las Empresas incluidas dentro de las categorías de pequeña y mediana empresa

para el mercado de valores, vale decir, aquéllas que no podrían efectuar directamente la oferta pública primaria de sus valores en el mercado básicamente por problemas de: (i) escala –costos de emisión–; y (ii) altos niveles de riesgo. Se hace hincapié en el término directamente, porque una alternativa para la incorporación de estas empresas al mercado podría ser la utilización de INTERMEDIARIOS (gestores o fondos de garantía) que hagan viable la emisión de valores a costos razonables para éstas.

CONASEV, hoy SMV *et al.* (2001) informa que se debe promover acciones y medidas para que sea factible el desarrollo del mercado de valores peruano y facilitar el acceso a dicho mercado a la pequeña y mediana empresa.

- f) Las emisiones de deuda a través de los Instrumentos de Corto Plazo como alternativa de financiación. Es una alternativa que muy pocas medianas empresas ya han descubierto, pero con ello también han mostrado las complicaciones propias de este mercado poco desarrollado. Mientras tanto, aún hay una gran cantidad de empresas que la desconocen. (Pineda, 2012)

## **2.3 Bases Teóricas**

### **2.3.1 Antecedentes del problema en el Perú**

En el Perú, los inicios de la problemática se remontan a la década del setenta. En esa época en la que gobernaba el general Velasco Alvarado el concepto y la promoción de la pequeña empresa no existía. La Ley General de Industrias (18350) dada en 1970 no

menciona la palabra pequeña empresa (tampoco menciona la palabra exportaciones) pues prevalecía la idea que sólo las grandes empresas, principalmente estatales y también privadas, eran las que debían recibir apoyo y promoción, porque serían ellas las que desarrollarían al país creando riqueza y generando empleo. Era una concepción que se basa en las “economías de escala” y el modelo fondista-taylorista de organización industrial.

En realidad la promoción a la pequeña empresa (que incluye a la micro) comienza formalmente en el Perú en la década del 80, con los gobiernos democráticos de Fernando Belaúnde y Alan García. Ambos ponen el tema en la agenda, y si bien todavía no se convierte en prioridad se empiezan a trazar políticas, a orientar instituciones y destinar algunos recursos. Por el lado del Estado, en esa década se crea la División de Pequeña Empresa y Artesanía en el Banco Industrial del Perú (Banco Estatal de Fomento), y se inicia la primera Caja Municipal en Piura (1982), y por el lado del sector privado, se realizan las primeras investigaciones sobre el sector, mezcladas con el reciente fenómeno descubierto de la informalidad en las que destacan las de Hernando de Soto del ILD<sup>3</sup>, José Lanz de la UP<sup>4</sup>, Jorge Vélez de Edaproso (Equipo de Autogestión), Daniel Carbonetto y Eliana Chávez del CEDEP<sup>5</sup>, Norma Adams del IEP<sup>6</sup>, F. Villarán de la Fundación Friedrich Ebert entre otras; creando el primer programa de crédito al sector con Acción Comunitaria (1982), que sería la primera de muchas ONGs dedicadas a la promoción del sector. Durante el gobierno del APRA se crea el IDESI (Instituto de Desarrollo del Sector Informal) con fuerte apoyo de la OIT y del Estado, COFIDE empieza a financiar y asistir al sector.

---

<sup>3</sup> Instituto Libertad y Democracia.

<sup>4</sup> Universidad Panamericana de México.

<sup>5</sup> Centro de Estudios para el Desarrollo y la Participación.

<sup>6</sup> Instituto de Estudios peruanos.

En los 90s, con el gobierno de Fujimori se instala la ambigüedad: Por un lado lleva como vicepresidente de la República a Máximo San Román, dirigente máximo de la Federación Nacional de la Pequeña Industria, FENAPI, y por el otro, aplica una política económica neoliberal relativamente ortodoxa que no incluye políticas sectoriales y no reconoce ventajas en la pequeña empresa. La pequeña empresa no desaparece del discurso oficial, se mantienen los programas de los 80s, en 1994 se crea el Programa de la Pequeña y Micro Empresa, PPME en el Ministerio de Industria (MITINCI) para liderar el apoyo al sector. Casi todos los ministerios e instituciones públicas crearon sus propios programas y proyectos de apoyo al mismo; señala Villarán (1998), de manera tal que a fines de los 90s existían 22 programas estatales de apoyo a la pequeña empresa, asentados en 9 sectores diferentes sin ninguna coordinación entre sí y sin ningún liderazgo público.

Por el lado del sector privado, se crea el COPEME, Consorcio de Instituciones Privadas de Promoción a las Micro y Pequeñas Empresas, que empieza con 12 instituciones y rápidamente alcanza las 55. En este período se promulga la nueva ley de bancos que incluye a las Cajas Municipales y Rurales y crea una nueva modalidad, las EDPYMEs, Entidades de Desarrollo de la Pequeña y Micro Empresa, para facilitar la “graduación” de las ONGs financieras. También se aprueba, por parte del BID, el primer crédito MicroGlobal a COFIDE, dando lugar al “sistema de microfinanzas” en el Perú, uno de los mejores (sino el mejor) de América Latina (Villarán *et al.*, 1998).

En el gobierno de Alejandro Toledo se inicia un proceso de racionalización de la promoción estatal y privada a las pequeñas empresas: se reforma íntegramente el Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo (MTPE), enfatizando las políticas de generación y mantenimiento del empleo, dentro de las que

ocupan un lugar central las micro y pequeñas empresas. A partir del 2001, se crea el viceministerio del empleo y las MYPE, la dirección general MYPE, se traslada PROMPYME al MTPE, se diseña e implementa el Programa Perú Emprendedor, se prepara y promulga la Ley de Promoción y Formalización de la Micro y Pequeña Empresa (Ley 28015) el 03 de Julio del año 2003, dando el marco jurídico necesario, norma que incluye un Régimen Laboral Especial pero sólo aplicable a las microempresas y no a las pequeñas empresas. Sin embargo, el 28 de Junio del año 2008, se publica el Decreto Legislativo N°1086, Ley de Promoción de la Competitividad, Formalización y Desarrollo de la Micro y Pequeña Empresa y del Acceso al empleo decente, norma que contempla un Régimen Laboral Especial, el cual es de aplicación tanto al sector de la micro y pequeña empresa pero con distintos matices. Mediante Decreto Supremo N° 007-2008, del 30 de septiembre del 2008, se promulgó el Texto Único Ordenado de la Ley de Promoción de la Competitividad, Formalización y Desarrollo de la Micro y Pequeña Empresa y del Acceso al Empleo Decente, Ley MYPE, este Texto unifica las normas de la Ley 28015 y las modificaciones a ésta efectuada por el Decreto Legislativo N° 1086. Se crea el Registro Nacional de la Micro y Pequeña Empresa (REMYPE) a cargo del MTPE.

A través de la Ley N° 30056, Ley que modifica diversas leyes para facilitar la inversión, impulsar el desarrollo productivo y el crecimiento empresarial, publicada el 2 de julio de 2013, se introdujeron importantes modificaciones en el régimen laboral especial de las micro y pequeñas empresas, cambiando las características de las MYPE, clasificándolas ya no por el número de trabajadores, sino, por la cantidad de ventas anuales. Además que la administración de REMYPE es asumida por la SUNAT. (Ver Cuadro 3)

Cuadro 3 Legislación MYPE 1976-2013

LEY	POB. OBJETIVO	TRIBUTACIÓN	RÉGIMEN LABORAL	COMPETITIVIDAD
1976. Decreto Ley 21435: "Ley de la pequeña empresa del sector privado"	Pequeña empresa definida por valor bruto de ingresos al año.	Crea un impuesto único en reemplazo al Impuesto Único a las Remuneraciones Personales. Impuesto al Valor del Patrimonio Empresarial, Aportaciones al Seguro de Salud y Sistema Nacional de Pensiones	Los trabajadores participarán de un porcentaje de la renta neta de la empresa según actividad.	No especifica la Ley.
1980. Decreto Ley 23189: "Ley de la pequeña y mediana empresa"	Pequeña y mediana empresa (definidas en base al número de trabajadores e ingresos anuales).	Crea un Impuesto de Fomento a la Pequeña Empresa del 5% del ingreso mensual que reemplaza diversos impuestos (impuesto a la renta, activos, patrimonio, ventas y licencia municipal). Las medianas empresas están sujetas al régimen tributario común.	Los trabajadores participan en un porcentaje de la renta neta de la empresa (según el tipo de actividad).	Crea el Fondo de Promoción de la Pequeña Empresa – FOPE (en el Banco Industrial del Perú) destinado a otorgar créditos promocionales.
1985 Ley 24062: "Ley de la pequeña empresa industrial"	Pequeña empresa industrial: que no exceda de 1 500 sueldos mínimos.	La Pequeña empresa industrial, solo paga: seguro de salud, tributos municipales, impuesto a la renta, SENATI e IGV. Se contempla crédito fiscal por la inversión en maquinaria y equipo contra el Impuesto a la Renta.	No especifica la Ley.	Crea el Fondo de Promoción de la Pequeña Empresa Industrial (FOPEI) para el desarrollo de las pequeñas industrias.
1991 Decreto Legislativo 705 "Ley de promoción de pequeñas empresas y micro empresas"	Micro y pequeñas empresas definidas en base a número de trabajadores y el valor anual de las ventas.	Crea el Impuesto Único Simplificado en sustitución a todos los tributos y aportaciones aplicables a micro y pequeñas empresas. Solicitud simplificada de Licencia Municipal de Funcionamiento (trámite gratuito) y amnistía por faltas administrativas.	No especifica la Ley.	Asesoría legal y empresarial gratuita. Parques industriales zonales.
2000 Ley 27628 "Ley general de la pequeña y microempresa" (se deroga el DL 705)	Microempresa (máximo 10 trabajadores) y Pequeña empresa (máximo 40 trabajadores).	No especifica la Ley.	No especifica la Ley.	Servicios de constitución, organización, producción, comercialización y asistencia técnica. El Estado promueve la inversión en investigación e innovación tecnológica.
2003 Ley 28015 "Ley de promoción y formalización de la micro y pequeña empresa"	Microempresa definida en base a número de trabajadores (hasta 10) y pequeña empresa (hasta 50) y niveles de ventas (150 y 850 UIT).	No especifica la Ley.	Régimen laboral Especial por 5 años. Solo se paga seguro de salud a los trabajadores y 15 días de vacaciones.	Se crea el Consejo Nacional para el Desarrollo de la Micro y Pequeña Empresa - CODEPYME. Simplificación de trámites y régimen de ventanilla única.
2008 DL N° 1086 "Ley de Promoción de la Competitividad, Formalización y Desarrollo de la Micro y Pequeña Empresa y del Acceso al Empleo Decente" (Nueva Ley MYPE)	La Micro y Pequeña Empresa es la unidad económica constituida por una persona natural o jurídica, bajo cualquier forma de organización o gestión empresarial contemplada en la legislación vigente....	Modificaciones al RER y al RG, pero ha guardado silencio en relación al Nuevo RUS.	Régimen laboral Especial (ampliado hasta el 2013). Seguro de salud a los trabajadores, 15 días de vacaciones, Seguro Complementario de Trabajo de Riesgo (SCTR) y un seguro de vida a cargo del empleador.	Acceso al financiamiento a través de COFIDE, BN y el Banco Agrario.
2013 Ley 30056 Impulso al Desarrollo Productivo y al Crecimiento Empresarial	Microempresa: ventas anuales hasta el monto máximo de 150 UIT. Pequeña Empresa: ventas anuales hasta el monto máximo de 1 700 UIT. Mediana Empresa: ventas anuales superiores a 1 700 UIT hasta el monto máximo de 2 300 UIT.	Se incorpora el Régimen Único Simplificado (RUS)	Continúa vigente el Régimen Laboral especial de las micro y pequeñas empresas	Identificación de necesidades de capacitación laboral de la micro, pequeña y mediana empresas por el Estado a través del MTPE en coordinación con el Ministerio de la Producción y el sector privado, mediante programas de capacitación a licitarse a las instituciones de formación pública o privada.

Fuente: Datos tomados de Chacaltana (2008) y Caballero Bustamante (2013)

## **Problema de la Micro y Pequeña Empresa**

Vega *et al.* (2012) informa que, sin duda, las MYPE pueden convertirse en el gran motor de desarrollo del país. Sin embargo, mientras el mercado exige cada vez mejores estándares de calidad, suministro seguro, flexibilidad, rapidez y bajo costo, las MYPE enfrentan aún fuertes limitaciones que condicionan su competitividad. Quedan aún barreras institucionales que levantar como son los derechos de propiedad, trámites burocráticos, etc. A eso se suma el poco desarrollo en el área de transferencia tecnológica, deficiencias de infraestructura para la producción, sobrecostos logísticos; además de la baja capacidad gerencial de empresas del país para competir en el escenario global.

### **A. En su Organización**

La mayoría de MYPE, informa Vega *et al.* (2012), carecen de una estructura administrativa, de recursos humanos y tecnología decisoria apropiados para desarrollar sus funciones empresariales, en una forma continuada, y que con frecuencia no los pueden adquirir o implementarlos.

Entre los principales problemas que se pueden observar en la estructura organizacional de una MYPE, informa Vega *et al.* (2012), están:

- El personal realiza una misma función de manera repetida e innecesaria.
- Jefes sin personal a cargo o con exceso de personal.

- Definiciones imprecisas de funciones para determinado cargo.
- Asignación de funciones diversas a un mismo cargo.
- Aumento de la complejidad del cargo sin el debido aumento salarial.
- Falta de especialización en las tareas.

Todos estos problemas, informa Vega *et al.* (2012), provocan diversas trabas y descoordinaciones en el trabajo como:

- Desequilibrios en las cargas de trabajo.
- Falta de información entre el personal.
- Deterioro del ambiente de trabajo.
- Desmotivación del personal.
- Falta de control interno.
- Centralismo en la toma de decisiones.
- No cumplimiento de metas o tareas.

## **B. Falta de Capacidad Física**

La capacidad física se refiere a la estructura de planta y la capacidad productiva de las MYPE, informa Vega *et al.* (2012), para poder atender mercados ampliados,



mayores a aquellos espacios naturales en que está constituida y que representan al país productor.

La decisión de producir a mayor escala ya sea como expansión en los mercados locales o tal vez con intención de internacionalizarse conlleva necesariamente el incremento de la producción. Al salir a atender a un mayor número de consumidores se percibe que su estructura no estaba preparada para dicha demanda, estaba limitada físicamente (Vega *et al.*, 2012).

Si la unidad productora trabaja a plena capacidad, informa Vega *et al.* (2012), no tiene condiciones de atender una demanda adicional, ya sea que ella provenga del mercado doméstico y/o del mercado internacional. En estas circunstancias, si la empresa desea atender nuevos clientes tiene a corto plazo dos alternativas: subcontratar esa producción adicional con otra empresa; o, desatender a los otros clientes tradicionales en sus pedidos normales para satisfacer el incremento de la demanda.

En la primera alternativa, informa Vega *et al.* (2012), la de la subcontratación, que puede ser interna y/o internacional, existirá el problema de la viabilidad de precios, disponibilidad de capacidad y deseo de producir para un competidor. También podría subcontratarse partes o componentes y líneas especiales. Pero en cualquier circunstancia ello exigirá una estructura administrativa eficiente, ágil y además con experiencia internacional sobre todo si la subcontratación es en el exterior.

El que la empresa desatienda pedidos de clientes tradicionales, para incorporar nuevos clientes en razón de precios o por una política de diversificación, puede ser un precedente peligroso en la estrategia de conservación de la lealtad de los clientes ya que, con frecuencia, un consumidor fiel desatendido se pierde definitivamente (Vega *et al.*, 2012).

Entre los principales problemas por falta de capacidad física que afrontan las MYPE, informa Vega *et al.* (2012), tenemos los siguientes:

- Producción limitada.
- Carencia de tecnología en los procesos productivos.
- Falta de personal operativo.
- Plantas de operación demasiado pequeñas.
- Excesivos costos de operación en el departamento de producción.

### **C. Falta de capacidad económica**

Vega *et al.* (2012) informa que, la capacidad económica es la posibilidad o condiciones que tiene una empresa para poder atender con sus propios recursos monetarios los requerimientos de los mercados sea en volumen, envases, adecuación del producto o la prestación de servicios de mantenimiento o reparación para dotar de fortaleza a

productos manufacturados, como pueden ser los electrodomésticos, máquinas y motores estáticos.

Existen muchas MYPE que disponiendo de un producto físico tienen una estructura de costos que le impide cotizar a precios compatibles con los precios circulables en el mercado. Este fenómeno que se debe básicamente a un problema de eficiencia productiva y distributiva, afecta severamente la oferta de estas empresas. Generalmente las causas radican en el tipo de tecnología empleada, capacidad gerencial, tamaño de las firmas y precio de los insumos (Vega *et al.*, 2012).

#### **D. Limitado acceso al financiamiento**

El financiamiento es un factor decisivo para las MYPE, informa Vega *et al.* (2012), y es que el difícil y limitado acceso al financiamiento de estas empresas es como consecuencia de la informalidad en que se encuentran sumergidas, pues como ya sabemos más del 50% de las MYPE en el país aún se encuentran en la informalidad, este es un factor determinante que termina por condenar a estos agentes económicos.

También existen otras causales que limitan a las MYPE para poder contar con el financiamiento adecuado, informa Vega *et al.* (2012), como son:

- Las MYPE son consideradas como de muy alto riesgo.
- Poseen insuficiente documentación contable y financiera.

- Carecen de garantías.
- Escasa cultura empresarial.
- El 70% de las MYPE desaparecen en su primer año de operación.

### 2.3.2 El Sistema Financiero Peruano

Vega *et al.* (2012) señala que el sistema financiero es el conjunto de instituciones encargadas de la circulación del flujo monetario, cuya tarea principal es canalizar el dinero de los ahorristas hacia quienes desean hacer inversiones productivas. Las instituciones que cumplen con este papel se llaman “Intermediarios Financieros” o “Mercados Financieros”. (Ver Figura 1)

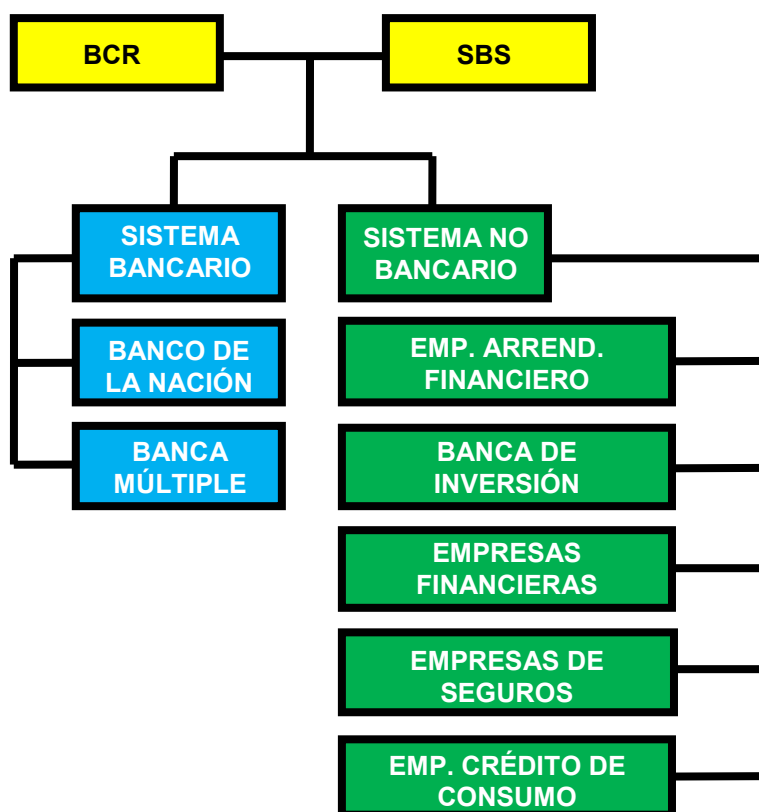


Figura 1 Sistema Financiero Peruano

Fuente. Datos tomados de Vega *et al.* (2012)

### ***Sistema Financiero Nacional e Intermediarios***

Pachas *et al.* (2010) manifiesta que el Sistema Financiero Nacional está conformado por las Instituciones Reguladoras, Supervisora e Intermediarios, cuyo rol es la canalización de los recursos de los sectores superavitarios a los sectores deficitarios, facilitando el desarrollo del proceso de Ahorro-Inversión, y a la actividad económica del país.

Los intermediarios financieros transfieren fondos a través de distintos medios estructurados que transados como productos financieros que los hacen más atractivos, proporcionan una gran variedad de servicios y de economía de escala que pueden transferirse al prestamista y al prestatario en la forma de un menor costo de operación. Un instrumento financiero está también en condiciones de adquirir fondos- ahorros para adquirir valores primarios de diferentes tipos.

Además, Pachas *et al.* (2010) informa que el Sistema, vincula a los agentes económicos de la economía doméstica y del mercado internacional a través de la intermediación, clasificado en: Sistema de Intermediación Indirecta y Sistema de Intermediación Directa.

Pachas *et al.* (2010), señala, que los mercados financieros funcionan organizadamente y normadas a través del sistema financiero, conformado por el conjunto de instituciones bancarias, financieras y demás empresas e instituciones de derecho público o privado. En nuestro país la Superintendencia de Banca y Seguro, supervisa las operaciones en el mercado de dinero que comprende la intermediación financiera indirecta (actividad habitual desarrollada por empresas e instituciones autorizada a

captar fondos del público y colocarlos en forma de créditos e inversiones) y la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) hoy SMV, supervisa las operaciones en el mercado de capitales que comprende la intermediación directa. Los principales intermediarios y reguladores:

A. Intermediarios Financieros:

- Bancos.
- Financieras.
- Compañía de Seguros.
- AFP.
- Banco de la Nación.
- COFIDE.
- Bolsa de Valores.
- Bancos de Inversiones.
- Sociedad Agentes de Bolsa

B. Entes Reguladores y de Control del Sistema Financiero

- a) Banco Central de Reserva del Perú  
Encargado de regular la moneda y el crédito del sistema financiero.

Sus funciones principales son:

- Propiciar que las tasas de interés de las operaciones del sistema financiero, sean determinadas por la libre competencia, regulando el mercado.
- La regulación de la oferta monetaria.
- La administración de las reservas internacionales (RIN).
- La emisión de billetes y monedas.

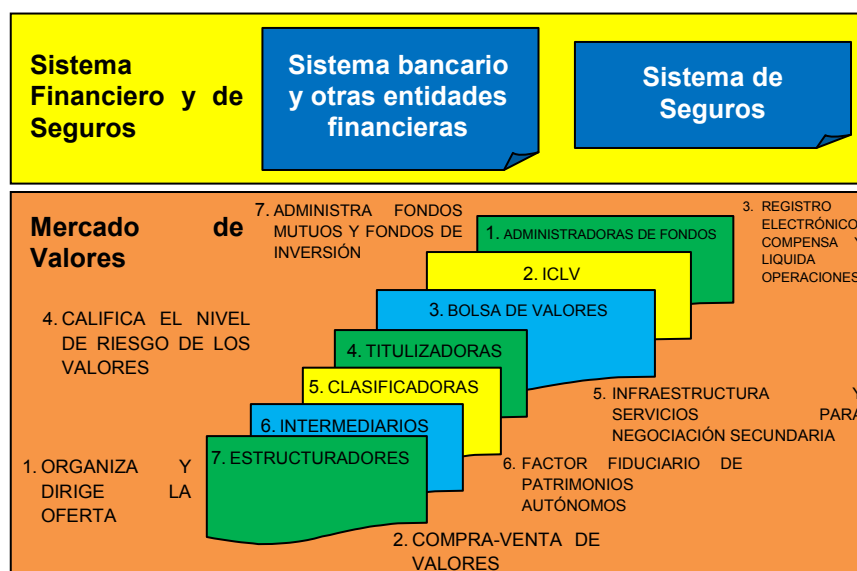
b) Superintendencia de Banca, Seguro y AFP (SBS)

Organismo de control del sistema financiero nacional, controla en representación del estado a las empresas bancarias, financieras, de seguros y a las demás personas naturales y jurídicas que operan con fondos públicos.

Superintendencia de Administración de Fondos de Pensiones (SAFP), organismo de Control del Sistema Nacional de AFP.

c) Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) hoy SMV

Institución Pública del sector Economía y Finanzas, cuya finalidad es promover el mercado de valores, velar por el adecuado manejo de las empresas y normar la contabilidad de las mismas (Ver Figura 2).



**Figura 2 Sector financiero: División institucional**

*Fuente.* Datos tomados de Pachas *et al.* (2010)

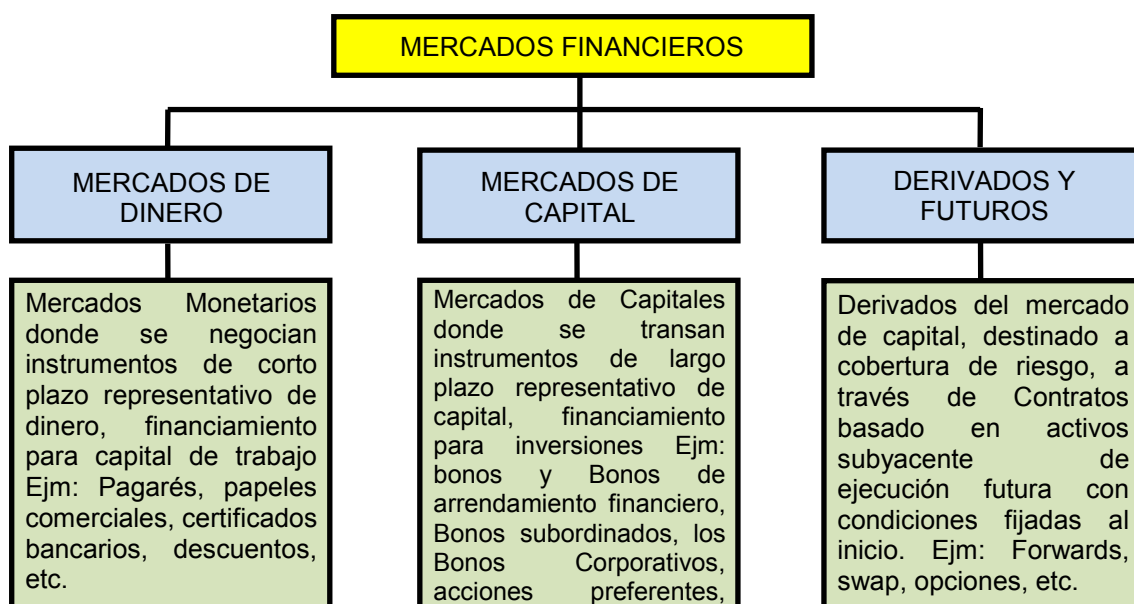
Pachas *et al.* (2010), manifiesta, que las transacciones de diversos instrumentos determinan “los activos y pasivos financieros” entre los Agentes superavitarios y Deficitarios y se desarrollan a través de los flujos de fondos mediante la intermediación en los mercados ya sea de dinero o monetario y de capitales que conforman los Mercados Financieros. El objetivo de los mercados financieros en una economía es asignar eficientemente los ahorros a los usuarios finales. Una economía podría prosperar sin mercados financieros, si aquellas unidades económicas que ahorran fueran las mismas que estuvieran involucradas en la formación de capital. En las economías modernas, las unidades económicas son responsabilizadas en mayor grado para la formación de capital-corporaciones no financieras, invierten en activos reales en una cuantía que está por encima de sus ahorros totales. Las familias por otro lado, tienen ahorros totales que están por encima de sus inversiones. De modo que las mismas se realizan por



medio de dos mercados: Mercado de dinero y de capitales, este último se viene desarrollando mediante los Derivados y Futuros.

El mercado de dinero, comprende la oferta y demanda de fondos de corto plazo, se orienta a cubrir necesidades inmediatas y de carácter temporal como gastos operativos. En este mercado intervienen activamente, los Bancos Comerciales y las Instituciones Financieras.

Los Mercados de capitales, comprende las transacciones de instrumentos de mediano y largo plazo, de allí su denominación de “instrumentos representativos de capital y de deuda” destinado a las inversiones, como infraestructura, reposición maquinarias, equipos o bienes de capital, o proyectos de inversión, que implica un periodo de maduración para el retorno del capital o recursos invertidos (Ver Figura 3).

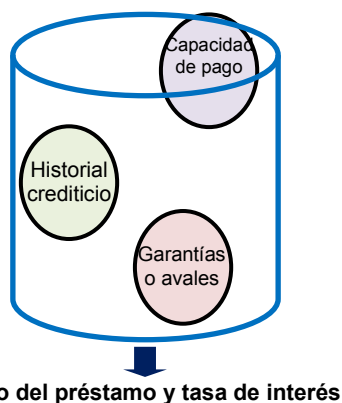


**Figura 3 Mercados financieros**

*Fuente.* Datos tomados de Pachas *et al.* (2010)

## Mercado de dinero y el crédito

El mercado de dinero, explica Pachas *et al.* (2010), se desarrolla a través de un mismo agente o “el intermediario”, que es el que se encarga de captar y a su vez de colocar los fondos, de allí que viene la característica en su negociación de intermediación indirecta. Una de las operaciones de mayor importancia económica es la colocación, que se conoce como el **crédito**, que es un préstamo concedido a un cliente a cambio de una promesa de pago del préstamo incluido el interés pactada en una fecha futura indicada en un contrato. Dicha cantidad debe ser devuelta con un monto adicional (intereses), que depende de lo que ambas partes hayan acordado. El monto del préstamo y los intereses que las empresas deben pagar dependerán de factores diversos, como su capacidad de pago en la fecha pactada, su historial crediticio es decir si anteriormente han sido buenos pagadores, y de las garantías o avales con los que cuente, por citar algunos puntos que analizan las instituciones bancarias y financieras antes de efectuar un desembolso (Andrade, 2006). Así los elementos de un crédito que constituyen las colocaciones de la intermediación indirecta se pueden apreciar en la Figura 4.



**Figura 4** Elementos del crédito

*Fuente.* Datos tomados de Pachas *et al.* (2010)

La palabra “crédito” proviene de la voz latina *creditum* (confianza), y como se puede deducir, se basa fundamentalmente en la confianza que se deposita en una persona a la que se llama deudor.

La confianza no tiene por qué ser absoluta, indica Proinversión (2008), pero debe existir en cierto grado y complementarse con las garantías tomadas para asegurar la recuperación del préstamo. Las operaciones de préstamos o colocaciones las realizan las diferentes instituciones intermediarias del sistema financiero denominado bancario y no bancario como los bancos, financieras y microfinancieras como las cajas municipales, cajas rurales, empresas de desarrollo de la pequeña y microempresa (EDPYME), cooperativas de ahorro y crédito y hasta en ONG's.

Los Bancos, explica Pachas *et al.* (2010), tienen un negocio principal que consiste en recibir dinero del público en depósito o bajo cualquier otra modalidad contractual, y en utilizar ese dinero, su propio capital y el que obtenga de otras fuentes de financiación en conceder créditos en las diversas modalidades, o a aplicarlos a operaciones sujetas a riesgos de mercado.

#### **2.3.2.1 Sistema de Intermediación Indirecta**

A través de los intermediarios financieros, señala Pachas *et al.* (2010), se transfieren fondos o recursos financieros en una forma tal que se hacen más atractivos la negociación entre los ofertantes y demandantes, así mismo proporcionan una gran variedad de servicios o productos, con característica de economía de

escala pudiéndose transferirse a menor costo las operaciones. Las transferencias de recursos se desarrolla a través de los denominados instrumentos financieros que dependiendo de la condición del ofertante o demandante pueden constituir una Obligación o un Activo.

Podemos dividirlo en dos Sub- sistemas:

- Subsistema Bancario: Banco de la Nación y Bancos Múltiples – Comerciales.
- Subsistema No Bancario: COFIDE, Financieras, Almaceneras, Compañías de Seguros, Empresas de Arrendamiento Financiero, Micro financieras, AFPs.

Acerca de las Compañías Aseguradoras, informa Pachas *et al.* (2010), son intermediarios cuya función primaria consiste en permitir a familias y empresas cubrir riesgos mediante la compra de contratos llamados pólizas de coberturas por una compensación monetaria si ocurren eventos específicamente estipulados. Las Empresas de Arrendamiento Financiero, son especializadas en ofertar un sistema de financiamiento mediante alquiler de bienes de capital con opción de compra. La empresa que necesita un determinado bien trata con el proveedor una vez decide su adquisición acude a una sociedad o empresa de *leasing*, esta, compra el bien al proveedor y se la arrienda a la empresa pactando una opción de compra, cuyo arriendo es irrevocable a continuar

arrendando el equipo hasta el fin del periodo convenido.

Las Micro financieras, informa Pachas *et al.* (2010), son intermediarios dedicados a ofertar financiamiento a la microempresas, las cuales son:

- Cajas Rurales,
- Cajas municipales y
- Edpymes

### **Instituciones que brindan servicios financieros**

Las micro y pequeñas empresas, señala Pachas *et al.* (2010), presentan mayores dificultades de acceso al financiamiento tradicional (bancario) entre otras razones porque la mayoría de ellas son informales, el no registro de las operaciones de venta y el no cumplimiento de las obligaciones tributarias (características propias de la informalidad) les imposibilita acreditar su capacidad de pago ante una institución financiera y, por lo tanto, acceder a un crédito; consideran complicado el proceso de obtención de un crédito u otros productos financieros, y además porque desde el punto de vista del acreedor son instituciones menos rentables (manejan cantidades de préstamo y ahorro reducidas en comparación con grandes empresas y clientes) y más riesgoso (informales, mayor probabilidad de no honrar las deudas, etc).

Los servicios financieros que se brindan a las MYPE pueden ser de distintos tipos: créditos, depósitos, garantías y fondos de capital de riesgo.

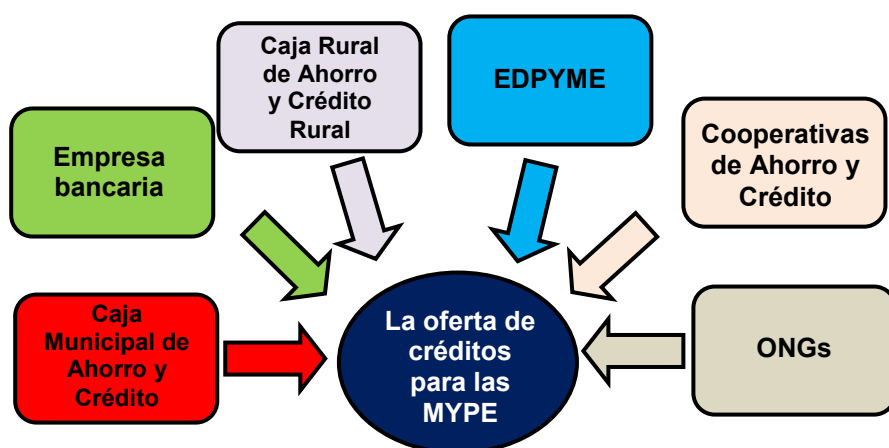
En cuanto a las instituciones que brindan servicios financieros a las micro y pequeñas empresas, éstas se pueden agrupar en dos tipos: Las que lo hacen directamente o aquellas que funcionan como entidades de segundo piso, es decir, brindan los servicios a través de terceros.

Entre las primeras, en el Perú destacan la Banca Múltiple, las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (CMAC), las Cajas Rurales de Ahorro y Crédito (CRAC), las Empresas de Desarrollo de la Pequeña y Micro Empresa (EDPYME), la Cooperativa de Ahorro y Crédito (COOPAC), añade Pachas *et al.* (2010), es una empresa de propiedad conjunta, autónoma frente al Estado y democráticamente administradas. Se constituye en forma libre y voluntaria, por medio de la asociación de personas, con la finalidad de atender las necesidades financieras, sociales y culturales de sus miembros Además, Pachas *et al.* (2010) indica que la Organización no gubernamental (ONG), que brindan servicios financieros y que se han especializado en brindar apoyo a los empresarios de las MYPE de zonas urbanas y rurales, y algunas otras instituciones.

Por otro lado, las instituciones de segundo piso son básicamente entidades públicas que brindan sus servicios financieros precisamente a través de

algunas de las instituciones que se acaban de mencionar.

Los servicios financieros brindados a las MYPE provienen del sector formal y del sector no regulado. Dentro del sector formal se encuentran aquellas instituciones que están reguladas por la Superintendencia de Banca y Seguros – SBS (tales como los Bancos, las Financieras, las CMAC, las CRAC, y las EDPYMES). Y dentro del sector no regulado, se pueden encontrar diversas fuentes de crédito: algunas ONG que tienen programas de microcrédito, prestamistas individuales, asociaciones de ahorro y crédito (mecanismos grupales como juntas, panderos), proveedores, empresas prestamistas (Ver Figura 5).



*Figura 5 Instituciones que ofertan préstamos*

*Fuente. Datos tomados de Pachas et al. (2010)*

- a) Banca Múltiple: Los Bancos están dirigidos a resolver las necesidades de financiamiento de empresas y personas.

“Es aquella cuyo negocio principal consiste en recibir dinero del público en depósito o bajo cualquier otra modalidad contractual, y en utilizar ese dinero, su propio capital y el que obtenga de otras fuentes de financiación en conceder créditos en las diversas modalidades, o a aplicarlos a operaciones sujetas a riesgos de mercado” (Vega *et al.*, 2012, p. 118).

Muchos de los Bancos, algunos han desarrollado líneas o servicio de crédito a las micro y pequeñas empresas, como por ejemplo el Banco de Crédito a través de la Financiera Solución.

La Banca Múltiple está conformada por 8 empresas en nuestro país.

Asimismo, 10 Empresas Financieras brindan servicios de fondeo para las MYPE.

- b) Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (CMAC): Fueron creadas en 1980 (a través del D.L. 23039) con el objetivo de atender a los segmentos que no tenían acceso al crédito formal.

Caja municipal de ahorro y crédito, es aquella que capta recursos del público y



cuya especialidad consiste en realizar operaciones de financiamiento, preferentemente a las pequeñas y microempresas.

Las Cajas Municipales, señala, Vegas *et al.* (2012) son instituciones e intermediación financiera, reguladas por el Banco Central de Reserva, supervisadas por la Superintendencia de Banca y Seguros y pertenecientes a los gobiernos locales de las ciudades donde operan.

Además:

- Es una institución del sistema financiero.
- Orientadas al financiamiento y prestación de servicios de los segmentos de la población que no han podido acceder a la banca tradicional.
- Combaten la usura.
- Profundizan y descentralizan el sistema financiero en las provincias donde operan.

Actualmente, existen 12 CMAC a nivel nacional.

### **Caja Municipal de Crédito Popular**

“Se especializa en otorgar crédito pignoraticio al público en general, pero también efectúa operaciones y pasivas con los respectivos concejos provinciales y distritales y con las empresas municipales dependientes de los primeros. Además, brinda servicios bancarios a dichos concejos y empresas” (Vega *et al.*, 2012, p. 97).

- c) Cajas Rurales de Ahorro y Crédito (CRAC): Fueron creadas en 1992 (a través de la Ley 25612) con la finalidad de constituirse en Bancos de carácter local y regional para pequeños agricultores, ganaderos, comerciantes, artesanos y otros agentes económicos.

Capta recursos del público, informa Vega *et al.* (2012) y su especialidad consiste en otorgar financiamiento preferentemente a la mediana, pequeña y microempresa del ámbito rural. Para financiamiento, solicitan entre otros documentos, licencia municipal, título de propiedad y estados financieros.

Al igual que las CMAC, son consideradas instituciones micro financieras y actualmente existen 8 CRAC a nivel nacional.

- d) Empresas de Desarrollo de la Pequeña y Micro Empresa (EDPYMES): Vega *et al.* (2012), informa que su especialidad consiste

en otorgar financiamiento preferentemente a los empresarios de la pequeña y microempresa. Usualmente solicitan el autovalúo de propiedades.

Las EDPYMES también se consideran instituciones micro financieras y actualmente existen 7 a nivel nacional.

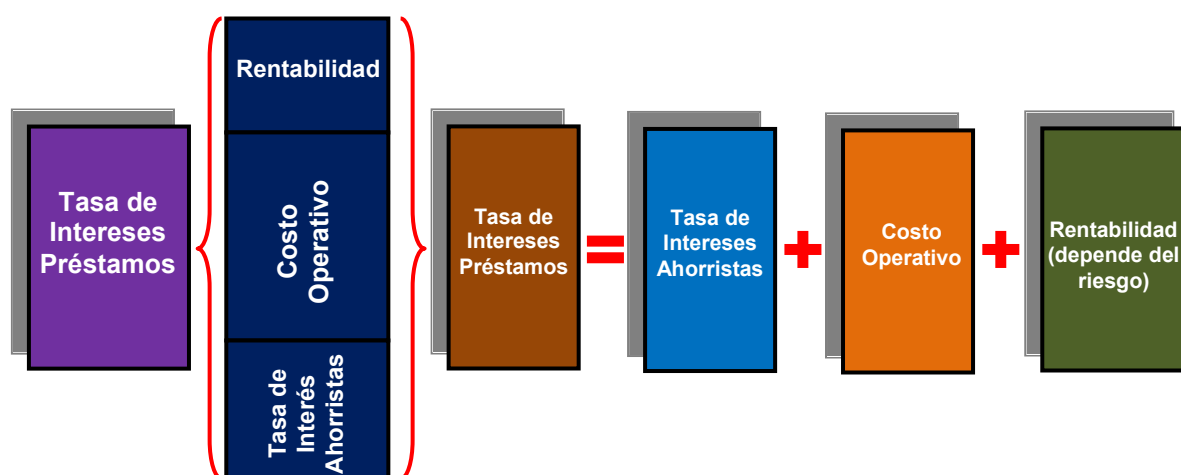
Respecto a las MYPE, Pachas *et al.* (2010) informa que los préstamos son los más caros, hay dos razones que sustentan las altas tasas de interés que el sistema financiero cobra:

- Los costos operativos de evaluar y administrar una cartera de este tipo de clientes son altos debido a menores montos y por tanto mayor número de solicitantes y de otro lado la tasa de interés por los depósitos de ahorros que esa Financiera debe pagar a los que quieran depositar su dinero en estas Instituciones Financieras, denominada microfinanciera, es alta, suponga que usted como depositante tiene dos opciones: depositar su dinero en la institución A, cuyos préstamos son otorgados a empresas medianas y grandes y la otra, es ponerlo en la institución B, que se dedica mayormente a prestar dinero a micro y pequeñas empresas. ¿Cuál de estas dos instituciones cree que le ofrecerá una mayor tasa de interés para su depósito? O, visto de otro modo, ¿A cuál de las dos usted exigiría

mayor tasa de interés? La respuesta es a la institución B.

- Los créditos otorgados al segmento MYPE son considerados de mayor riesgo por las instituciones financieras, pero a su vez, estas operaciones son las más rentables.

Por tanto, informa Pachas *et al.* (2010), si las MYPE desean obtener una menor tasa tendría que disminuir el riesgo que representa para la entidad financiera y esto se logra con una información contable financiera confiable y ordenada, con ser una empresa formal, con un buen historial crediticio de pagos puntuales y con una buena gestión de la empresa (Ver Figura 6).



**Figura 6 Componentes de la tasa de interés**

Fuente. Datos tomados de Pachas *et al.* (2010)

Generalmente, indica Avelino *et al.* (2010) la tasa de interés no equivale al costo del crédito. En el Perú, el costo del crédito, según sea el tipo de crédito, comprende la tasa de interés reportada al usuario del crédito y uno o más de los conceptos siguientes: Portes, seguro desgravamen, comisión de desembolso, comisión de verificación, estudio de títulos, tasación, gastos notariales, gastos registrales, etc.

### **Asimetría de la información**

La asimetría de información por el lado del prestatario, señala Avelino *et al.* (2010), se refiere a su desventaja frente al prestamista (la entidad financiera) sobre las condiciones crediticias (tasas de interés, comisiones, penalidades por incumplimiento, monedas, impacto del cambio en la tasa de interés de mercado, etc.), conduciéndolo a la toma de decisiones de endeudamiento ineficientes.

La asimetría de información por el lado del prestamista surge del conocimiento parcial que tiene sobre el potencial deudor y sobre el destino final del crédito, el cual limita la efectividad del prestamista para determinar la verdadera capacidad y voluntad de pago del prestatario. Ello motiva a los prestamistas, ante un incremento de las tasas de interés de mercado, a responder racionando sus créditos (Avelino *et al.*, 2010).

Avelino *et al.* (2010), informa que la tecnología de micro-finanzas busca enfrentar las asimetrías de información (selección adversa y riesgo) principalmente a través de la generación de información (in situ) sobre sus potenciales prestatarios (micro y pequeñas empresas así como personas de bajos ingresos), quienes usualmente carecen de historial crediticio.

El levantamiento de información, informa Avelino *et al.* (2010), es realizado por los oficiales de crédito, a través de visitas al negocio, circunstancias en las cuales estiman el flujo de fondos disponible, la solvencia del negocio, la calidad de gestión así como algunos elementos subjetivos vinculados al prestatario (valores morales, referencias, reputación, etc.).

### **Factores microeconómicos determinantes del costo del crédito en el Perú**

Avelino *et al.* (2010) señala que los estudios del BCRP señalan como factores microeconómicos determinantes de las tasas de interés los siguientes: el costo de fondos, los costos operativos, el riesgo de crédito, las características de la demanda y la ganancia esperada (Ver Cuadros 4 y 5).

**Cuadro 4 Segmentos y costo del crédito en Nuevos Soles: Junio de 2004**

<b>SEGMENTO</b>	<b>TASA DE INTERÉS</b>	<b>COSTO FONDOS</b>	<b>RIESGO DE CRÉDITO</b>	<b>COSTOS OPERATIVOS</b>	<b>UTILIDAD</b>
Corporativo	5,3	2,0	0,8	0,9	1,6
Mediana empresa	11,8	2,0	3,3	2,7	3,8
Pequeña empresa	28,1	1,9	9,9	9,9	6,4
Consumo alto-medio	33,7	2,2	5,0	15,1	11,4
Micro-finanzas	49,8	5,9	6,8	20,3	16,8
. Micro-empresa	51,2	5,0	6,6	19,3	20,3
. Consumo bajo	46,3	8,4	7,2	22,8	7,9
Hipotecario	13,9	4,9	1,4	2,0	5,6

*Fuente.* Datos tomados de Avelino *et al.* (2010)

**Cuadro 5 Segmentos y costo del crédito en dólares USA: Junio de 2004**

<b>SEGMENTO</b>	<b>TASA DE INTERÉS</b>	<b>COSTO FONDOS</b>	<b>RIESGO DE CRÉDITO</b>	<b>COSTOS OPERATIVOS</b>	<b>UTILIDAD</b>
Corporativo	4,5	1,2	0,9	1,0	1,4
Mediana empresa	7,8	1,2	3,5	2,4	0,7
Pequeña empresa	14,1	1,3	9,9	10,4	-7,5
Consumo alto-medio	17,3	1,2	4,4	10,7	1,0
Micro-finanzas	26,9	4,2	5,8	19,5	-2,6
. Micro-empresa	27,0	4,1	5,7	19,2	-2,0
. Consumo bajo	24,8	4,9	6,1	22,0	-8,2
Hipotecario	10,7	1,2	2,2	0,9	6,4

*Fuente.* Datos tomados de Avelino *et al.* (2010)

La tasa de interés, en cada cuadro, se determina por la suma de los costos de fondos, costos operativos, riesgo de crédito y utilidad (ganancia esperada), En el cuadro 5 el costo del crédito en dólares, para los segmentos: Pequeña empresa, microempresa y consumo de bajos ingresos, se observa una utilidad (porcentual) negativa de las empresas crediticias. Es decir, el crédito en dólares a estos segmentos estaría siendo subvencionado por las empresas crediticias con parte de las utilidades obtenidas en otros segmentos.

En cada segmento, a su vez, informa Avelino *et al.* (2010) existe una gran dispersión de tasas, debido esencialmente a las características específicas de cada operación (destino del préstamo, riesgo del proyecto y del deudor, garantías, plazos, montos, etc.). Los valores mostrados se aplican únicamente para deudores conocidos del sistema bancario, aquellos que ya cuentan con historia crediticia. Los nuevos prestatarios –aquellos sin historia crediticia- se enfrentarán probablemente tasas de interés mayores, ya que para dichos prestatarios, los factores “riesgo de crédito” y “costos operativos” tienden a ser superiores debido al desconocimiento del cliente y a los gastos incurridos en la evaluación del riesgo de crédito.

### **Riesgo de crédito**

“También conocido como riesgo de incumplimiento, consiste en la probabilidad que un



préstamo no sea reembolsado, tal como se prometió. Mientras mayor sea el riesgo, más alta será la tasa de interés. El riesgo de crédito, se expresa como una prima de riesgo” (Avelino *et al.*, 2010, p. 28).

Avelino *et al.* (2010) indica que existen elementos adicionales que explican las diferencia de los costos unitarios. La diferencia sustancial entre los costos fijos unitarios de operaciones crediticias en el sector corporativo y los del segmento de microempresa, es fácil constatar porque existen varios elementos adicionales que refuerzan esta estructura diferenciada, los que superponen al efecto escala. Ellos son los: Costos de captación de clientes, costos de evaluación y selección de clientes, costos de seguimiento del crédito y costos de recuperación del crédito.

Igualmente hay que señalar las comisiones, particularmente en los préstamos de consumo y para microempresa donde más afectan, ya que ante montos prestados relativamente reducidos, las comisiones llegan a representar una proporción importante del costo del crédito. Sin embargo, es necesario precisar que el cobro de comisiones por créditos no es una política generalizada en todas las entidades financieras. Muchas de ellas cobran únicamente intereses (Avelino *et al.*, 2010).

En el cuadro 6, se muestra un resumen de las tasas de interés y costos efectivos calculados sobre la base de la información publicada por la

SBS y del trabajo de campo. Los costos efectivos equivalen a la tasa interna de retorno (TIR) implícita en el flujo de pagos del préstamo, que considera las cuotas a pagar y el monto efectivamente recibido por el prestatario (Avelino *et al.*, 2010).

Los valores del cuadro 6, informa Avelino *et al.* (2010), destacan la discrepancia entre el costo efectivo y la tasa de interés para los créditos otorgados por el Banco del Trabajo, entidad cuyos cobros de comisiones y seguros (no informada a sus potenciales prestatarios) incrementan sustancialmente su tasa de interés reportada.

**Cuadro 6 Tasa de interés reportadas y costo efectivo del crédito. Junio 2005**

MUESTRA	TIPO DE CRÉDITO 1/	MONTO	TASA DE INTERÉS REPORTADA	COSTO EFECTIVO DEL CRÉDITO (TIR)
BCP	MYPE	S/. 7 000	50,0%	53,1%
BCP	Consumo	S/. 7 000	37,0%	40,6%
Mibanco	MYPE	S/. 7 000	55,0%	55,7%
B. Trabajo	MYPE	S/. 7 000	42,6%	91,5%
B. Trabajo	Consumo	S/. 7 000	51,1%	171,4%
BBVA	Hipotecario	US \$ 40 000	12,8%	18,0%
Bansud	Hipotecario	US \$ 40 000	10,5%	12,1%

*Fuente.* Datos tomados de Avelino *et al.* (2010)

Avelino *et al.* (2010) manifiesta que los prestatarios del segmento de microempresa, debido a sus vínculos comerciales incipientes o

inexistentes con las entidades bancarias, que no ayuda al conocimiento de su perfil de riesgo, y reducidas escales en sus operaciones, abonan las tasas de interés más altas.

### **Instituciones financieras de segundo piso**

Se puede definir el objetivo general de estas instituciones “de segundo piso” como mejorar las posibilidades de acceso al crédito a las MYPE que enfrentan dificultades de financiamiento. Concretamente, se presentan cuatro casos:

- a) Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE): Es una empresa de economía mixta que tiene autonomía administrativa, económica y financiera y cuyo capital pertenece en casi un 98,5% al Estado Peruano. COFIDE forma parte del sistema financiero nacional y desempeña funciones de un banco de desarrollo de segundo piso, canalizando los recursos que administra únicamente a través de instituciones supervisadas por la SBS (Villarán, Palacios, Bullón & Sanz, 2005).

COFIDE, informa Villarán *et al.* (2005), cuenta con programas y líneas de crédito a las micro y pequeñas empresas, que permiten financiar todas las etapas del proceso de inversión, desde los estudios de factibilidad e identificación de mercados, los diferentes procesos de producción y servicios de la empresa, así como la

modernización de planta y operaciones de comercio exterior.

Todas las líneas y programas de crédito que administra COFIDE son canalizadas hacia los beneficiarios a través de una Institución Financiera Intermediaria (IFI): Bancos, Financieras, CRAC, CMAC, EDPYMES, cooperativas, a la Institución Financiera Intermediaria Especializada en la microfinanza, COFIDE la denomina IFIE. La IFI tiene la responsabilidad de la recepción, calificación, aprobación, desembolso y recuperación de los créditos que aprueben con cargo a los recursos que administra COFIDE, por lo que los interesados en obtener financiamiento, deben acudir a solicitarlo a la institución financiera de su preferencia (Villarán *et al.*, 2005).

- b) Consorcio de Organizaciones Privadas de Promoción al Desarrollo de la Micro y Pequeña Empresa (COPEME): Esta asociación civil creada en 1990 busca promover y ejecutar programas, proyectos y actividades orientadas a desarrollar el sector de la micro y pequeña empresa a nivel local, regional y nacional. Actualmente, COPEME agrupa a más de 50 instituciones (la mayoría ONGs) que trabajan en distintas líneas de especialización como capacitación, asistencia técnica, financiamiento, comercialización (Villarán *et al.*, 2005).

Precisamente COPEME, informa Villarán *et al.* (2005), desarrolla un programa de fortalecimiento institucional llamado “Iniciativa microfinanzas”, cuyo propósito es incrementar la oferta sostenible de servicios de créditos y ahorros para microempresarios y sectores de bajos ingresos en el Perú.

- c) *Development Credit Authority (DCA)*: Por lo general, los Bancos no otorgan créditos para inversiones en tecnología más limpias de producción, son tecnologías que apuntan a un uso más eficiente de recursos (agua, energía) y/o a reducir la contaminación generada (desechos sólidos, emisiones al aire), puesto que las consideran más riesgosas. Cuando sí lo hacen, producto de esta percepción de riesgo, las condiciones del crédito son muy “duras” para quien está interesado en invertir: altas tasas de interés, alto requisito de colateral, corto plazo de repago. En este contexto, un Fondo de Garantía generaría diferentes incentivos a los Bancos para que brinden créditos para financiar este tipo de inversiones: (a) es una alternativa sostenible porque se ubica en el mercado de capital local, (b) limitan el riesgo de invertir en áreas no muy conocidas, (c) les brinda mayor liquidez, y (d) a mediano plazo, se espera que los Bancos reconozcan la rentabilidad de estas inversiones en tecnología (Villarán *et al.*, 2005).

DCA es un ejemplo de una institución que ofrece estos servicios de fondos de garantía. (Villarán *et al.*, 2005).

En el caso peruano, informa Villarán *et al.* (2005), el gobierno de EEUU proporciona garantía del 50% del principal del préstamo a través del Banco, los préstamos son hasta por US\$ 0,4 millones y con condiciones favorables debido a la reducción del riesgo. Quienes pueden acceder a este préstamo son principalmente medianas empresas privadas del sector industrial, comercial o servicios que quieran invertir en este tipo de tecnología de producción limpia.

- d) Fondo de Garantía para Préstamos a la Pequeña Industria (FOGAPI): Si bien es cierto las garantías personales o hipotecarias no son indispensables para acceder al crédito cuando se trata de montos pequeños, la obtención de una garantía reporta al micro y pequeño empresario varias ventajas, entre las cuales se destacan: (a) posibilidad de acceder a montos de créditos mayores, (b) posibilidad de acceder a menores tasas de interés, con lo cual se abarata el crédito que reciben, y (c) posibilidad de participar en nuevas oportunidades de negocios, a través de licitaciones para la provisión de bienes y servicios, que como parte de los requisitos del concurso exigen garantías a los postores (Villarán *et al.*, 2005).

FOGAPI, informa Villarán *et al.* (2005), es un Fondo de Garantía con personalidad jurídica que opera como fundación y como tal, es una entidad privada por su propia naturaleza jurídica y sin fines de lucro, que forma parte integrante del sistema financiero. Fue creada en 1979 y a partir de 1997 se encuentra dentro del ámbito de la SBS.

FOGAPI es una entidad facilitadora de garantías para el acceso al crédito de la micro y pequeña empresa, y en tal sentido su objetivo es apoyar, promover y asesorar el desarrollo de las pequeñas y micro empresas de cualquier sector económico mediante operaciones de afianzamiento que les permita acceder al crédito de las instituciones financieras y de proveedores, así como también participar en las licitaciones, concursos públicos o privados y lograr adelantos de retribuciones en condiciones adecuadas oportunidad y costos (Villarán *et al.*, 2005).

### **2.3.2.2 Sistema de Intermediación directa**

El sistema financiero directo, informa Pachas *et al.* (2010) es impulsado por el mercado de valores, y permite la canalización de los recursos de los agentes superavitarios hacia los agentes deficitarios, a través de la emisión de valores lo que permite el desarrollo del proceso Ahorro-Inversión.

Entre los roles del mercado de valores, informa Pachas *et al.* (2010), resaltan:

- Es una fuente de financiamiento de largo plazo.
- Permite la asignación y canalización de los recursos de ahorro a la inversión.
- Disminuye el costo de intermediación financiera.
- Es una fuente de innovación financiera.
- Permite al agente deficitario acceder a grandes sumas de dinero.
- Permite al inversionista elegir la combinación de rentabilidad esperada y grado de riesgo que desea asumir.

Arrarte *et al.* (2011) informa que a diferencia del sistema financiero en el que se vende dinero, en el mercado de valores el objeto de negociación son los valores mobiliarios (acciones, bonos, instrumentos de corto plazo, etc.)

El mercado de valores, informa Arrarte *et al.* (2011), está subdividido por el mercado primario y el mercado secundario.



## Base Legal

Entre las principales disposiciones legales, informa Pachas *et al.* (2010), se puede citar:

- Ley del Mercado de Valores- Decreto Legislativo 861, publicado el 22 de octubre de 1996.
- Ley N° 27287.- Ley de Títulos Valores.
- Ley General del Sistema Financiero y del Sistema - Ley N° 26702.
- Normas generales del mercado de valores (LEY 29038-2007, LEY 29349-2009, - DL 26126-1992).
- Normas de transparencia (RC 909-1991-EF/94.10.0, RC 11-2005-EF/94.10, RG 59-2006).
- Normas del mercado primario (DS 20-2001, RC 27-2007-EF/94.10, RC 79-2008-EF/94.01.1,).
- Normas del Mercado secundario (RC 79-1983-EF/94.10, RC 27-1995-EF/94.10.0, - RC 5-2009-EF/94.01.1).
- Normas de la Bolsa de valores (RC 21-1984-EF/94.10, - RC 348-1997-EF/94.10 RC 31-2009-EF/94.01.1).

- Normas de los Intermediarios (LEY 1-1902, DS 128-2000, RC 4-2007-EF/94.10).
- Normas de la Caja de Valores y Liquidaciones (RC 31-1999-EF/94.10, RC 66-2008-EF/94.01.1, RC 62-2007-EF/94.01.1).
- Normas de los Fondos mutuos (DS 76-2000, RC 628-1997-EF/94.10, - RGG 93-2003-EF/94.11)

### **Renta fija y renta variable**

A diferencia del sistema bancario, el mercado de valores ofrece a las empresas dos grandes mercados para captar recursos: El mercado de deuda (renta fija) y el mercado de acciones (renta variable). Este último, permite a las empresas captar recursos a cambio de acciones representativas de su capital social.

Caballero (2010) informa que el mercado de deuda permite a las empresas a través de la emisión de bonos e instrumentos de corto plazo captar recursos de diversos inversores a cambio de realizar pagos periódicos de intereses y a devolver el importe total de la deuda al cumplirse el plazo de vencimiento de la misma.

### **Mercado de valores primario**

“Es el mercado de primeras emisiones de valores de renta fija y de renta variable. Aquí se realiza la

primera colocación de los valores emitidos, ya sea por empresas privadas o públicas, con la finalidad de obtener recursos frescos para la constitución del capital, ampliación del mismo o la realización de nuevas inversiones” (Pachas *et al.*, 2010, p. 116).

En el mercado primario, informa Arrarte *et al.* (2011), que las empresas emiten valores por primera vez, con la finalidad de ofrecerlo a los inversionistas y captar recursos.

### **Mercado de valores secundario**

“Es el mercado en el cual se realizan transferencias de los valores ya emitidos y colocados en el Mercado primario, cuya característica es la de proveer de liquidez a los poseedores o tenedores de valores como acciones, bonos, etc. Conocido como mercado Bursátil” (Pachas *et al.*, 2010, p. 116).

- a) Mercado Bursátil: “Se realizan las operaciones de compra y venta de los valores ya emitidos en el mercado primario y que bajo las normas de un mercado libre, las cotizaciones de los valores se fijan de acuerdo a la oferta y la demanda en un marco de transparencia de la información, disponible para todos los intervinientes. La entidad que acoge y centraliza las operaciones bursátiles en el sistema Financiero Nacional es la Bolsa de Valores de Lima a través de su mecanismo

denominado Rueda de Bolsa” (Pachas *et al.*, 2010, p. 116).

- b) Mercado Extrabursátil: “Es donde se realizan las operaciones de compra venta de valores fuera del ámbito de las normas y reglas que rigen el mercado bursátil” (Pachas *et al.*, 2010, p. 116).

Con la finalidad que sus accionistas tengan la posibilidad de venderlas cuando requieran liquidez.

Según la Comisión Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), hoy Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), informa Arrarte *et al.* (2011), de las 215 empresas que hoy listan sus acciones en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), menos del 30% se ha financiado en la bolsa. Pues las han inscrito para tener la oportunidad de venderlas cuando necesiten disponibilidad. A pesar de ello, las acciones que han negociado al menos el monto mínimo permitido por la CONASEV (hoy SMV), han obtenido una rentabilidad máxima en los últimos 10 años del 5,106% y en los últimos 5 años, de 2,125%.

¿Entonces cuál es la ventaja? Estas empresas que están en vitrina tienen la mayor facilidad para captar recursos a través del mercado de valores, incurriendo en menores costos que prestar al banco. Sin embargo, por desconocimiento del mercado, por temor a lo nuevo, no captan recursos a través del mercado de valores. Hoy,

informa Arrarte *et al.* (2011), menos del 1% de las empresas grandes y medianas se financian en el mercado de valores, a través de la Bolsa, porque la mayoría no quiere hacer pública su información o porque están mal gestionadas. Se trata de empresas familiares que no saben separar la parte familiar de la figura jurídica, es decir, la práctica del principio generalmente aceptado de contabilidad denominado “Ente”, que dice: “que las actividades de los accionistas son independientes de las actividades de la empresa” (Arrarte *et al.*, 2011).

El empresario peruano prefiere el financiamiento vía valores de renta fija, tipo bonos corporativos porque teme cambiar la composición de su Junta de Accionistas. El bono aumenta su endeudamiento y no cambia la estructura de su Junta General de Accionistas, mientras que la emisión de acciones, incrementa su capital propio y amplía la composición de la Junta General de Accionistas (Arrarte *et al.*, 2011).

“Estrategia que debe cambiar paulatinamente si el empresario medio aspira a globalizar su empresa y proyectarse al mundo entero vía exportación de sus productos” (Arrarte *et al.*, 2011, p. 128).

### **El buen gobierno corporativo**

El buen gobierno corporativo constituye un elemento esencial en la búsqueda de eficiencia económica para nuestro mercado de valores, en la medida que envuelve al conjunto de relaciones que se generan entre la administración o gerencia

de la empresa, el directorio, los accionistas y otros grupos de interés (acreedores bonistas, por ejemplo). Las prácticas de buen gobierno corporativo persiguen que el directorio y la gerencia de la empresa actúen siempre en beneficio de los intereses de la empresa y sus accionistas, facilitando además el monitoreo efectivo por parte de estos últimos, incentivando de esta manera que las empresas usen sus recursos de manera eficiente (MEF, 2001).

### **Instituciones que participan en el mercado de valores**

Estas son las siguientes:

- a) Superintendencia del Mercado de Valores (SMV): Es el organismo del estado encargado del ordenamiento, reglamentación y vigilancia del mercado de valores y tiene como función promover el mercado, revisando y aprobando nuevos mecanismos financieros que desarrollen el mercado bursátil (Coronel, 2009).

La SMV supervisa, promueve y difunde el Mercado de Valores, distribuyendo información a los inversionistas.

- b) Mecanismos Centralizados de Negociación y la Bolsa de Valores de Lima: Los mecanismos centralizados de negociación son aquellos que reúnen o interconectan simultáneamente a varios compradores y

vendedores con el objeto de negociar valores (Ley del Mercado de Valores- Decreto Legislativo 861, 1996).

En la actualidad la Bolsa de Valores de Lima (BVL) constituye la única entidad que cuenta con el mecanismo centralizado de negociación de valores en el país.

La BVL es una asociación civil cuyo objetivo es prestar el servicio público de centralizar las compras y ventas de valores inscritos en sus registros, cuya emisión y colocación se encuentre oficialmente autorizada por la SMV.

Antes había un mito que a través del Mercado de Valores sólo se pueden financiar las grandes empresas, informa Arrarte *et al.* (2011). Sin embargo, en los últimos tiempos han capitalizado Corporación Miski, Tiendas EFE y Metalpren. Tiendas EFE es una comercializadora de electrodomésticos que fue autorizada por la CONASEV (hoy Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)) a emitir instrumentos de corto plazo por US\$ 4 millones, en el 2006. En dicho año, sus activos ascendieron a S/. 64,6 millones, y ahora en el 2010, son de S/.110,7 millones. Porque tiene más fondos de maniobra para comprar mercaderías a más bajos costos, y ofrecer productos más asequibles para sus clientes. Que así su

desarrollo empresarial se ampara en el capital ajeno (Arrarte *et al.*, 2011).

Pero las ventajas de esta modalidad de financiamiento, señala Arrarte *et al.* (2011):

- El Mercado de Valores (MV), permite a las organizaciones contar con diversas alternativas de financiamiento a través de la emisión de diversos valores mobiliarios.
- Permite a la empresa determinar su requerimiento de financiación, en función de las características de sus planes de crecimiento y desarrollo.
- Consiente a la empresa adecuar sus plazos de pago y fijar las tasas de interés que quiere pagar, además la moneda en que se quiere salir.
- Crea historial crediticio a la empresa. Si en una primera emisión muestra un buen comportamiento de pagos, en una segunda emisión los costos se reducen.
- Finalmente, crea imagen a la empresa ante sus potenciales acreedores y proveedores (Ver Cuadro 7).



**Cuadro 7 Costos de transacción de emisiones de deuda**

EMISIÓN DE BONOS POR PRIMERA VEZ		
Mlls.US\$	Tasa Mínima (%)	Tasa Máxima (%)
5,0	3,13	5,47
10,0	1,74	3,27
EMISIÓN DE BONOS POR SEGUNDA VEZ		
5,0	0,71	1,30
10,0	0,57	1,20
EMISIÓN DE INSTRUMENTOS CORTO PLAZO POR PRIMERA VEZ		
Mlls.US\$	Tasa Promedio	
1,0	10,46	
5,0	2,56	
EMISIÓN DE INSTRUMENTOS CORTO PLAZO POR SEGUNDA VEZ		
1,0	1,30	
5,0	0,51	

*Fuente.* Datos tomados de Arrarte *et al.* (2011)

- c) Sociedades Agentes de Bolsa (SAB): Pachas *et al.* (2010) indica que es una Sociedad Agente de Bolsa es una persona jurídica organizada como Sociedad Anónima, cuyo objeto social es la intermediación de valores, tanto en el ámbito bursátil tal como en el extrabursátil.

Respecto a la negociación en el mercado de valores se hace a través de las Sociedades Agente de Bolsa – SABs, pudiendo hacerlo en Bancos pero estos lo hacen a través de su SAB, Banco de Inversión, intermediarios del mercado de valores supervisados y controlados por la CONASEV (hoy SMV) (Pachas *et al.*, 2010).

- d) Depósito Centralizado de Valores e Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores: Los Títulos-Valores negociados o negociables en mecanismos centralizados pueden transformarse o representarse como anotaciones en cuenta, vía el proceso de desmaterialización, previo acuerdo del emisor (y sus respectivos requisitos) o a solicitud de sus titulares (Coronel *et al.*, 2009).

Dicho registro y anotación se realiza en una institución de compensación y liquidación de valores (I.C.L.V.).

Los ICLVs, informa Coronel *et al.* (2009), son sociedades anónimas que tienen por objeto exclusivo el registro, custodia, compensación, liquidación y transferencia de valores. Pueden ser participantes de dichas entidades los agentes de Intermediación (SABs), las empresas bancarias y financieras, compañías de seguros y reaseguros, las sociedades administradoras de fondos de pensiones y de fondos de inversión, así como otras entidades nacionales o extranjeras que determine la SMV mediante disposiciones de carácter general.

- e) Fondos Mutuos y sus Sociedades Administradoras: Fondo mutuo de inversión en valores es un patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas,

para su inversión predominante en valores de oferta pública. Es administrado por una sociedad anónima denominada Sociedad Administradora de Fondos Mutuos de Inversión en Valores, quien actúa por cuenta y riesgo de los participantes del fondo (Coronel *et al.*, 2009).

- f) Empresa Clasificadora de Riesgo: Es la persona jurídica, informa Coronel *et al.* (2009), que tiene por objeto exclusivo categorizar valores, pudiendo realizar actividades complementarias de acuerdo a las disposiciones de carácter general que establezca la SMV. Pueden constituirse bajo cualquiera de las formas permitidas por la Ley de Sociedades.

### **Proceso de Emisión de Valores**

Los requisitos para el listado de valores en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) se encuentran establecidos en el “Reglamento de Inscripción y Exclusión de Valores Mobiliarios en la Rueda de Bolsa de la BVL” – Resolución CONASEV N° 125-98-EF/94.10 (Ver Anexos 4 y 5).

#### **2.3.3 El Mercado Alternativo de Valores (MAV)**

El MAV se encuentra orientado a facilitar la entrada al mercado de valores de pequeñas y medianas empresas, reduciendo algunos de los requisitos y costos comparados con el mercado tradicional.

Si bien cualquier variable o tope que se utilice para definir a una empresa como no corporativa podría ser subjetiva, consideramos adecuado que se haya tomado como referencia las categorías que para dicha clasificación viene manejando hace algunos años la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), según la Resolución SBS N° 11356-2008 (Vizcarra, 2013).

Tomando como referencia las experiencias de otros países —AIM (Reino Unido), Alternext (Francia), MAB (España), creados en los años 1995, 2005 y 2008, respectivamente—, el Estado peruano ha lanzado el programa Avanza BVL, como un proyecto conjunto con la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y el BID; el propósito es fomentar nuevas alternativas de financiamiento para las pymes (Mendiola, Aguirre, Chuica, Palacios, Peralta, Rodríguez & Suárez, 2014).

La BVL, por su parte, también tuvo sus propias iniciativas para que las pymes puedan emitir instrumentos financieros en el mercado de valores peruano. Creó, así, la alternativa Empresas en Crecimiento, consistente en tres programas para la emisión de instrumentos de deuda: Segmento Mercado Alternativo de Valores, Programa de BGC y Programa Avanza BVL (Mendiola et al., 2014).

Con el fin de generar nuevas alternativas para que las pymes peruanas puedan financiarse en el mercado de valores, informa Mendiola et. Al (2014), el Estado ha reglamentado las bases para la creación del mercado alternativo de valores (MAV), aprobado y publicado el 29 de junio de 2012 mediante Resolución SMV N.º 025-2012-SMV/01, y que entró en vigencia en agosto del 2012 (Mendiola et al., 2014).

El mercado alternativo de valores (MAV) es un mecanismo que permitirá a pymes cuya facturación no sea superior a S/. 200 millones de nuevos soles anuales ingresar al mercado bursátil. El MAV ofrece a estas empresas la posibilidad de realizar sus transacciones de compra y venta de valores de renta fija y variable, con concesiones en los requisitos y en un plazo máximo de 15 días (Mendiola *et al.*, 2014).

El MAV, informa Mendiola *et al.* (2014), facilitará a las empresas con menores fuentes de ingreso la entrada en el sistema de financiación, pero se habrá de tener en cuenta que evidencie una adecuada transparencia y liquidez para los inversores.

Para que una pyme pueda participar en el MAV, informa Mendiola *et al.* (2014), deberá cumplir con los siguientes requisitos:

- Ser una empresa domiciliada en el Perú.
- Su facturación en los últimos tres años no debe superar los 200 millones de nuevos soles anuales.
- No tener valores listados.

Las principales características del MAV, informa Mendiola *et al.* (2014), son:

- a) Menos requisitos de información y obligaciones.
- b) Obligación de presentar los principios de buen gobierno corporativo en la memoria anual. Esta exigencia rige a partir del tercer año, contando desde el año siguiente de inscrito su valor.

Existen diferencias entre el mercado de valores general y el MAV para una emisión de oferta pública primaria (OPP) (Ver Cuadro 8).

**Cuadro 8** Comparativo entre el mercado general y el MAV

<b>Aspectos</b>	<b>Régimen general</b>	<b>Mercado alternativo</b>
Ámbito y aplicación	Cualquier empresa domiciliada o no domiciliada que cumpla con los requisitos correspondientes al régimen general.	Empresas domiciliadas, con tres años de operación y con ventas anuales promedio no mayores a los S/. 200 millones. No disponible para entidades financieras.
Valores que se pueden emitir	Todos: bonos corporativos, papeles comerciales, bonos titulizados, etc.	Inicialmente normado solo para instrumentos de corto plazo.
Representante de obligacionistas	Contar con un representante de obligacionistas (excepto cuando la emisión se dirige exclusivamente a inversionistas institucionales).	No es necesario contar con un representante de obligacionistas en el momento de efectuar la emisión de las obligaciones, siempre que el emisor asuma el compromiso de convocar a la asamblea de obligacionistas.
Clasificadoras de riesgo	Requieren dos clasificaciones de riesgo (excepto cuando la emisión se dirige exclusivamente a inversionistas acreditados donde se pide una clasificadora de riesgo).	Requiere solo una clasificación de riesgo.
Presentación de información financiera	Se debe presentar información financiera individual y consolidada auditada anual. Se debe presentar estados financieros intermedios individuales y consolidados trimestralmente.	Se debe presentar información financiera individual auditada anual. Se debe presentar estados financieros intermedios individuales semestralmente al 30 de junio.
Escritura pública de los contratos y actos de emisión	Es necesario elevar a escritura pública los contratos o actos de emisión.	No será necesario elevar a escritura pública los contratos o actos de emisión, dentro o fuera del marco de un programa de emisión de valores de corto plazo.
Informe de Buen Gobierno Corporativo	Presentar un informe anual sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo.	No es exigible la presentación de la información sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo.

Fuente. Datos tomados de Mendiola (2014)

El MAV exige, informa Mendiola *et al.* (2014), en comparación con el régimen general, un número menor de requisitos, así como en cuanto a las obligaciones correspondientes a la presentación de información. Bajo el régimen del MAV, se ofertan valores representativos de capital social, instrumentos de corto plazo y bonos en el mercado primario y secundario, todo ello bajo la regulación y supervisión de la SMV.

Las bolsas que administren el MCN<sup>7</sup> en los que funcione el MAV deben establecer mecanismos de difusión que permitan identificar y diferenciar los valores que se cotizan en esta (Mendiola *et al.*, 2014).

La agroexportadora Chavín de Huántar S.A. se convirtió en la primera mediana empresa en listar en el Mercado Alternativo de Valores (MAV) de la Bolsa de Valores de Lima (Gestión *et al.*, 2013).

La primera fase de la emisión (hoy), informa Gestión *et al.* (2013), fue por US\$ 500 000 dólares, mientras que el resto se terminaría de colocar en los próximos cuatro meses. La tasa de los papeles fue de un 6 % y su demanda triplicó la oferta.

La empresa dedicada al equipamiento hospitalario, Jaime Rojas Representaciones Generales S.A. es la segunda pyme en ingresar a la Bolsa de Valores de Lima (BVL), a través del Mercado Alternativo de Valores (MAV) con una primera colocación de US\$1 millón (Gestión *et al.*, 2014).

Tritón Trading S.A. será la tercera empresa que incursione en el Mercado Alternativo de Valores, luego de haber culminado, esta semana, el proceso de inscripción de su Programa de

---

<sup>7</sup> Mecanismo Centralizado de Negociación.

Instrumentos de Corto Plazo (ICP) hasta por un monto de US\$ 2 millones o su equivalente en nuevos soles, informó la Superintendencia del Mercado de Valores (Gestión *et al.*, 2014).

La primera emisión, dentro del programa, informa Gestión *et al.* (2014), le permitiría obtener financiamiento hasta por US\$ 500 000 mediante la oferta pública primaria de ICP.

La compañía cuenta con más de 23 años de experiencia en el rubro de alquiler, venta y servicio técnico de maquinarias y equipos portuarios, logísticos y de construcción, representando a marcas líderes a nivel mundial (Gestión *et al.*, 2014).

La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) aprobó la inscripción del Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo hasta por S/. 10 millones a la empresa farmacéutica Medrock Corporation SAC para convertirse en la cuarta empresa en financiarse a través del Mercado Alternativo de Valores (MAV) (Gestión *et al.*, 2014).

La empresa, informa Gestión *et al.* (2014), podrá vender papeles de deuda por primera vez, -denominados Instrumentos de Corto Plazo- y ofrecerlos a los inversionistas en un plazo máximo de seis años.

Medrock Corporation SAC inició actividades en abril del 2007 sobre la base de la ex transnacional Hoechst Marion Rousell, empresa con más de 40 años de presencia en la industria farmacéutica nacional (Gestión *et al.*, 2014).

Cuenta con una amplia línea de productos y servicios de fabricación de medicamentos y se encuentra en la etapa final de implementación de la única planta estéril de biotecnología en el Perú (Gestión *et al.*, 2014).



El laboratorio Medrock obtuvo el jueves 28 de agosto de 2014 la menor tasa en la historia de colocaciones del MAV al lograr disminuir la tasa obtenida en la primera emisión (Gestión *et al.*, 2014).

En concreto, informa Gestión *et al.* (2014, 01 de septiembre), la empresa realizó su segunda emisión por un importe de USD 1 000 000 que fueron colocados por 180 días, y generó una demanda de 2,77 veces a una tasa de 3,4 %, tasa menor a la que obtuvo en su primera colocación (3,7 %), lo que refleja el interés de los inversionistas.

En nuestra región, actualmente Chile y Argentina cuentan con mercados alternativos de valores para pymes, mientras que en Colombia, Ecuador y Brasil se viene discutiendo su creación. En el caso del Perú, el Reglamento del MAV es mucho más amplio que el adoptado por otros países de la región, como Chile, país que a pesar de contar con un mercado alternativo, de modo similar al español, solo se enfoca en renta variable, mientras que en Argentina, si bien existe un mercado alternativo de renta fija, la normativa limita la entrada a dicho mercado para ciertos inversionistas sofisticados (Vizcarra *et al.*, 2013).

Nuestro país en comparación con los actuales países que conforman el Mercado Integrado Latinoamericano – MILA, Chile y Colombia, en términos de capitalización bursátil está muy por debajo de ellos. De acuerdo a información difundida por el MILA, la capitalización bursátil de los mercados MILA acumuló un crecimiento de 16,66 % en el mes de noviembre del año 2012, pues pasó de USD \$ 599 271 millones en diciembre de 2011 a USD \$ 699 121 millones en noviembre de 2012. Sobre la participación de cada mercado en el valor de las compañías listadas en el MILA, al cierre en el mes de noviembre de 2012, la distribución fue la siguiente: Chile con 42,56 % (Millones USD

\$ 297 519), Colombia con 36,57 % (Millones USD \$ 255 681) y Perú con 20,87 % (Millones USD \$ 145 921) (Meneses, 2013).

En cuanto al nivel de volumen negociado total en los mercados MILA durante el mes de noviembre de 2012, informa Meneses *et al.* (2013), se alcanzó los USD \$ 5 609 millones, de los cuales en términos porcentuales de participación la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) representa el 55,70 % (USD \$ 3 124 millones), seguido por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), con 36,04 % (USD \$ 2 021 millones), mientras que la Bolsa de Valores de Lima (BVL) su participación fue de 8,27 % (USD \$ 464 millones). El volumen total negociado en los mercados MILA suma USD \$ 84 544 millones.

### **2.3.3.1 Oferta pública primaria de valores en el MAV**

“El valor o programa, según corresponda, deberá inscribirse en la sección «De los valores mobiliarios y/o programas de emisión inscritos en el mercado alternativo de valores» del registro” (Mendiola *et al.*, 2014, p. 48).

La colocación de los valores puede efectuarse en rueda de bolsa, o bien fuera de ella, a través de un intermediario autorizado. Para el caso de los instrumentos de corto plazo, la empresa emisora podrá colocar dichos valores directamente, y se le aplicarán las obligaciones, responsabilidades y prohibiciones correspondientes a los intermediarios (Mendiola *et al.*, 2014).

#### **Trámites de inscripción**

La inscripción del valor y del programa en el registro, informa Mendiola *et al.* (2014), puede hacerse mediante un trámite general o un trámite anticipado, según

corresponda. En ambos casos, el plazo máximo con el que cuenta la IGSC<sup>8</sup> para disponer la inscripción es de quince días.

Las emisiones en el «marco de programas de emisión» se inscriben de manera automática con la presentación de la documentación específica para cada emisión y pueden ser realizadas en los dos años siguientes a la fecha de aprobación del trámite anticipado. Dicho plazo podrá renovarse por única vez y de manera automática mediante la presentación de la documentación correspondiente (Mendiola *et al.*, 2014) (Ver Cuadro 9).

**Cuadro 9** Tarifas de inscripción del emisor

Tipo de trámite	Costo de inscripción	Observaciones
<b>1. Renta variable</b>		
Inscripción	(*)Hasta 100 MM 0,0240 % De 101 a 300 MM 0,0225 % De 301 a 500 MM 0,021 % De 501 MM a más: 0,020 % *Retribución mínima S/. 2 000 indexado al 31.12.91 mensualmente con el IPC del INEI	Aplicado sobre el capital inscrito y colocado en los registros de la BVL, en millones de soles. Equivalente a S/. 10 164,60 a enero 2013
Cotización	0.001 % Retribución mínima S/. 100 indexado al 31.12.91 mensualmente con el IPC del INEI	Aplicado sobre el capital inscrito en los registros de la BVL. Equivalente a S/. 508,23 a enero 2013
<b>2. Renta Fija (Instrumentos de deuda - Bonos - Instrumentos de corto plazo)</b>		
Inscripción	0,01875 %	Aplicado sobre el monto inscrito y colocado en los registros de la BVL. Se aplica descuento del 50 % a las empresas emisoras de valores de renta variable
Cotización	0,0010 % Retribución mínima S/. 100 indexado al 31.12.91 con IPC del INEI	Aplicado sobre el monto inscrito y colocado en los registros de la BVL. Equivalente a S/. 508,23 a enero 2013.

*Fuente.* Datos tomados de Ricra (2013)

<sup>8</sup> Intendencia General de Supervisión de Conductas de la SMV.

### **Tratamiento a los instrumentos de corto plazo**

El reglamento del MAV, informa Mendiola *et al.* (2014), le ofrece un tratamiento especial a las emisiones de instrumentos de corto plazo. Entre éstas, destacan las siguientes:

- No es necesario contar con un representante de los obligacionistas al momento de efectuar la emisión, siempre que la empresa asuma el compromiso de convocar a la asamblea de obligacionistas.
- No es necesario elevar a escritura pública los contratos o actos de emisión dentro o fuera del marco de un programa de emisión de valores, celebrados de acuerdo con los formatos contenidos en el manual del reglamento del MAV.
- No resultará necesaria la constitución de un sindicato de obligacionistas.

#### **2.3.3.2 *Transparencia y seguridad para los inversionistas***

La difusión de la oferta pública primaria, así como los términos y condiciones de cada una de las series o emisiones que se hagan respecto de los valores que serán objeto de colocación o subasta, deberán ser informados a los inversionistas mediante publicación del aviso de oferta correspondiente en el Portal del Mercado de Valores de la SMV. Para tal efecto, la empresa debe comunicar dicho aviso como hecho de importancia. La difusión del aviso de oferta se debe efectuar a más tardar el día hábil

anterior a la fecha de la subasta (Mendiola *et al.*, 2014).

“Durante el periodo en el que la oferta se lleve a cabo, la empresa debe mantener actualizado el prospecto indicando las variaciones fundamentales<sup>9</sup> o no fundamentales que se presenten” (Mendiola *et al.*, 2014, p. 50).

“Por otro lado, la SMV tiene la facultad de suspender la oferta si así lo creyese conveniente” (Mendiola *et al.*, 2014, p. 50).

En cuanto al prospecto informativo que se presenta, informa Mendiola *et al.* (2014), los encargados de su elaboración (la entidad estructuradora o su representante, así como el principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor) son, junto con el emisor u ofertante, solidariamente responsables frente a los inversionistas por las inexactitudes u omisiones que se presenten en él.

Adicionalmente, informa Mendiola *et al.* (2014), los emisores deben presentar su memoria anual para la inscripción de sus valores. Dichas memorias, a partir del cuarto año de inscrito su valor, deben incluir información sobre el cumplimiento de los principios de buen gobierno corporativo.

---

<sup>9</sup> Si al momento de inscribir sus valores y/o programas de emisión la empresa no cuenta con estados financieros preparados de acuerdo con las NIIF vigentes, deberá presentar la información financiera que posea, asumiendo el compromiso de adecuar sus estados financieros a las NIIF para el siguiente ejercicio económico, además de la estimación de las partidas afectadas por ello.

Una facilidad que da el MAV es que los valores emitidos por oferta pública primaria se pueden inscribir automáticamente en el RVB<sup>10</sup> a solicitud de la empresa. Para el caso de valores representativos de deuda, la solicitud puede venir de la mayoría absoluta del monto de emisión en circulación, salvo que en el contrato de emisión se estipule lo contrario (Mendiola *et al.*, 2014).

Una vez inscrito el valor o programa de emisión en el registro y/o en el RVB, informa Mendiola *et al.* (2014), las empresas deben presentar a la SMV lo siguiente:

- Información financiera individual auditada anual, como máximo el 15 de abril de cada año.
- Estados financieros individuales semestrales al 30 de junio, como máximo el 31 de julio de cada año.

Entregar dicha información es considerado hecho de importancia, y debe hacerse conforme a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). No obstante, las empresas con activos o ingresos anuales inferiores a 3 000 UIT pueden presentar sus estados financieros de acuerdo con las normas internacionales oficializadas en el Perú (Mendiola *et al.*, 2014).

“Por último, las empresas que participen en el MAV deben comunicar sus hechos de importancia e

---

<sup>10</sup> Registro de valores de una bolsa.

información reservada de conformidad con la normativa convencional para el régimen general” (Mendiola *et al.*, 2014, p. 51).

### **2.3.3.3 Tratamiento para la negociación secundaria**

“Las acciones representativas de capital social y los valores representativos de deuda previamente emitidos por las empresas participantes del MAV deben inscribirse en el registro y en el RVB para su negociación secundaria” (Mendiola *et al.*, 2014, p. 51).

La inscripción en el registro y en el RVB se efectuará mediante ventanilla única, a solicitud de la empresa, y se deberá adjuntar un ejemplar de la documentación e información correspondiente, de acuerdo con el tipo de valor que se habrá de inscribir (Mendiola *et al.*, 2014).

“El valor inscrito en el registro y en el RVB podrá ser negociado en el MAV a partir del día siguiente de haberse publicado dicha inscripción en el Boletín Diario” (Mendiola *et al.*, 2014, p. 51).

## **2.3.4 La experiencia internacional en el apoyo a la pequeña empresa**

### **2.3.4.1 Mercado de Capitales dirigido a la pequeña y mediana empresa en Estados Unidos de Norteamérica**

El *National Association of Securities Dealers Automated Quotation System* (Nasdaq), traducido al español:

Sistema de Cotización Automatizada de la Asociación Nacional de Agentes de Valores, *Stock Market* es el mercado de valores electrónico, basado en terminales de computadora, más grande del mundo. Fundado en el año de 1971, el Nasdaq representa hoy más de la mitad de todas las acciones que operan diariamente en los Estados Unidos de Norteamérica y es el segundo mercado de valores a nivel mundial en términos de monto en operaciones.

Es el mercado de valores de mayor crecimiento en los EE.UU.

“Durante los últimos diez (10) años el volumen accionario operado en el Nasdaq ha crecido trescientos ochenta (380) por ciento, mientras que el monto operado en dólares se ha incrementado en setecientos setenta y tres (773) por ciento” (Gitman & Joehnk, 1997, p. 34).

El sello distintivo del mercado Nasdaq es su uso innovador de la más avanzada tecnología computacional y de telecomunicaciones, que apoya un sistema de múltiples *market-makers*. Los mercados Nasdaq se distinguen de las bolsas de valores y sus pisos de remates por el uso de *market-makers*, operadores independientes que compiten abiertamente entre sí a través de terminales de computadora y sistemas de telecomunicaciones que unen electrónicamente a las casas de bolsa.

El Nasdaq permite que sus empresas asociadas ejecuten operaciones para sus clientes o por cuenta propia dentro de un ambiente de confirmaciones en tiempo real y supervisión operativa automatizada. Cuando ocurre una



transacción, el comprador y vendedor ingresan su reporte operativo al Nasdaq, a través del sistema, *Automated Confirmation Transaction* (ACT), traducido al español Confirmación de transacción automática, dentro de los noventa (90) segundos después de la operación.

Según informa Naciones Unidas en la Conferencia sobre Comercio y Desarrollo (2005), el número de firmas inscritas en Nasdaq fueron de 2 800 y de 338 empresas inscritas de 35 países. Los *market-makers* aportan su propio capital al mercado al mantener continuamente cotizaciones tanto de compra como de venta de las emisoras. La competencia entre muchos operadores estimula el crecimiento y la eficiencia del mercado mientras que proporciona una base de bursatilidad a través de su compromiso de recursos.

El Nasdaq participa en el desarrollo de un mercado en el que se cotiza las acciones de empresas pequeñas y medianas que se encuentra en proceso de desarrollo.

El Nasdaq fue desarrollado para dar visibilidad a un tipo de mercado que anteriormente no la tenía. El uso de las computadoras hizo posible que se diseminaran las posturas de los *market-makers* dispersos geográficamente en las pantallas de Nasdaq. De esta manera, tanto los corredores como los inversionistas pueden consultar las pantallas y enterarse de las posturas de *market-makers*, y ellos mismos pueden ver las posturas de sus competidores y mejorarlas con el fin de atraer a la clientela.

En términos *market-makers*, las empresas se dividen en seis grupos:

1. Empresas grandes, con cientos de oficinas y miles de promotores, altamente capitalizadas. Operan en el mercado entre 500 y 2 500 empresas.
2. Empresas mayoristas, formadas por un grupo de empresas especializadas, ubicadas en la zona metropolitana de la ciudad de Nueva York, realizan operaciones con otras instituciones. Operan de 1 000 a 5 000 emisoras, algunas se concentran en emisoras más pequeñas e inactivas, otras en emisiones nuevas y otras en emisiones de alta bursatilidad.
3. Empresas regionales, que generalmente limitan sus actividades a una región geográfica, realizando promoción, análisis y banca de inversión. Operan entre 100 y 400 emisoras, generalmente de empresas locales.
4. Empresas de banca de inversión, la mayoría de las cuales se ubican en la ciudad de Nueva York y se dedican a la operación con emisoras grandes en cuyas colocaciones participan y se consideran las blue chips del Nasdaq. Generalmente operan con clientes institucionales.
5. Las empresas más pequeñas, la conforman empresas locales. Sus departamentos de operaciones pueden tener apenas uno o dos operadores que se especializan entre 10 a 50 emisoras.
6. Otras empresas, conocidas como boutiques o que operan únicamente con un tipo particular de clientela

o que no caen dentro de las categorías mencionadas.

En tal sentido, una empresa regional puede ser tan efectiva como una empresa de mucho mayor tamaño, aunque tenga menos capital global, si destina los recursos disponibles a una cantidad pequeña de valores locales.

Este tipo de empresa no siempre podrá competir en la operación de un número elevado de emisoras, ni podrá comprometerse con paquetes muy grandes de acciones, pero sí podrá ser muy efectiva en la distribución de una acción que conoce bien.

#### **2.3.4.2 *El Sistema de Garantías para el apoyo a la PYME, en México***

Saavedra (2010) informa que idealmente la garantía logra que los bancos, sin renunciar a su metodología de evaluación, incorporen como clientes de crédito a pequeñas empresas que de otra forma no lo serían. Así pues, las garantías de crédito para el apoyo a la PYME:

- Son el instrumento de política industrial y económica para el financiamiento de proyectos desarrollados por empresas PYME y por emprendedores. Promoviendo de este modo el desarrollo de largo plazo, mediante incentivos estables y consistentes.
- Apoyan a las pequeñas empresas generadoras de empleo, enfrentando de este modo las imperfecciones del mercado de carácter estructural.

- Facilitan el acceso al financiamiento y propician mejores condiciones en tasa de interés y plazo, enfrentando la incertidumbre para orientar el desarrollo de sectores estratégicos de largo plazo.
- Optimizan la gestión de las instituciones financieras, al tener cartera con garantías bien calificadas y ponderadas.

Por lo anterior, añade Saavedra *et al.* (2010) en México el Gobierno Central estableció en el Programa de Desarrollo Empresarial 2001-2006, la política integral de desarrollo empresarial con especial atención a las empresas PYME, un sector tradicionalmente marginado en el sistema financiero mexicano, dado que la banca percibía a este sector como de alto riesgo (PND, 2001). De otro lado, la banca de desarrollo no contaba con esquemas de fomento competitivos que incentivarán la oferta de financiamiento hacia las PYME, además estas no contaban con las garantías hipotecarias que respaldaran el crédito, entre otros requisitos contables y financieros que exigían las instituciones de banca múltiple; como resultado, del año 2000 al 2002, en promedio el 53,3 % del financiamiento a este sector, provenía de proveedores.

Es así como la Secretaría de Economía crea el Sistema Nacional de Garantías (SNG), indica Saavedra *et al.* (2010) a través de la Subsecretaría para la Pequeña y Mediana Empresa, coordinando conjuntamente con la banca de desarrollo las acciones necesarias para operar esquemas de financiamiento con la banca múltiple, en donde la principal virtud fuera contar con productos financieros adecuados a las necesidades de las empresas

PYME, que no se solicitaran garantías hipotecarias, y que las condiciones de tasa y plazo fueran las más adecuadas, en función del monto.

Listerri (2007), informa que a pesar que se le denomina Sistema, funciona más bien como un fondo de garantía, el cual se encuentra constituido por capital público. Este es gestionado por entidades que suscriben convenios con bancos comerciales, en los que establecen los criterios y procedimientos por los que se asigna la garantía del fondo a un porcentaje de operaciones de una cartera de crédito a la PYME.

### **Mecanismo de funcionamiento de los Sistemas de Garantía**

Las garantías son mecanismos tradicionalmente utilizados por el sistema financiero para dar cobertura al riesgo de las operaciones financieras. Más recientemente se les reconoce su utilidad para superar los problemas de asimetría de información entre prestamista y prestatario, descritos por la literatura científica (Rodríguez y Zorrilla, 2005). Por un lado, elimina las consecuencias económicas negativas derivadas de la selección adversa (elegir proyectos dispuestos a pagar una tasa de interés más elevada pero con menos probabilidades de éxito) consiguiendo además el sistema de garantía unas condiciones financieras más ventajosas que las que conseguiría por sus propios medios el beneficiario. Por el otro, elimina el riesgo moral, con el Programa de Garantías de la Secretaría de Economía y el de NAFIN, las empresas no han conocido la existencia de una cobertura del riesgo de su crédito, y ese desconocimiento garantiza que la moral de crédito del cliente no se vaya a

deteriorar, (actuaciones no deseadas en el prestatario que perjudiquen la probabilidad de devolución) al comprometer económicamente al beneficiario y responder como garante de la devolución de los fondos prestados, así como establecer procedimientos de análisis y seguimiento especializados.

Este instrumento goza hoy día de tal aceptación que las propias normas de regulación de la solvencia de las instituciones financieras, en el sistema financiero, lo incorporan en las valoraciones del riesgo crediticio y, por consiguiente, tiene un efecto de minimización de las necesidades de capital y provisiones de las entidades financieras.

Los gobiernos de algunos países preocupados por la problemática del acceso a fuentes de financiamiento por parte de la PYME, han buscado soluciones para favorecer el entorno de las mismas, y dentro de ellas perfeccionar el sistema financiero con la creación de un Sistema Nacional de Garantía (SNG) de calidad y de cobertura de riesgos (Regar, 2006).

Sin embargo, para que este sistema funcione es necesario que se cumplan dos principios, informa Pombo y Figueiredo (2006): Que sea una política de estado, garantizando su permanencia e inserción exitosa en el sistema financiero. Segundo: establecer una alianza entre agentes involucrados: (Administraciones públicas, entidades financieras y las empresas PYME y sus organizaciones) en el desarrollo legislativo y operativo posterior del SNG para que todas las partes puedan satisfacer sus intereses legítimos permitiendo así, elevar

el nivel de eficacia y de aplicación real de los SNG, dentro de un marco de calidad y seguridad.

### Formas o modelos de Sistemas de Garantías

De acuerdo con Pombo & Herrero (2003) existen distintos modelos de Sistemas de Garantía, mediante los cuales los gobiernos, entidades financieras y empresarios dan respuesta a sus necesidades en la materia. Así, podemos clasificar estas formas de sistemas de garantías en tres grupos: fondos de garantía, programas de garantía y sociedades de garantía (Ver Cuadro 10).

*Cuadro 10 Modelos de Sistemas de Garantías*

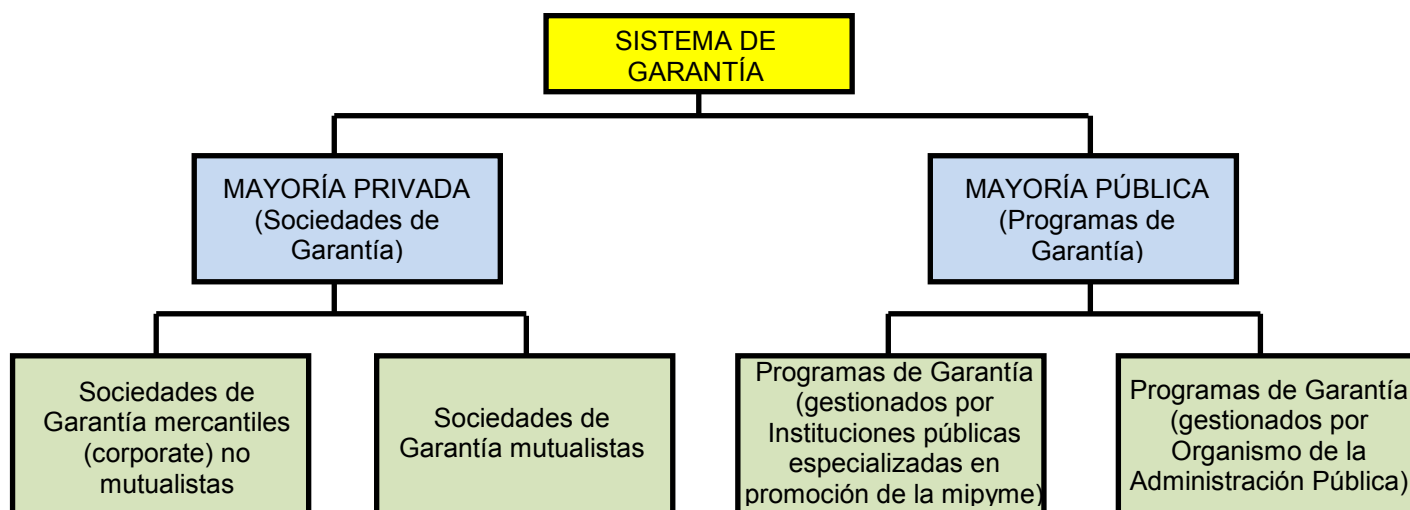
	<b>Fondo de Garantía</b>	<b>Programa de Garantía</b>	<b>Sociedad de Garantía</b>
Concepto	Depósitos de recursos que respaldan operaciones financieras.	Fondos administrados a través de una agencia estatal.	Sociedades mercantiles y/o entes con personalidad jurídica: 2 clases: a) Corporativas; b) Mutualistas.
Fuente de recursos	Estatales o de cooperación internacional		Públicos o privados
Ámbito	Local, regional o estatal		
Alcance	Limitado: circunscrito a regiones, sectores o grupos económicos		Mayor alcance en número de beneficiarios y/o cobertura geográfica
Legislación específica	No requiere	No/Normas	Si requiere
Composición	Único Fondo o fondos limitados	Único Programa o programas limitados	Múltiples sociedades de garantía
Cobertura	50%	50-90%	70 a 100%
Gestión crediticia	Delegada a las entidades financieras		Analiza el crédito, realiza el seguimiento, asume la mora y cobra
Procedimiento de otorgamiento	Garantías individuales		Garantías de cartera
Ponderación del crédito avalado	100%	De 0 a 100%	De 0 a 100%
Usuario	No fidelizado		Fidelizado
Actividad	Baja	Media	Alta

*Fuente.* Datos tomados de Saavedra (2010)

De otro lado, Pombo y Figueiredo (2006) nos presentan otra clasificación donde los sistemas de garantía atienden a la procedencia de los recursos, existiendo una conformación de mayoría pública y otra de mayoría privada. Entre los de mayoría pública encontramos los programas de garantía y en los de mayoría privada las sociedades de garantía, bien de carácter mercantil o de carácter mutualista. Las sociedades de garantía, mercantiles o mutualistas, tienen el objeto social exclusivo para la actividad de la garantía, un horizonte temporal de permanencia o indefinido. La ejecución del programa de garantía suele estar descentralizada hacia un organismo o institución especializada en la promoción económica o de apoyo de la mipyme (bancos públicos o de desarrollo, agencias de desarrollo, sociedades/entes de derecho público,) que asegura la gestión técnica y otras actividades comerciales.

“La responsabilidad financiera de la actividad de la garantía se detrae de los recursos de la institución pero se basa, en última instancia, en el presupuesto público que creó el programa”. Es decir, el sector público ubica la actividad de la garantía en el contexto de estructuras jurídicas de la administración pública. En muchas situaciones, la actividad de la garantía es compartida con el objeto social del ente que la aplica y no supone, por tanto, exclusividad (Saavedra *et al.*, 2010, p. 8) (Ver Figura 7).





*Figura 7 Clasificación de Sistemas de Garantía*

*Fuente.* Datos tomados de Saavedra (2010)

### **Situación Actual del Sistema Nacional de Garantías en México**

El Sistema Nacional de Garantías, es un esquema para facilitar el acceso al financiamiento para las MIPYMES con respaldo del Gobierno Federal, a través un fideicomiso público. La figura del fideicomiso obliga a Nacional Financiera de México a mantener una línea de crédito que alimente el propio fideicomiso, de tal manera que el patrimonio de éste sea igual al importe de las reservas que deban crearse por efecto del proceso de calificación de carteras. NAFIN (Nacional Financiera) está obligada a mantener el fideicomiso en esos parámetros citados y tendrá que hacer aportaciones en caso de insuficiencia de recursos necesarios. Respecto a las entidades financieras que actúan en el programa, el fideicomiso celebra contratos de garantía con los intermediarios bancarios que suponen para éstos algunas obligaciones, constituido y administrado por la banca de

desarrollo con el propósito de instaurar un mecanismo de apoyo financiero que permita impulsar el crédito y financiamiento en mejores condiciones de tasa y garantías requeridas a las micro, pequeñas y medianas empresas del país a través de la banca comercial e intermediarios financieros no bancarios. Las aportaciones que la Secretaría de Economía canaliza hacia dicho fideicomiso son recursos presupuestales autorizados en el ejercicio fiscal por el Gobierno Federal; y con el fin de promover la corresponsabilidad.

El modelo mexicano de garantías para la micro, pequeña y mediana empresa no está caracterizado por la existencia de una entidad o instancia cuya misión sea exclusivamente el otorgamiento de este tipo de productos financieros, ni por la existencia de una normativa con rango de ley que regule esta actividad, ni por la nitidez de su estructura y funcionamiento.

“La actual estructura del sistema de garantías para la PYME en México está caracterizada por la presencia de dos grandes iniciativas públicas: la iniciada por NAFIN en 1997 y aún vigente; y la iniciada por la Secretaría de Economía en 2001, con modificaciones sucesivas tanto en su operativa como en la elección y selección del administrador de los recursos desde esa fecha (FUNDES hasta junio de 2005, después NAFIN)” (Saavedra *et al.*, 2010, p. 12).

El objetivo estratégico del SNG, informa Saavedra *et al.* (2010), fue facilitar el acceso a los recursos financieros, a las empresas y sectores industrial, comercial y de servicio, principalmente a las micro, pequeñas y medianas empresas, para financiar sus inversiones en activos fijos y

capital de trabajo; desarrollo de proyectos de inversión para ampliación o modernización de sus instalaciones; los proyectos de desarrollo tecnológico y mejoramiento de medio ambiente.

“Para cumplir con lo anterior fue necesario que NAFIN, desarrollara un modelo de portafolios probado; metodologías parametrizadas de análisis; sistemas estandarizados de operación; mecanismos de seguimiento oportuno del riesgo y procesos de recuperación concertados” (Saavedra *et al.*, 2010, p. 16).

De esta manera, informa Saavedra *et al.* (2010), fue posible ofrecer una garantía con valor, el poner a disposición del mercado:

- Infraestructura de administración y desarrollo de garantías.
- Diversificación de portafolios de riesgo.
- Experiencia en el manejo de cartera garantizada y contra garantizada.
- Ventajas de capitalización y reservas hacia los intermediarios.

Dentro de la evolución del SNG, informa Saavedra *et al.* (2010), promovido y operado por NAFIN y la Secretaría de Economía se tienen principalmente los siguientes productos:

- Esquema de Garantía Pyme (primer producto pyme dirigido). Inicia en 2002. Para facilitar el crédito a

este sector, se aportaron recursos a primeras pérdidas, en un fondo que cubriera los incumplimientos de pago a los intermediarios financieros, de tal manera que estos últimos no exigieran garantías hipotecarias, potenciando los recursos hasta con 24 veces la estimación de la pérdida.

Lozano (2009), informa que al año 2009, como consecuencia de la crisis, se amplió la cobertura de garantías a 90 % y se incrementó la cobertura de primeras pérdidas a un 8 %.

- Esquema de Crédito Pyme (multibanco, multiproducto). Inicia en 2004. Se negoció el otorgamiento de las garantías NAFIN, con los bancos que ofrecieran un producto crediticio en mejores condiciones y se buscó que las aportaciones de la Secretaría de Economía se complementaran con recursos de los gobiernos estatales.
- Financiamiento al Sector Cuero y Calzado. Es un crédito específico para este sector y fue solicitado por el Consejo Nacional de Cámaras del Calzado, Curtiduría y Proveeduría (CONCALZADO), en el año 2003.
- Financiamiento a través de Sofoles Pyme. Se incorporó en el año 2004, como intermediario a las Sociedades Financieras de Objeto Limitado (SOFOLES), con el fin de contar con un mayor número de intermediarios.

- Esquema de Garantía Pyme / Asignación de Recursos. Inicio operaciones en el año 2005. Consiste en desarrollar un nuevo esquema de cobertura de pérdida esperada en función de: Asignación de recursos a mejores productos en mejores condiciones con el fin de aumentar la competitividad de los intermediarios.
- Financiamiento para sectores estratégicos.
- Financiamiento a la Microempresa.

Y programas especiales, informa Saavedra *et al.* (2010), que constan de empaquetamiento de financiamiento y garantías:

- Programa de Renovación del Transporte.
- Programa de Sustitución del Parque Vehicular (Taxis).
- Programas Emergentes en atención a Desastres Naturales.

#### **2.3.4.3 Sistema de Garantías Recíprocas en Argentina.**

“Los sistemas de garantía han sido pensados y diseñados como una herramienta para fortalecer las capacidades de las pequeñas y medianas empresas (PyMEs) para el acceso al financiamiento.

Se han presentado en el tiempo a través de diversas modalidades entre las cuales sobresalen los fondos de garantías conformados por recursos públicos y las sociedades de garantías recíprocas (SGR). Estas últimas son entidades constituidas con el fin de otorgar garantías destinadas a respaldar crédito comercial o financiero que sus beneficiarios solicitan en el sistema financiero” (Kulfas *et al.*, 2009, p. 1).

Estas sociedades, informa Kulfas *et al.* (2009), operan otorgando garantías a favor de sus asociados y/o beneficiarios, generalmente PyMEs, las que se encuentran respaldadas por el patrimonio de la SGR, que se constituye a partir de aportes tanto de origen privado como público. La actividad desarrollada por la SGR se financia a partir de comisiones cobradas a sus beneficiarios y del ingreso de rendimientos derivados de sus inversiones financieras.

En forma resumida, informa Kulfas *et al.* (2009), en la operatoria de las SGR intervienen cuatro agentes:

1. Las **SGR** que otorgan garantías a los beneficiarios y a partir de la disminución del riesgo crediticio que deriva de dicho aseguramiento, les permiten acceder a mejores condiciones en cuanto a plazos y tasas de interés.
2. Los **beneficiarios o PyMEs** que son asegurados por la SGR, pudiendo ser socios de las mismas. Estos aportan contragarantías y comisiones a las SGR.
3. Las **entidades financieras** que otorgan el crédito comercial y se ven beneficiadas de una disminución

del riesgo crediticio a partir del aseguramiento brindado por las SGR y los menores costos de evaluación de las carpetas.

En muchos países a estos agentes puede agregarse uno adicional.

4. El **refianzador**, que absorbe parte del riesgo cubierto por las SGR, brindando garantías adicionales al sistema financiero. El refianzamiento o reaseguro apalanca la capacidad de absorción de riesgo por parte de las SGR a la vez que disciplina el sistema. Este tipo de garantías de segundo piso resultan cruciales para la viabilidad a largo plazo de las SGR al aumentar el efecto multiplicador de los fondos propios y expandir la capacidad de otorgar garantías.

En términos teóricos la existencia de las SGR, informa Kulfas *et al.* (2009), se fundamenta en las restricciones que enfrentan las empresas de menor tamaño para poder acceder al financiamiento. En primer lugar, los pequeños establecimientos se enfrentan a las conocidas fallas de mercado derivadas de la asimetría de información del mercado de crédito entre oferentes y demandantes, lo que trae aparejado problemas de selección adversa y riesgo moral.

“A estos problemas, se suma la escasez de colaterales requeridos por los acreedores y la heterogeneidad propia de las PyMEs, que dificulta la posibilidad de brindar la información requerida por las áreas de análisis de riesgo crediticio de las entidades financieras” (Kulfas *et al.*, 2009, p. 2).

Los problemas de asimetría de información tienden a ser mayores en el segmento de empresas de menor tamaño, informa Kulfas *et al.* (2009), debido a que la cantidad y calidad de la información financiera disponible es mucho más acotada que en los segmentos empresariales de mayor tamaño, y el costo relativo de la evaluación crediticia (costo fijo) es mayor que en otros segmentos donde el monto promedio de la exposición a evaluar, es superior. Estas situaciones derivan en procesos de racionamiento crediticio que afectan fundamentalmente a las PyMEs y se caracterizan por menores montos de crédito, limitaciones por tipos de productos; plazos más cortos; tasas de interés más altas; y mayores exigencias en la constitución de garantías.

“Las SGR (y los diferentes Sistemas de Garantías) respaldan la devolución del crédito y el pago de los intereses en caso de incumplimiento, beneficiando a las PyMEs con el acceso al crédito, la reducción de las tasas de interés; el mejoramiento de los plazos de financiamiento; y un procesamiento y decisión sobre el otorgamiento del crédito más rápido y ágil” (Kulfas *et al.*, 2009, p. 3).

### **La Implementación del Sistema de Garantías Recíprocas en Argentina**

El sistema de SGR de la Argentina fue creado a través de la Ley 24467 y reformado parcialmente por la Ley 25300. Su objetivo fue crear fondos de capital privado para garantizar operaciones crediticias de MiPyMEs. La Subsecretaría PyME (SEPYME) es la autoridad de aplicación que tiene, en forma concomitante, las funciones



de difundir y promover el sistema de SGR, por un lado, y la de supervisión y control por otro (Kulfas *et al.*, 2009).

El sistema de SGR, informa Kulfas *et al.* (2009), procura el desarrollo de una especialización en el sistema financiero que permita un análisis de riesgo sobre la PyME con un profesionalismo que amplía el abanico atendido, disminuyendo el racionamiento. Estas sociedades poseen dos tipos de socios: a) socios partícipes: son las PyMEs que solicitan financiamiento y, b) socios protectores: son personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, que realizan aportes de capital al fondo de riesgo de las SGR, el Capital Social está integrado por los aportes de los socios, y representado por acciones ordinarias, nominativas, de igual valor y número de votos. Es fijado por vía reglamentaria, pudiendo variar, sin requerir modificación del estatuto, entre dicha cifra y un máximo que represente el quíntuplo de la misma. La participación de los socios protectores, no puede exceder el 50% del capital social y la de cada socio partícipe no puede superar el 5%.

“Se distinguen en la práctica dos tipos de SGR: a) las abiertas, que permiten el acceso como socio partícipe a cualquier empresario PyME independientemente de la región en que opere o el tipo de actividad que realice, y b) las cerradas, donde el acceso como socio partícipe está restringido por actividad o región y generalmente están constituidas por clientes o proveedores del socio protector” (Kulfas *et al.*, 2009, p. 5).

La Ley 24467 procuró crear entonces un mercado de garantías inexistente en la Argentina, para lo cual dispuso de una serie de beneficios a los actores que componen el

sistema. La SGR obtiene la exención del impuesto al valor agregado y del impuesto a las ganancias por el otorgamiento de los contratos de garantía, al tiempo que se otorga una exención impositiva para los aportes al fondo de riesgo (Kulfas *et al.*, 2009).

“Es evidente que la conformación del sistema de garantías recíprocas representó una apuesta fuerte por parte del Estado argentino hacia la conformación de un sistema mixto de promoción de las MiPyMEs. Esta apuesta quedó evidenciada en la inversión de recursos realizada. Por un lado, el Banco Nación dio el puntapié inicial aportando los recursos para la conformación de Garantizar SGR, la primera SGR del país, que representa alrededor del 40% del mercado. En segundo lugar, las exenciones impositivas procuraron estimular al capital privado a invertir en el sector. En definitiva, se trató de una apuesta importante que además se diferenció sustancialmente de otras experiencias internacionales más asentadas sobre fondos de garantías públicos” (Kulfas *et al.*, 2009, p. 6).

## 2.4 Marco Conceptual o Glosario

- **Bolsa de Valores de Lima (BVL):** La BVL es una asociación civil cuyo objetivo es prestar el servicio público de centralizar las compras y ventas de valores inscritos en sus registros, cuya emisión y colocación se encuentre oficialmente autorizada por la SMV.

- **Superintendencia del Mercado de Valores (SMV):** Es el organismo del estado encargado del ordenamiento, reglamentación y vigilancia del mercado de valores y tiene como función promover el mercado, revisando y aprobando nuevos mecanismos financieros que desarrollen el mercado bursátil.
- **Cupón Cero:** Son los títulos valores, que se colocan con un descuento sobre su valor, la diferencia es precisamente el interés efectivo del título.
- **Empresa Clasificadora de Riesgo:** Es la persona jurídica que tiene por objeto exclusivo categorizar valores, pudiendo realizar actividades complementarias de acuerdo a las disposiciones de carácter general que establezca la SMV. Pueden constituirse bajo cualquiera de las formas permitidas por la Ley de Sociedades.
- **Instrumentos de Corto Plazo:** Es un mecanismo en que los puestos de bolsa a través del mercado primario, invierten en el corto plazo.
- **Mercado Bursátil:** Es el mercado en el cual se realizan operaciones de compra y venta de los valores ya emitidos, bajo normas especiales que promueven el desarrollo de un mercado libre y organizado, donde predominan las fuerzas de la oferta y la demanda, así como la existencia de amplia información, bajo el principio de máxima transparencia. La entidad que acoge y centraliza las operaciones de este mercado es la Bolsa de Valores.
- **Mercado Extrabursátil:** Es el mercado en el cual se realizan operaciones de compra y venta de valores fuera de ámbito de las normas que rigen el mercado bursátil.

- **MYPE:** Es la unidad económica constituida por una persona natural o jurídica, bajo cualquier forma de organización o gestión empresarial contemplada en la legislación vigente, que tiene como objeto desarrollar actividades de extracción, transformación, producción, comercialización de bienes o prestación de servicios.
- **Rendimiento Implícito:** Es aquel que se calcula por la diferencia entre el precio de compra del activo y el que se compromete a pagarme el emisor en el momento de vencimiento de ese activo. Las Letras del Tesoro y los Pagarés de Empresas tienen rendimientos implícitos.
- **Sociedades Agentes de Bolsa (SAB):** Una Sociedad Agente de Bolsa es una persona jurídica organizada como Sociedad Anónima, cuyo objeto social es la intermediación de valores, tanto en el ámbito bursátil tal como en el extrabursátil.
- **TCEA (Tasa de Costo Efectivo Anual):** Expresa en una sola tasa, el total de los costos que implica tomar un crédito, es decir engloba en un porcentaje, tanto la tasa de interés efectiva anual como las comisiones y gastos que cada institución cobra a sus clientes.

## CAPÍTULO 3: METODOLOGÍA

### 3.1 Tipo y Diseño de Investigación

#### 3.1.1 *Tipo*

De acuerdo al propósito de la investigación, naturaleza de los problemas y objetivos formulados en el trabajo, el presente estudio reúne las condiciones suficientes para ser calificado como una investigación aplicada, en razón que para su desarrollo en la parte teórica conceptual se apoyará en conocimientos sobre Matemática Financiera y el Mercado de Valores a fin de ser aplicados en la alternativa de financiamiento para las Micro y Pequeñas Empresas.

#### 3.1.2 *Diseño de investigación*

La presente investigación es un estudio cualitativo, con diseño de investigación transversal y longitudinal:

- En el aspecto transversal comprenderá el mercado de valores y el sistema financiero local.
- En el ámbito longitudinal comprenderá los años 2012 a 2014.

## 3.2 MÉTODO DE LA INVESTIGACIÓN

### 3.2.1 Métodos

#### 3.2.1.1 Analítico

Mediante este método, informa Rodríguez (2009), se busca la asociación o correlación entre variables: «cuál es la causa, o cual es el efecto» el Financiamiento para las MYPE a través del Mercado Primario de Valores.

El método analítico implica la descomposición del objeto de estudio, en sus partes constitutivas. Sobre esta base, se analiza las formas de financiamiento para las MYPE utilizadas en el sistema tradicional, así como la utilizada por la Empresa Tiendas EFE S.A. en el Mercado Primario de Valores: Emisión de Instrumentos de Corto Plazo.

#### 3.2.1.2 Comparativo

Se establecen las diferencias existentes entre TCEA ofrecidas para las MYPE por la Banca Múltiple, CMAC, CRAC, EDPYME, etc., así como la tasa de interés por concepto de emisión de Instrumentos de Corto Plazo de la Empresa Tiendas EFE S.A.

Asimismo, se recurre a este método para establecer las diferencias entre el financiamiento a través del Mercado Primario de Valores y el financiamiento mediante el sistema bancario para las MYPE, contrastándolo con la realidad.

### **3.3 POBLACIÓN Y MUESTRA DE LA INVESTIGACIÓN**

#### **3.3.1 *Unidad de análisis***

Las MYPE, ubicada en el Cono Sur de Lima Metropolitana.

#### **3.3.2 *Población de estudio***

Lo conforman las Micro y Pequeña Empresa, MYPE, ubicadas en el Cono Sur de Lima Metropolitana inscritas como la Central de Asociaciones Empresariales y Empresarios de la Micro y Pequeña Empresa del Cono Sur de Lima, APEMIVES CONO SUR, en el Registro Nacional de Asociaciones de Micro y Pequeñas Empresas, RENAMYPE, las cuales agrupan 7 sectores productivos: Madera, Metal Mecánica, Confecciones, Artesanías, Fundición, Cuero y Calzado, así como Alimentos; siendo el gremio de productores más grande del Perú, agrupando más de 1 200 MYPE asociadas, del cual se escogió el sector de artesanías que agrupa a 150 Micro y Pequeñas Empresas.

#### **3.3.3 *Tamaño de muestra***

La muestra para esta investigación es representativa a fin de poder aplicar las técnicas destinadas al recojo de información de campo. El tamaño de la muestra, informa Bolaños (2012), se considerará en relación al principio de máxima variabilidad que se fundamenta en: La variabilidad positiva de 0,5 y la variabilidad

negativa de 0,5 con un nivel de confianza del 95% y un margen de error del 5%.

### 3.3.4 Selección de muestra

Para la selección de la muestra se utilizó la fórmula del muestreo aleatorio simple para una población finita y conocida: (Bolaños *et al.*, 2012).

$$n = \frac{z^2 * p * q * N}{N * E^2 + z^2 * p * q}$$

Donde:

$$N = 150$$

$$z = 0,95$$

$$p = 0,5$$

$$q = 0,5$$

$$E = 0,05$$

La muestra para esta investigación luego de efectuado el cálculo respectivo es 108.

### 3.3.5 Técnicas de recolección de Datos

- a) Análisis Documental: Con la finalidad de poder obtener la documentación teórica del problema de investigación para el presente estudio, se revisará textos y hechos vinculados al tema para la siguiente variable:  $X_1 = \text{Costo de Crédito}$ .



Técnicas de análisis:

1. Análisis documental.
  2. Indagación.
  3. Conciliación de datos.
  4. Tabulación de cuadros con cantidades y porcentajes.
- b) Por Encuesta: A los gerentes y dueños de las MYPE ubicadas en el Cono Sur de Lima Metropolitana, así como a funcionarios de CONASEV (hoy SMV), BVL y SBS.

Se plantearon las siguientes interrogantes:

- ¿Considera Ud., que el financiamiento influye en el crecimiento de las Micro y Pequeñas Empresas del Cono Sur de Lima Metropolitana?
- ¿Considera Ud., que las Instituciones Financieras facilitan el financiamiento a las Micro y Pequeñas Empresas del Cono Sur de Lima Metropolitana?
- ¿Considera Ud., que las líneas de crédito disponibles para las Micro y Pequeñas Empresas del Cono Sur de Lima Metropolitana son suficientes?
- ¿Considera Ud., importante el financiamiento para incrementar el capital de trabajo de éstas empresas?
- ¿Considera Ud., importante el financiamiento para la adquisición de Activo Fijo para las Micro y Pequeñas Empresas del Cono Sur de Lima Metropolitana?

- ¿Considera Ud., adecuado el costo del crédito de las líneas de financiamiento para las Micro y Pequeñas Empresas del Cono Sur de Lima Metropolitana?
- ¿Considera Ud., que existe una labor promotora del Estado a favor del financiamiento para las MYPE?
- ¿Tiene Ud., algún conocimiento respecto al Mercado de Valores?
- ¿Conoce Ud., que modalidades de inversión ofrece el Mercado de Valores?
- ¿Considera Ud., al Mercado de Valores como fuente de financiamiento para capital de trabajo y activo fijo?

Para la elaboración de la Encuesta se realizó la siguiente secuencia de trabajo:

- Preparación (20 días): Teniendo en consideración las características de las variables e indicadores, se formuló preguntas cuyo contenido sea inequívoco para que la persona que conteste fuese capaz de entender exactamente la interrogante.
- Desarrollo (15 días): Se explicó en forma breve el propósito de la Encuesta, así como también las instrucciones necesarias para completarla en forma sencilla y fácilmente comprensible.

Se empleó un formato de respuesta, utilizando tres alternativas: “Sí”, “No”, “No sabe, no opina”, para cada una de las preguntas de la Encuesta.

- Prueba: (10 días): Se calculó el Grado de Confiabilidad de los ítems que contiene la Encuesta.

El coeficiente Alfa de Cronbach, estima el límite inferior del coeficiente de fiabilidad en función de dos componentes del test: el número de ítems (o longitud de la prueba) y la proporción de varianza total de la prueba debida a la covarianza entre sus partes (ítems). (Ledesma, 2011)

Ello significa que la fiabilidad del test depende de su longitud y de la covarianza entre sus ítems. Alfa se expresa como: (Ledesma et al., 2011).

#### **FÓRMULA:**

$$Cf = \frac{N}{N-1} \left[ 1 - \frac{X(N-X)}{N \sigma^2} \right]$$

Donde:

Cf = Coeficiente de confiabilidad.

N = Puntaje máximo obtenido.

X = Promedio de los resultados del cuestionario.

$\sigma^2$  = Varianza de las puntuaciones del cuestionario.

Para calcular el Grado de Confiabilidad de la Encuesta utilizada para esta investigación se utilizó su logro o no logro para cada variable y se le asigna un puntaje según la norma de lógica bivalente:

Si (logro) = 1

No (logro) = 0

La tabla que permitió interpretar el valor que se obtuvo es la siguiente:

<b>0,53 o menos</b>	<b>=</b>	<b>Confiabilidad nula</b>
<b>0,54 a 0,59</b>	<b>=</b>	<b>Confiabilidad baja</b>
<b>0,60 a 0,65</b>	<b>=</b>	<b>Confiable</b>
<b>0,66 a 0,71</b>	<b>=</b>	<b>Muy confiable</b>
<b>0,72 a 0,99</b>	<b>=</b>	<b>Excelente confiabilidad</b>
<b>1,0</b>	<b>=</b>	<b>Confiabilidad perfecta</b>

Se obtuvo el siguiente resultado:

#### **GRADO DE CONFIABILIDAD**

Media:	18,8764308
Varianza:	255,6706527
Coefficiente de Confiabilidad:	93,85%

Se obtuvo un grado de confiabilidad superior a 72%, esto significa que el cuestionario aplicado posee excelente confiabilidad.

Para el caso que nos ocupa se ha obtenido el 93,85% después de tres ensayos lo cual nos indica que el cuestionario posee un excelente grado de confiabilidad.

- **Recolección de Datos:** El trabajo de campo tuvo una duración de 45 días.

## **CAPÍTULO 4: RESULTADOS Y DISCUSIÓN**

### **4.1 PRESENTACIÓN**

Este capítulo tiene el propósito de presentar el proceso que conduce a la demostración y validación de la hipótesis propuesta en la investigación: *“La Micro y Pequeña Empresa obtiene financiamiento mediante el Mercado de Valores”*.

Este capítulo comprende el cumplimiento de los objetivos de la investigación y un caso de aplicación práctica.

### **4.2 ANÁLISIS DE LAS VARIABLES**

#### ***4.2.1 Análisis sobre el costo del crédito***

El Sistema Financiero Nacional, fue diseñado para atender empresas medianas y grandes, con una fuerte estructura de activos realizables y con un negocio en marcha conocido. Para estas empresas, los instrumentos de gestión crediticia y cobertura del riesgo se da a través de un trato individualizado y por las garantías reales que este tipo de empresas ofrecen. La dimensión del cliente define las economías de escala de estas operaciones

crediticias, permitiendo absorber los costos propios de la intermediación financiera.

En tal sentido, la composición y naturaleza del riesgo, está determinada por el perfil de los tomadores del financiamiento-MYPE. En el cual influyen los factores del tamaño relativo a su estructura patrimonial y su posicionamiento en el mercado efectivo o potencial. Las Micro y Pequeñas Empresas constituyen un tipo de empresas que por su tamaño, estructura de capital y su peculiar inserción en los mercados, requieren de un tratamiento diferenciado y por lo tanto de una tecnología financiera diferente y un sistema financiero de carácter integral.

El sistema bancario y financiero ofrece altas tasas que permite a las MYPE la oportunidad para que acudan a los mercados de capitales para reducir sus tasas de interés, como componente de su costo financiero.

Las tasas de interés asociadas a las MYPES, según información de la SBS son a setiembre de 2014, las que se presentan en el Cuadro 11.

*Cuadro 11 Tasas efectivas máximas anuales en soles*

ITEM	EMPRESAS DEL SISTEMA BANCARIO Y FINANCIERO	TASAS EFECTIVAS ANUALES MÁXIMAS EN SOLES (%)	
		PEQUEÑA EMPRESA	MICRO EMPRESA
1	Sistema Bancario	32,30 %	52,00 %
2	Empresas Financieras	57,51 %	69,89 %
3	Cajas Municipales de Ahorro y Crédito	53,41 %	80,03 %
4	Cajas Rurales de Ahorro y Crédito	106,00 %	135,00 %
5	Edpymes	131,12 %	174,28 %

*Fuente.* Elaboración propia con datos de la SBS

La TCEA ofrecida por la Banca Múltiple, Empresas Financieras, CRAC, CMAC y EDPYME continua siendo cara porque se adiciona a la TEA del financiamiento, los gastos (cargos cobrados por cuenta de terceros, por ejemplo, seguro de desgravamen, gastos notariales); comisiones (cargos por servicios otorgados por la entidad financiera, por ejemplo, estados de cuenta, portes) y otros que sean aplicados a la operación crediticia.

Cuando la deuda se cancela mediante el pago de cuotas mensuales iguales, la TCEM, se calcula igualando la deuda con la suma de las actualizaciones de los flujos de pagos iguales.

Ejemplo:

Calcular la Tasa de Costo Efectivo Anual (TCEA) de un crédito de S/. 10 000 otorgado durante un mes (30 días) a la TEA del 51,99 %, aplicándose adicionalmente un costo mensual de Seguro de Desgravamen del 0,0515 % sobre el saldo del capital.

Calculando la TEM:

$$TEM = (1 + 51,99 \%)^{1/12} - 1 = 0,0355027 = 3,55 \%$$

Calculando el total a pagar (VF) al culminar los 30 días:

$$VF = 10\,000 \times (1 + 3,55 \%) = 10\,355$$

Calculando el costo del seguro de desgravamen:

$$0,00515 \times 10\,000 = 5,15$$

Calculando el costo total del crédito (Intereses + Seguro):

$$355 + 5,15 = 360,15$$

Calculando la Tasa de Costo Efectiva Mensual del crédito:

$$(360,15 / 10\ 000) \times 100 = 3,60\%$$

Calculando la Tasa de Costo Efectiva Anual:

$$TCEA = [(1 + 3,60\%)^{12} - 1] \times 100 = 52,87\%$$

### **El sistema actual de financiamiento que realiza Cofide**

En la actualidad Cofide cuenta con diversos programas para las MYPES, como son Microglobal, Propem, Habitat Productivo, Créditos subordinados y Fondemi.

La estructura del programa de financiamiento es la siguiente:

- Obtención de financiamiento: Cofide obtiene los recursos de diversas fuentes de financiamiento, siendo Cofide responsable de su devolución.
- Canalización de los recursos: Cofide canaliza los recursos a través de las instituciones financieras, siendo las instituciones financieras las que responden por su cumplimiento.
- Destinatarios: Las instituciones ofrecen los créditos a las tasas que estimen pertinentes con los usuarios MYPE.

#### **4.2.2 Análisis de la oferta y demanda del mercado de valores**

Para promover la participación de las MYPE en el mercado de valores, se debe determinar si existen, desde el lado de la oferta y



demanda de instrumentos financieros, importes que representen una oportunidad de acceso a fuentes de financiamiento.

Desde el lado de la oferta pública primaria de instrumentos financieros, que se cotizan en Bolsa, según información de la Superintendencia del Mercado de Valores, entre los años 2008 al 2013, se han colocado instrumentos financieros por valor de 16 mil millones de soles y US\$ 3 mil millones de dólares (Ver Cuadro 12).

*Cuadro 12 Instrumentos financieros colocados entre el 2008 y el 2013*

INSTRUMENTOS FINANCIEROS	MONEDA			
	Miles de US \$	%	Miles de S/.	%
Acciones	13 462	0,37	452 598	2,69
Bonos	3 078 471	83,96	12 709 038	75,45
Instrumentos de corto plazo	451 488	12,31	958 022	5,69
Certificados de depósito negociable	5 000	0,14	2 723 798	16,17
Senior Notes <sup>11</sup>	118 000	3,22	0	0,0
<b>TOTAL</b>	<b>3 666 421</b>	<b>100,00</b>	<b>16 843 456</b>	<b>100,00</b>

*Fuente.* Elaboración propia con información del anuario estadístico 2013 de la Superintendencia del Mercado de Valores

Se puede apreciar que la colocación de bonos resalta en el Cuadro anterior presentado, pues representa el 75,45 % de lo colocado en soles, y el 83,96 % de lo colocado en dólares.

<sup>11</sup> Las “senior notes” no son más que un tipo de bono cuya característica principal es su prioridad de pago por sobre cualquier otra deuda ante una potencial bancarrota. A diferencia de los bonos subordinados, la exigibilidad de pago de este bono está por encima del resto de pasivos del deudor. Su equivalencia en español sería “bonos senior”, aunque para evitar el anglicismo, se podría expresar como “bonos preferentes” o “bonos preferidos”.

Analizando la demanda de instrumentos financieros, resalta la participación de las Administradoras de Fondos de Pensiones, que al 30 de Mayo de 2014, suman 106 mil millones de soles (Ver Cuadro 13).

**Cuadro 13 Cartera de Inversiones AFP por sector del emisor (en miles de Nuevos Soles)**

INVERSIONES	HABITAT		INTEGRA		PRIMA		PROFUTURO		TOTAL SPP	
	MONTO	%	MONTO	%	MONTO	%	MONTO	%	MONTO	%
I. INVERSIONES LOCALES	140 902	63,25	27 340 522	62,34	20 527 548	60,50	17 348 652	61,71	65 357 624	61,59
1. Gobierno	27 752	19,70	5 577 806	20,40	5 028 499	24,50	3 266 335	18,83	13 900 391	21,27
2. Sistema Financiero	60 589	43,00	10 023 912	36,66	5 179 319	25,23	7 276 388	41,94	22 540 208	34,49
3. Empresas No Financieras	49 163	34,89	7 375 352	26,98	6 930 160	33,76	4 670 371	26,92	19 025 046	29,11
4. Administradoras de Fondos	145	0,10	2 194 582	8,03	1 286 178	6,27	799 790	4,61	4 280 695	6,55
5. Sociedades Titulizadoras	3 252	2,31	2 168 871	7,93	2 103 393	10,25	1 335 769	7,70	5 611 284	8,59
II. INVERSIONES EN EL EXTERIOR	82 026	36,82	16 779 259	38,26	12 849 313	37,87	10 795 428	38,40	40 506 027	38,17
1. Gobierno	0	0	783 834	4,67	630 592	4,91	335 177	3,10	1 749 603	4,32
2. Sistema Financiero	919	1,12	1 440 542	8,59	852 839	6,64	1 056 414	9,79	3 350 714	8,27
3. Empresas No Financieras	0	0	609 317	3,63	2 333 512	18,16	1 888 215	17,49	4 831 044	11,93
4. Administradoras de Fondos	81107	98,88	13 945 566	83,11	9 032 371	70,29	7 515 621	69,62	30 574 665	75,48
III. OPERACIONES EN TRÁNSITO	(164)	(0,07)	(266 066)	(0,61)	554 053	1,63	(32514)	(0,12)	255 309	0,24
<b>TOTAL</b>	<b>222 764</b>	<b>100</b>	<b>43 853 715</b>	<b>100</b>	<b>33 930 915</b>	<b>100</b>	<b>28 111 566</b>	<b>100</b>	<b>106 118 960</b>	<b>100</b>

*Fuente.* Elaboración propia con información de la SBS, sobre la cartera administrada por las AFP

Del cuadro presentado resalta que el 61,59 % de las inversiones corresponden al mercado local y el 38,17 % se encuentra en el exterior.

Se puede apreciar entonces, que tanto desde la oferta primaria de instrumentos financieros, así como desde la demanda, existe un mercado de valores, cuyos importes abren la posibilidad de participación de las MYPE para obtener financiamiento.

### ***El Mercado de Valores como potencial fuente de financiamiento para las MYPE***

De lo analizado en los párrafos anteriores se puede determinar lo siguiente:

- Las Administradoras de Fondos de Pensiones, al 30 de Mayo de 2014, gestionan 106 mil millones de soles, lo cual representa una extraordinaria oportunidad para las MYPE para acudir al Mercado de Valores y materializar la transferencia de fondos de quienes tienen superávit a quienes tienen déficit de recursos. Por ejemplo, si solo se destinara el 1 % del fondo gestionado por las AFP, se estaría frente a una capacidad de financiamiento de 1 060 millones de soles.
- Los instrumentos a ser emitidos por las MYPE, podrían ser adquiridos por los miles de inversionistas, que son los aportantes a los fondos de pensiones, con lo cual se dispersa el riesgo, sin afectar el elegido por el inversionista.
- Sería necesario que se proporcione información de las operaciones de las MYPE que decidan acceder al sistema de financiamiento, ya que a mayor confianza menor riesgo y prima, lo que deriva en un menor costo financiero.
- La participación de las MYPE en el Mercado de Valores implica la exigencia de proporcionar información, con lo cual el mercado de las MYPE tendría mayores niveles de transparencia, que no existe en la actualidad.

#### **4.2.3 Análisis de la información disponible de las MYPE en el sistema financiero**

No existen registros con información de las MYPE de acceso al público, solamente, de aquellas que acuden al sistema financiero se pueden tomar como punto de partida para el análisis.

Es necesario que las MYPE que participen en el financiamiento a través del Mercado de Valores, tengan una experiencia crediticia previa que los identifique como buenos pagadores. Por lo cual, a continuación en base a las estadísticas que ofrece en su portal Web la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, se analizará la situación de los créditos según tipo, además de lo acotado entre los años 2012 a 2014:

En el año 2012, al 30 de setiembre, se podía observar lo siguiente:

- Para las micro empresas, los créditos vigentes ascendían a S/. 8 mil millones, de los cuales el 6,27% representaba refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos. Estas estadísticas muestran un potencial de micro empresas con historial crediticio, que pueden participar del proceso de estructuración de emisión obligaciones como mecanismo de financiamiento en el mercado de valores (Ver Cuadro 14).

**Cuadro 14 Créditos Micro empresas Setiembre 2012 (en miles de Nuevos Soles)**

Créditos directos según tipo de crédito y situación	Microempresas (setiembre 2012)						
	Vigentes	Refinanciados y reestructurados	Atrasados	Vigentes sin refinanciamiento, reestructuración o retraso	%	Refinanciados, reestructurados y con retraso	%
Bancos	2 414 512	27 263	71 273	2 315 976	95,92	98 536	4,08
Empresas Financieras	2 198 731	9 392	103 423	2 085 917	94,87	112 815	5,13
Cajas Municipales de Ahorro y Crédito	2 521 915	34 467	185 506	2 301 941	91,28	219 974	8,72
Cajas Rurales de Ahorro y Crédito	745 383	12 828	49 016	683 539	91,70	61 844	8,30
Edpymes	366 184	1 880	22 151	342 153	93,44	24 031	6,56
<b>TOTAL</b>	<b>8 246 725</b>	<b>85 830</b>	<b>431 369</b>	<b>7 729 527</b>	<b>93,73</b>	<b>517 199</b>	<b>6,27</b>

Fuente. Elaboración propia con información del portal Web de la SBS

- En lo que respecta a las pequeñas empresas, los créditos vigentes ascendieron a S/. 18,6 mil millones, de los cuales el 8,65 % representaba refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos (Ver Cuadro 15).

**Cuadro 15 Créditos Pequeñas empresas Setiembre 2012 (en miles de Nuevos Soles)**

Créditos directos según tipo de crédito y situación	Pequeñas empresas (setiembre 2012)						
	Vigentes	Refinanciados y reestructurados	Atrasados	Vigentes sin refinanciamiento, reestructuración o retraso	%	Refinanciados, reestructurados y con retraso	%
Bancos	11 610 092	268 132	657 063	10 684 897	92,03	925 195	7,97
Empresas Financieras	2 008 126	27 416	115 493	1 865 217	92,88	142 910	7,12
Cajas Municipales de Ahorro y Crédito	3 953 811	90 683	352 647	3 510 481	88,79	443 330	11,21
Cajas Rurales de Ahorro y Crédito	789 745	22 078	51 214	716 453	90,72	73 291	9,28
Edpymes	286 412	2 879	24 976	258 558	90,27	27 855	9,73
<b>TOTAL</b>	<b>18 648 187</b>	<b>411 188</b>	<b>1 201 393</b>	<b>17 035 605</b>	<b>91,35</b>	<b>1 612 581</b>	<b>8,65</b>

Fuente. Elaboración propia con información del portal Web de la SBS

En setiembre del 2012, existía en total MYPE con un potencial de S/. 24,7 mil millones en créditos sin refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos (Ver Cuadro 16).

*Cuadro 16 Créditos MYPE Setiembre 2012 (en miles de Nuevos Soles)*

Créditos directos según tipo de crédito y situación	Total MYPE (setiembre 2012)						
	Vigentes	Refinanciados y reestructurados	Atrasados	Vigentes sin refinanciamiento, reestructuración o retraso	%	Refinanciados, reestructurados y con retraso	%
Bancos	14 024 604	295 395	728 336	13 000 874	92,70	1 023 731	7,30
Empresas Financieras	4 206 858	36 808	218 916	3 951 133	93,92	255 725	6,08
Cajas Municipales de Ahorro y Crédito	6 475 726	125 151	538 154	5 812 422	89,76	663 304	10,24
Cajas Rurales de Ahorro y Crédito	1 535 128	34 906	100 230	1 399 992	91,20	135 135	8,80
Edpymes	652 596	4 759	47 126	600 711	92,05	51 885	7,95
<b>TOTAL</b>	<b>26 894 912</b>	<b>497 019</b>	<b>1 632 761</b>	<b>24 765 132</b>	<b>92,08</b>	<b>2 129 780</b>	<b>7,92</b>

*Fuente.* Elaboración propia con información del portal Web de la SBS

En el año 2013, al 30 de setiembre, se apreciaba lo siguiente:

- Para las micro empresas, los créditos vigentes ascendían a S/. 7,9 mil millones, de los cuales el 6,92 % representaba refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos (Ver Cuadro 17).

**Cuadro 17 Créditos Micro empresas Setiembre 2013 (en miles de Nuevos Soles)**

Créditos directos según tipo de crédito y situación	Microempresas (setiembre 2013)						
	Vigentes	Refinanciados y reestructurados	Atrasados	Vigentes sin refinanciamiento, reestructuración o retraso	%	Refinanciados, reestructurados y con retraso	%
Bancos	1 941 254	24 190	77 754	1 839 310	94,75	101 944	5,25
Empresas Financieras	2 687 159	16 166	133 884	2 537 109	94,42	150 050	5,58
Cajas Municipales de Ahorro y Crédito	2 599 751	34 752	201 833	2 363 166	90,90	236 585	9,10
Cajas Rurales de Ahorro y Crédito	375 198	4 452	35 528	335 218	89,34	39 980	10,66
Edpymes	379 090	2 374	21 406	355 310	93,73	23 779	6,27
<b>TOTAL</b>	<b>7 982 453</b>	<b>81 935</b>	<b>470 405</b>	<b>7 430 113</b>	<b>93,08</b>	<b>552 339</b>	<b>6,92</b>

Fuente. Elaboración propia con información del portal Web de la SBS

- En lo que respecta a las pequeñas empresas, los créditos vigentes ascendieron a S/. 19,9 mil millones, de los cuales el 10,92 % representaba refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos (Ver Cuadro 18).

**Cuadro 18 Créditos Pequeñas empresas Setiembre 2013 (en miles de Nuevos Soles)**

Créditos directos según tipo de crédito y situación	Pequeñas empresas (setiembre 2013)						
	Vigentes	Refinanciados y reestructurados	Atrasados	Vigentes sin refinanciamiento, reestructuración o retraso	%	Refinanciados, reestructurados y con retraso	%
Bancos	12 339 654	306 120	975 397	11 058 138	89,61	1 281 517	10,39
Empresas Financieras	2 536 951	36 128	191 045	2 309 779	91,05	227 172	8,95
Cajas Municipales de Ahorro y Crédito	4 307 174	102 841	462 923	3 741 410	86,86	565 764	13,14
Cajas Rurales de Ahorro y Crédito	478 900	18 642	57 386	402 872	84,12	76 028	15,88
Edpymes	308 840	3 935	27 328	277 577	89,88	31 263	10,12
<b>TOTAL</b>	<b>19 971 519</b>	<b>467 666</b>	<b>1 714 079</b>	<b>17 789 775</b>	<b>89,08</b>	<b>2 181 744</b>	<b>10,92</b>

Fuente. Elaboración propia con información del portal Web de la SBS

En setiembre del 2013, existía en total MYPE con un potencial de S/. 25,2 mil millones en créditos sin refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos (Ver Cuadro 19).

*Cuadro 19 Créditos MYPE Setiembre 2013 (en miles de Nuevos Soles)*

Créditos directos según tipo de crédito y situación	Total MYPE (setiembre 2013)						
	Vigentes	Refinanciados y reestructurados	Atrasados	Vigentes sin refinanciamiento, reestructuración o retraso	%	Refinanciados, reestructurados y con retraso	%
Bancos	14 280 909	330 310	1 053 150	12 897 448	90,31	1 383 461	9,69
Empresas Financieras	5 224 110	52 294	324 929	4 846 887	92,78	377 223	7,22
Cajas Municipales de Ahorro y Crédito	6 906 925	137 593	664 755	6 104 576	88,38	802 349	11,62
Cajas Rurales de Ahorro y Crédito	854 098	23 094	92 915	738 090	86,42	116 009	13,58
Edpymes	687 929	6 309	48 734	632 887	92,00	55 042	8,00
<b>TOTAL</b>	<b>27 953 972</b>	<b>549 600</b>	<b>2 184 483</b>	<b>25 219 888</b>	<b>90,22</b>	<b>2 734 084</b>	<b>9,78</b>

*Fuente. Elaboración propia con información del portal Web de la SBS*

En el presente año, al 30 de setiembre, se puede señalar lo siguiente:

- Para las micro empresas, los créditos vigentes ascendían a S/. 7,9 mil millones, de los cuales el 7,37 % representaba refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos (Ver Cuadro 20).



**Cuadro 20 Créditos Micro empresas Setiembre 2014 (en miles de Nuevos Soles)**

Créditos directos según tipo de crédito y situación	Microempresas (setiembre 2014)						
	Vigentes	Refinanciados y reestructurados	Atrasados	Vigentes sin refinanciamiento, reestructuración o retraso	%	Refinanciados, reestructurados y con retraso	%
Bancos	1 567 486	16 193	63 325	1 487 968	94,93	79 518	5,07
Empresas Financieras	3 052 628	17 483	156 163	2 878 982	94,31	173 645	5,69
Cajas Municipales de Ahorro y Crédito	2 628 759	35 160	217 542	2 376 057	90,39	252 702	9,61
Cajas Rurales de Ahorro y Crédito	386 135	4 919	54 006	327 210	84,74	58 925	15,26
Edpymes	326 773	1 895	20 073	304 805	93,28	21 967	6,72
<b>TOTAL</b>	<b>7 961 781</b>	<b>75 649</b>	<b>511 109</b>	<b>7 375 023</b>	<b>92,63</b>	<b>586 758</b>	<b>7,37</b>

Fuente. Elaboración propia con información del portal Web de la SBS

- En lo que respecta a las pequeñas empresas, los créditos vigentes ascendieron a S/. 20 mil millones, de los cuales el 12,34 % representaba refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos (Ver Cuadro 21).

**Cuadro 21 Créditos Pequeñas empresas Setiembre 2014 (en miles de Nuevos Soles)**

Créditos directos según tipo de crédito y situación	Pequeñas empresas (setiembre 2014)						
	Vigentes	Refinanciados y reestructurados	Atrasados	Vigentes sin refinanciamiento, reestructuración o retraso	%	Refinanciados, reestructurados y con retraso	%
Bancos	11 476 329	284 517	1 111 669	10 080 143	87,83	1 396 187	12,17
Empresas Financieras	3 174 228	45 031	264 871	2 864 326	90,24	309 902	9,76
Cajas Municipales de Ahorro y Crédito	4 641 962	124 352	515 623	4 001 987	86,21	639 975	13,79
Cajas Rurales de Ahorro y Crédito	476 689	17 652	86 085	372 952	78,24	103 737	21,76
Edpymes	300 786	5 422	21 347	274 017	91,10	26 770	8,90
<b>TOTAL</b>	<b>20 069 994</b>	<b>476 974</b>	<b>1 999 596</b>	<b>17 593 424</b>	<b>87,66</b>	<b>2 476 570</b>	<b>12,34</b>

Fuente. Elaboración propia con información del portal Web de la SBS

En total a setiembre del 2014, existe un potencial MYPE de S/. 24,9 mil millones en créditos sin refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos (Ver Cuadro 22).

*Cuadro 22 Créditos MYPE Setiembre 2014 (en miles de Nuevos Soles)*

Créditos directos según tipo de crédito y situación	Total MYPE (setiembre 2014)						
	Vigentes	Refinanciados y reestructurados	Atrasados	Vigentes sin refinanciamiento, reestructuración o retraso	%	Refinanciados, reestructurados y con retraso	%
Bancos	13 043 816	300 710	1 174 995	11 568 111	88,69	1 475 705	11,31
Empresas Financieras	6 226 855	62 514	421 033	5 743 308	92,23	483 547	7,77
Cajas Municipales de Ahorro y Crédito	7 270 721	159 511	733 165	6 378 045	87,72	892 677	12,28
Cajas Rurales de Ahorro y Crédito	862 824	22 571	140 091	700 162	81,15	162 662	18,85
Edpymes	627 559	7 317	41 420	578 822	92,23	48 737	7,77
<b>TOTAL</b>	<b>28 031 775</b>	<b>552 623</b>	<b>2 510 705</b>	<b>24 968 447</b>	<b>89,07</b>	<b>3 063 328</b>	<b>10,93</b>

*Fuente.* Elaboración propia con información del portal Web de la SBS

Lo indicado, muestra estadísticas que representan un potencial de micro y pequeñas empresas con historial crediticio que pueden participar del proceso de estructuración de emisiones obligaciones, como mecanismo de financiamiento en el Mercado de Valores.

#### **4.2.4 Análisis de las Tasas de colocación de ofertas públicas primarias (Bonos e ICP)**

A continuación se muestra las tasas de interés del Mercado de Valores, se puede indicar de acuerdo a la estadística, las mismas

han estado entre 3,12 % y 7,53 % para las emisiones de Bonos en dólares y entre el 3,37 % y el 10,47 % para bonos en soles; asimismo han estado entre 2,79 % y 6 % para las emisiones de Instrumentos de Corto Plazo (ICP) en dólares y entre el 3,75 % y 5,79 % para ICP en soles (Ver Cuadro 23).

**Cuadro 23 Emisiones de Bonos e ICP colocados en el año 2013**

Emisiones 2013	Emisiones colocadas en el 2013			Tipo de Tasa de Colocación	
	Cantidad	Importe (millones)	Plazos	TINA <sup>12</sup>	RI <sup>13</sup>
Bonos US\$ (*)	11	513,57	Entre 5 y 26 años	Entre 3,12 y 7,53 %	
Bonos S/. (*)	33	1 913,12	Entre 3 y 30 años	Entre 3,37 y 10,47 %	
ICP US\$	9	27,01	Entre 120 y 360 días		Entre 2,79 y 6%
ICP S/.	12	340	Entre 90 y 360 días		Entre 3,75 y 5,79%

Nota: Incluye Bonos Corporativos, Subordinados y de Titulización

Fuente. Elaboración propia con información del anuario estadístico 2013 de la Superintendencia del Mercado de Valores

Como se puede apreciar los Bonos son los instrumentos más utilizados, entre los principales, informa García (2013), tenemos:

- Bonos de Arrendamiento Financiero: Son emitidos para financiar operaciones de arrendamiento financiero, especialmente por parte de entidades financieras.

<sup>12</sup> Tasa de interés nominal anual: Es el interés que capitaliza más de una vez al año. Se trata de un valor de referencia utilizado en las operaciones financieras que suele ser fijado por las autoridades para regular los préstamos y depósitos.

<sup>13</sup> El rendimiento es el beneficio monetario que genera un instrumento financiero, tanto por rendimiento explícito como implícito. El rendimiento explícito es el valor del cupón del bono o de los intereses de un préstamo que se reciben de una forma periódica, mientras que el rendimiento implícito corresponde a la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta del instrumento involucrado durante el periodo de tiempo que se lo mantuvo.

- Bonos Hipotecarios: Son emitidos para financiar operaciones hipotecarias, especialmente, por parte de entidades financieras.
- Bonos Subordinados: Son emitidos especialmente por entidades financieras.
- Bonos Corporativos: Son emitidos por empresas no financieras; sin embargo, las entidades responden con garantías genéricas sobre el patrimonio de las empresas.
- Bonos de Titulización: Requieren la constitución de patrimonios autónomos que respalden el pago de los flujos futuros comprometidos con los adquirientes de los bonos, y en tal sentido reducen el riesgo de los potenciales incumplimientos.

Los Instrumentos de Corto Plazo, informa Mendiola *et al.* (2014), son valores representativos de deuda emitidos a plazos menores de un año; estos instrumentos pueden emitirse a través de títulos o anotaciones en cuenta.

Solo se pueden usar como instrumentos de corto plazo los papeles comerciales que se contemplan en la Ley de Títulos Valores (Mendiola *et al.*, 2014).

Para la emisión de éstos instrumentos, informa Mendiola *et al.* (2014), los bancos y las demás instituciones financieras están sujetas a la Ley General del Sistema Financiero.

#### 4.2.5 Análisis comparativo de los financiamientos directo e indirecto

La diferencia entre la tasa de interés activa promedio en soles del año 2012 y la tasa promedio pagada por papeles comerciales a plazos no superiores a 360 días (papeles comerciales y certificados de depósito) describe para las medianas y pequeñas empresas un margen de 600 y 1 700 puntos básicos, respectivamente, en los costos de financiamiento (Ver Cuadro 24) (Mendiola *et al.*, 2014).

Cuadro 24 Tasas de colocación de créditos versus papeles comerciales

TIPO DE FINANCIAMIENTO	TASA DE INTERÉS EN EL PERIODO ENERO-DICIEMBRE 2012	SPREAD <sup>14</sup>
Crédito corporativo	5,90 %	0,80 %
Crédito gran empresa	7,30 %	2,20 %
Crédito mediana empresa	11,10 %	6,00 %
Crédito pequeña empresa	22,90 %	17,80 %
Promedio de papeles comerciales	5,10 %	
Máximo de papeles comerciales	5,60 %	
Mínimo de papeles comerciales	4,00 %	
Desviación estándar	0,60 %	

Fuente. Datos tomados de Mendiola *et al.* (2014)

<sup>14</sup> Mientras que el concepto de base realiza una comparación entre los precios de contado y futuro, el concepto de spread relaciona los precios de dos contratos de futuros, siendo el spread precisamente la diferencia entre ambos.

Existen dos posibilidades en cuanto a la comparación entre dos contratos de futuros:

- Si se comparan los precios de dos contratos referidos al mismo activo, pero con diferentes fechas de vencimiento, nos encontramos con el *spread* temporal o intraspread.
- Si la comparación se realiza entre contratos de futuros con la misma fecha de vencimiento pero referidos a diferentes activos, tenemos el interspread.

Esto confirma, informa Mendiola *et al.* (2014), que existe para ellas un importante margen de ahorro potencial en la tasa de interés, en caso de acceder al mercado de capitales.

### **4.3 INTERPRETACIÓN DE RESULTADOS OBTENIDOS EN LA PRUEBA DE CAMPO**

#### ***4.3.1 Interpretación de los resultados de la encuesta***

La encuesta fue realizada a gerentes y dueños de las MYPE ubicadas en el Cono Sur de Lima Metropolitana, así como también a funcionarios de SMV, BVL y SBS.

El objetivo de la encuesta fue determinar de manera cualitativa:

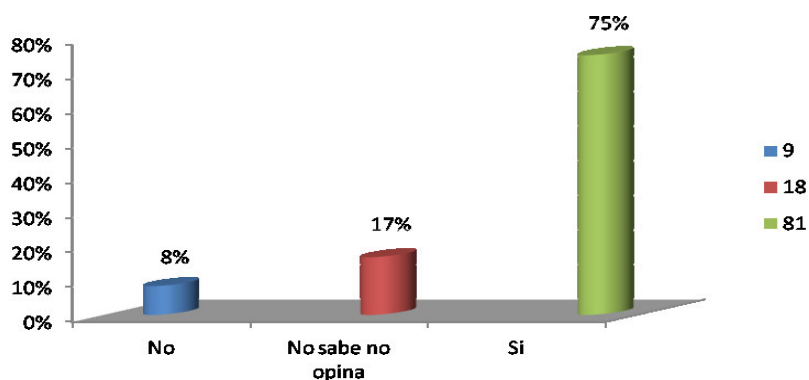
- El acceso a información del Sistema Financiero, así como el acceso a sus servicios (financiamiento para Capital de Trabajo y Activo Fijo) por parte de las MYPE ubicadas en el Cono Sur de Lima Metropolitana y su influencia para el desarrollo de las mismas.
- El conocimiento respecto a las modalidades de financiamiento que ofrece el Mercado de Valores, mediante la emisión de instrumentos financieros de los gerentes y dueños de las MYPE ubicadas en el Cono Sur de Lima Metropolitana.
- Dar a conocer la opinión de funcionarios de SBS respecto al costo de crédito MES, así como su evolución.

- Hacer de conocimiento la opinión de funcionarios de SMV y BVL, respecto a la difusión de los mecanismos de emisión de instrumentos financieros (Bonos e ICP) tanto en el Mercado general como en el alternativo; así como la posibilidad que las MYPE se fondeen por dichos mercados.

Los resultados de la encuesta son los siguientes:

- El 75 % de los encuestados si consideran que el financiamiento influye en el crecimiento de las MYPE ubicadas en el Cono Sur de Lima Metropolitana.

Lo cual, permite ratificar la opinión de que un financiamiento favorable ayuda a impulsar el crecimiento de las MYPE (Ver Figura 8).

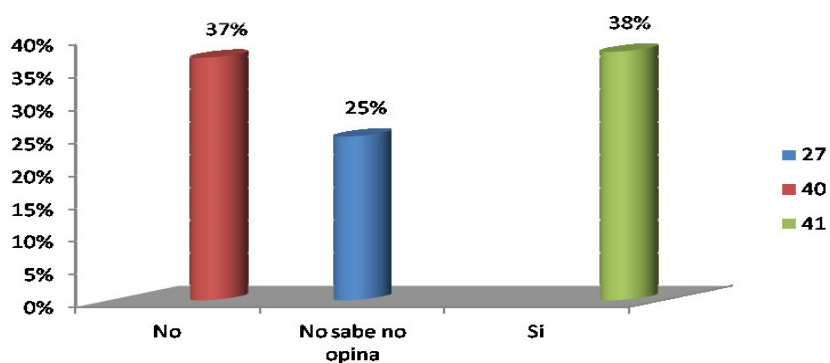


**Figura 8 Financiamiento - Crecimiento**

*Fuente.* Encuesta a funcionarios de CONASEV (hoy SMV), Bolsa de Valores de Lima, SBS y microempresarios del Cono Sur de Lima Metropolitana

- El 38 % de los encuestados indican que las Instituciones Financieras facilitan el financiamiento de las MYPE ubicadas en el Cono Sur de Lima Metropolitana.

Ésta equidad, no nos permite determinar si las Instituciones Financieras facilitan el financiamiento a las MYPE del Cono Sur de Lima Metropolitana (Ver Figura 9).



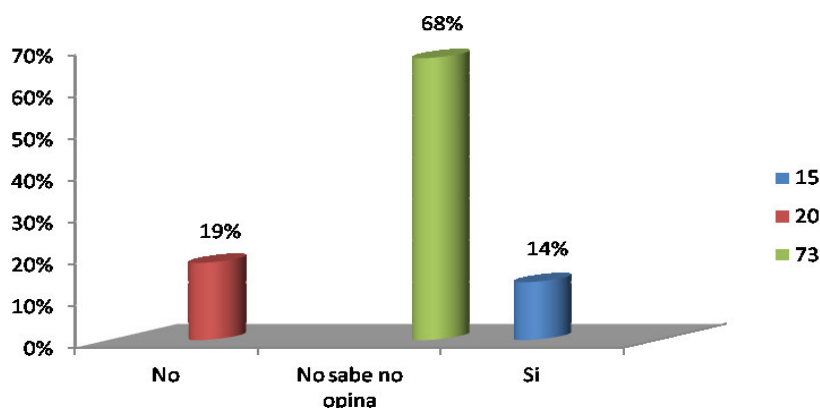
**Figura 9 Financiamiento-Instituciones Financieras**

*Fuente.* Encuesta a funcionarios de SBS y microempresarios del Cono Sur de Lima Metropolitana

- El 68 % de los encuestados, indican que no son suficientes las líneas de crédito ofrecidas para las MYPE ubicadas en el Cono Sur de Lima Metropolitana.

Lo cual nos permite indicar que a pesar de la bancarización del sector las líneas de crédito ofrecidas para el financiamiento de las MYPE son aún insuficientes, debido al alto costo de las TCEA (Ver Figura 10).



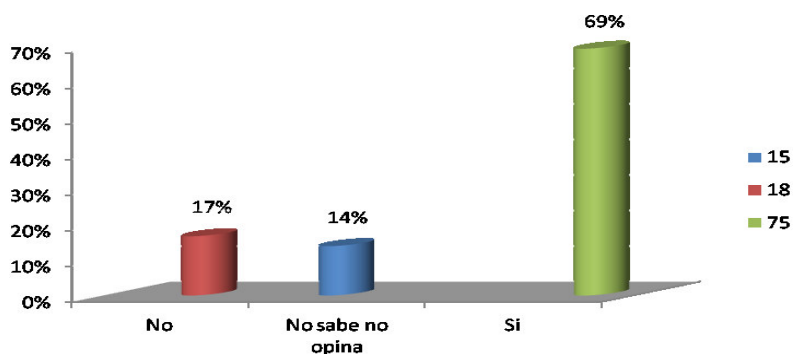


**Figura 10 Financiamiento-Líneas de Crédito**

*Fuente.* Encuesta a funcionarios de SBS y microempresarios del Cono Sur de Lima Metropolitana

- El 69 % de los encuestados, indican que si es importante incrementar el financiamiento de capital de trabajo para las MYPES ubicadas en el Cono Sur de Lima Metropolitana.

Lo cual nos permite indicar obtener financiamiento para capital de trabajo es muy importante para el crecimiento de las MYPE (Ver Figura 11).

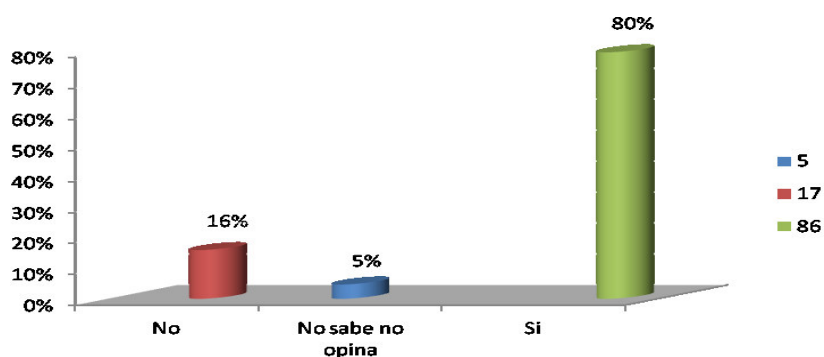


**Figura 11 Financiamiento-Capital de Trabajo**

*Fuente.* Encuesta a funcionarios de CONASEV (hoy SMV), Bolsa de Valores de Lima, SBS y microempresarios del Cono Sur de Lima Metropolitana

- El 80 % de los encuestados, indican que si es importante incrementar el financiamiento de activo fijo para las MYPE ubicadas en el Cono Sur de Lima Metropolitana.

Igualmente, el resultado nos permite ratificar la opinión de que obtener financiamiento para activo fijo es muy importante para el crecimiento de las MYPE (Ver Figura 12).

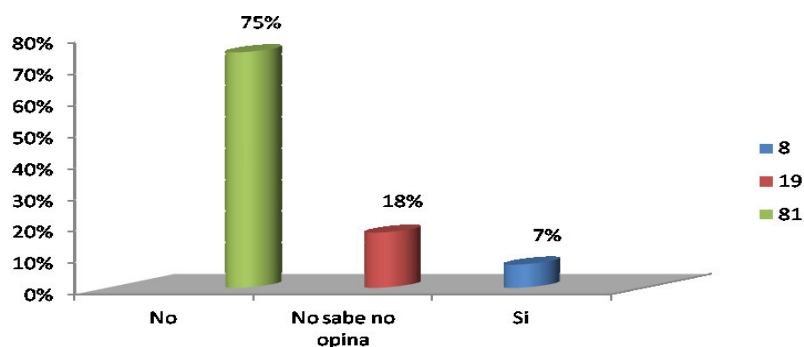


**Figura 12 Financiamiento-Activo Fijo**

*Fuente.* Encuesta a funcionarios de CONASEV (hoy SMV), Bolsa de Valores de Lima, SBS y microempresarios del Cono Sur de Lima Metropolitana

- El 75 % de los encuestados, indican que no es adecuado el costo de crédito de las líneas de financiamiento para las MYPE ubicadas en el Cono Sur de Lima Metropolitana.

Lo indicado, nos permite ratificar la opinión de que el costo de crédito de las MYPE continúa siendo caro (Ver Figura 13).

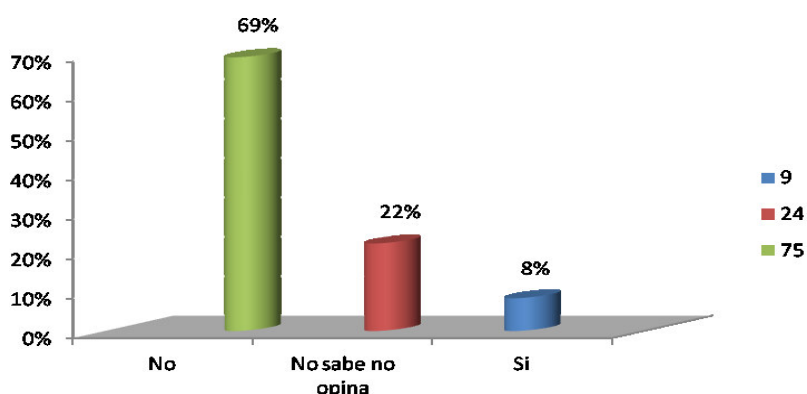


**Figura 13 Financiamiento-Costo de Crédito**

*Fuente.* Encuesta a funcionarios de SBS y microempresarios del Cono Sur de Lima Metropolitana

- El 70 % de los encuestados, indican que el Estado no cumple una función promotora a favor del financiamiento para las MYPE ubicadas en el Cono Sur de Lima Metropolitana.

Lo señalado, nos permite ratificar la opinión de que el Estado aún no cumple una labor promotora eficaz a favor del financiamiento para las MYPE lo cual contribuya a su crecimiento (Ver Figura 14).

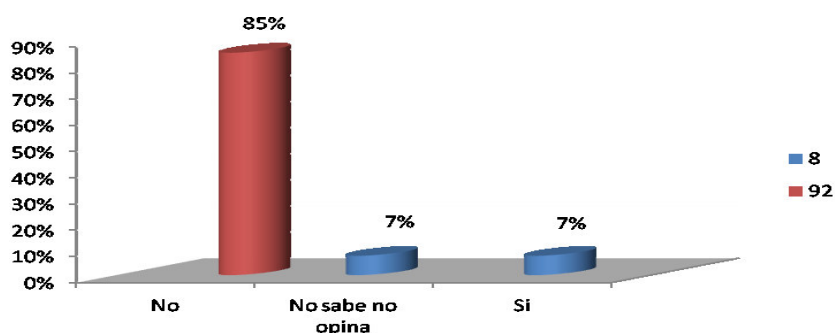


**Figura 14 MYPE-Estado**

*Fuente.* Encuesta a microempresarios del Cono Sur de Lima Metropolitana

- El 86 % de los encuestados, indican que no tienen conocimiento alguno respecto al Mercado de Valores.

Todo lo anterior, nos permite ratificar la opinión de que no se tienen mayor conocimiento respecto al Mercado de Valores por parte de los microempresarios ubicados en el Cono Sur de Lima Metropolitana (Ver Figura 15).

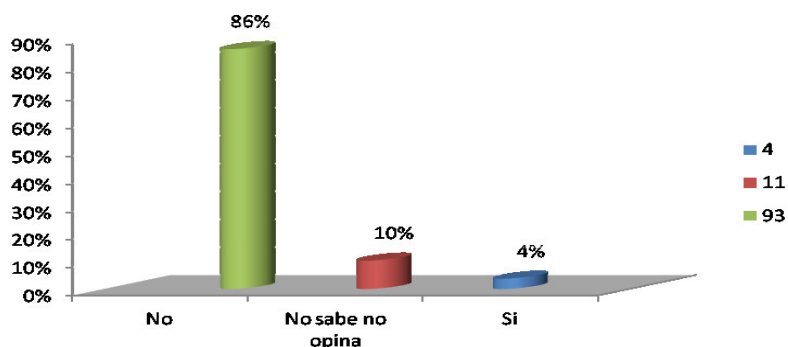


**Figura 15 Mercado de Valores-Conocimiento**

*Fuente.* Encuesta a microempresarios del Cono Sur de Lima Metropolitana

- El 86 % de los encuestados, indican que definitivamente no tienen conocimiento alguno respecto a las modalidades de inversión que ofrece el Mercado de Valores.

Lo cual, nos permite ratificar la opinión de que no se tienen mayor conocimiento respecto a las modalidades de inversión que ofrece el Mercado de Valores (Ver Figura 16).

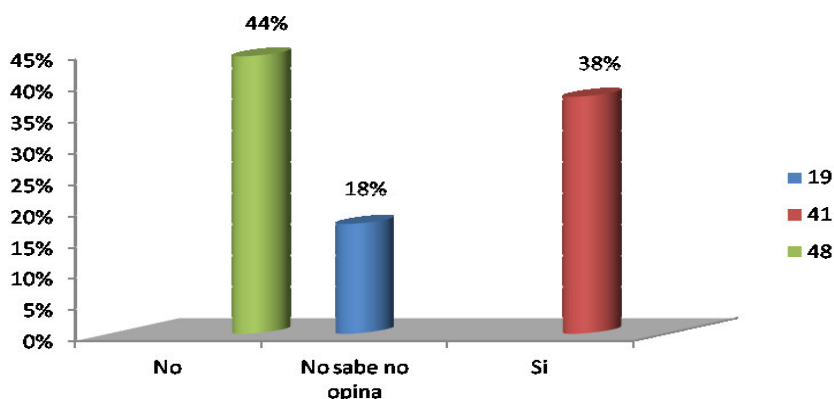


**Figura 16 Mercado de Valores-Modalidades de Inversión**

*Fuente.* Encuesta a microempresarios del Cono Sur de Lima Metropolitana

- El 44 % de los encuestados, indican que no considera al Mercado de Valores como fuente de financiamiento para las MYPE.

Lo señalado, nos permite indicar que probablemente debido al desconocimiento del Mercado de Valores y su funcionamiento no se considera como una fuente de financiamiento para las MYPE; sin embargo no se descarta que si pueda serlo (Ver Figura 17).



**Figura 17 Mercado de Valores-Fuentes de Financiamiento**

*Fuente.* Encuesta a funcionarios de CONASEV (hoy SMV), Bolsa de Valores de Lima, SBS y microempresarios del Cono Sur de Lima Metropolitana

Los resultados de la encuesta realizada se muestran en el Anexo 6.

#### **4.4 CONTRASTACIÓN DE LA HIPÓTESIS**

Para las pruebas de hipótesis se han considerado las variables y analizado sus indicadores en el presente capítulo, provenientes de diversas fuentes de información secundaria obtenidas de las estadísticas publicadas en las páginas Web de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, así como de la Superintendencia del Mercado de Valores.

##### ***4.4.1 De La Hipótesis General***

La Hipótesis General señala: “Las Micro y Pequeñas Empresas obtienen financiamiento mediante el Mercado de Valores”.

Se han diseñado Hipótesis Específicas, cuyo análisis de resultados que se presenta más adelante, permite contrastar la Hipótesis General, siendo posible el financiamiento de las MYPES a través del Mercado de Valores, mediante la emisión de ICP, en tanto se reduzca su riesgo financiero, además, que se diversifique los instrumentos financieros a emitirse.

Se plantea la siguiente función matemática con respecto a la Hipótesis General:

Financiamiento para la MYPE = f (Mercado de Valores)

Donde la relación es directamente proporcional:

Aumenta	Aumenta
Financiamiento para la MYPE = f (Mercado de Valores)	

#### **4.4.2 De las Hipótesis Específicas**

- a) De la Hipótesis Específica N° 01:  
 “Si las MYPE acceden al Mercado de Valores, se reduce la tasa de interés que tienen que asumir al acudir al Sistema Financiero Indirecto”.

Las altas tasas de interés (TCEA) que asumen las MYPE impiden su crecimiento, por lo que se consideran como variables de análisis las tasas de interés que pagan las MYPE por sus operaciones en el Sistema Financiero Indirecto.

- b) De la Hipótesis Específica N° 02:  
 “Si se permite a los inversionistas institucionales invertir en instrumentos financieros (ICP) a emitirse por las MYPE, se promovería la participación de las mismas en el Mercado de Valores”.

Se está considerando como variables de análisis los niveles de inversión de los potenciales inversionistas por tipo de instrumento financiero.

#### 4.4.3 Presentación de Resultados

a) De la Hipótesis Específica N° 01:

Se ha verificado que “Si las MYPE acceden al Mercado de Valores, se reduce la tasa de interés que tienen que asumir al acudir al Sistema Financiero Indirecto”. Las altas tasas de interés que asumen las MYPE impiden su crecimiento. Las tasas efectivas anuales máximas que se alcanzaron en Setiembre de 2014, fueron las siguientes:

- En el Sistema Bancario se alcanzó el 32,30 % para las pequeñas empresas y 52 % para las micro empresas.
- En las Empresas Financieras se alcanzó el 57,51 % para las pequeñas empresas y 69,89 % para las micro empresas.
- En las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito se alcanzó el 53,41 % para las pequeñas empresas y 80,03 % para las micro empresas.
- En las Cajas Rurales de Ahorro y Crédito se alcanzó el 106 % para las pequeñas empresas y 135 % para las micro empresas.
- En las Edpymes se alcanzó el 131,12 % para las pequeñas empresas y 174,28 % para las micro empresas.

b) De la Hipótesis Específica N° 02:

Se ha verificado que: “Si se permite a los inversionistas institucionales invertir en instrumentos financieros (ICP) a emitirse por las MYPE, se promovería la participación de las



mismas en el Mercado de Valores”. El Mercado de Valores cuenta con potenciales inversionistas para las MYPE; en atención a que:

- Por el lado de la oferta de instrumentos financieros, entre los años 2008 y 2013, se han colocado instrumentos financieros por valor de 16,8 mil millones de soles y US\$ 3,6 mil millones de dólares.
- Por el lado de la demanda de instrumentos financieros, resalta la participación de las Administradoras de Fondo de Pensiones, que al 30 de Mayo de 2014, suman 106 mil millones de soles.

Cabe destacar, que la falta de información, informalidad, debilidad en la gestión impactan en el riesgo financiero de las MYPES; siendo necesario promover su transparencia mediante prácticas de:

- Buen gobierno corporativo.
- Transparencia en la información.
- Creación de un mecanismo de centralización de información de las MYPE, para que pueda ser de acceso al público, a los inversionistas y reducir el riesgo que representan.
- Presentación de información del grupo económico que conforman.

c) De la Hipótesis General:

Se ha verificado que: “Las Micro y Pequeñas Empresas obtienen financiamiento mediante el Mercado de Valores”. Es posible que las MYPE obtengan financiamiento a través

del Mercado de Valores mediante la emisión de ICP, en tanto se reduzca el riesgo financiero y se diversifique la colocación de los instrumentos financieros a emitirse; para lo cual es necesario:

- La presencia de potenciales inversionistas como las AFP debe ser aprovechada.
- El Mercado de Valores representa una reducción del costo de financiamiento para las MYPE.
- Aprovechar las prácticas de transparencia y de buen gobierno corporativo para reducir el riesgo financiero que representan las MYPE, y por ende de su costo financiero.
- La estructuración de la operación financiera se realice con COFIDE.

## **4.5 ACCESO AL MERCADO DE CAPITALES DE LA EMPRESA TIENDAS EFE S.A.**

### ***4.5.1 Descripción del Negocio***

Tiendas EFE fue creada bajo la denominación de “Tractores y Motores S.A.” el 3 de febrero de 1966 por el Grupo Ferreyros. Inició sus operaciones con la venta de electrodomésticos en la ciudad de Chiclayo, para posteriormente incursionar en la venta

de computadoras, celulares, y fotocopiadoras entre otras cosas. El 4 de agosto de 1975 cambió su razón social a la actual.

En 1993, el grupo Ferreyros vendió la Empresa a los Sres. Manuel Tudela Gubbins y Ricardo del Castillo Cornejo, quienes además de ser los accionistas, dirigieron las operaciones hasta inicios del presente año.

Cuando se realizó la transferencia de propiedad, la Empresa registraba una débil situación económica y financiera reflejada en un patrimonio negativo. La experiencia de los actuales socios en el negocio mayorista de artefactos permitió revertir esta situación a través de un redimensionamiento de la Empresa, con una estructura más ágil y una gestión efectiva de cobranzas.

El negocio de tiendas EFE comprendía dos grandes rubros: el comercial, producto de la venta de electrodomésticos y servicios (como garantías extendidas); y el financiero, generando ingresos por intereses. Tiendas EFE mantuvo el negocio financiero sólo hasta abril del 2004, año en que adquirió Edpyme Efectiva<sup>15</sup> la que actualmente se mantiene como brazo financiero de la Empresa. Cabe mencionar que los accionistas de Efectiva son los mismos accionistas de tiendas EFE, en las mismas proporciones.

#### **4.5.2 Estrategia financiera**

La estrategia financiera de Tiendas EFE está orientada, en el corto plazo, a financiar el crecimiento de las operaciones a través del mercado de capitales, con el objeto de mantener una estructura financiera diversificada que le permita obtener un

---

<sup>15</sup> El giro de Edpyme Efectiva es la actividad de financiamiento en general, de acuerdo con la autorización de la Superintendencia de Banca y Seguros.

adecuado equilibrio entre financiamiento directo a través de proveedores y recursos de terceros (Gálvez, Bocanegra & Rasmussen, 2007).

Por otro lado, informa Gálvez *et al.* (2007), la estrategia también comprende la separación del negocio comercial del negocio financiero buscando una mayor especialización que permita obtener mejores resultados. En línea con lo señalado, en abril de 2004 se suscribió un convenio de Servicios Interinstitucionales con Edpyme Efectiva, el mismo que fue sustituido por el Contrato Marco de Servicios suscrito el 20 de julio de 2005. En Enero del 2006 se actualizó este Contrato Marco, así como también se generaron los contratos correspondientes a los otros servicios que se brindan entre ambas empresas. Dentro del Contrato Marco se establece que la Edpyme se compromete a financiar los créditos de los clientes de Tiendas EFE.

Hasta setiembre de 2008, el 2,8 % del total de ventas fue gestionado mediante crédito de muy corto plazo (máximo 4 meses) por parte de Tiendas Efe, mientras que el 39,5 % del total de ventas fue gestionado mediante el crédito otorgado por Edpyme Efectiva y el resto correspondieron a operaciones en efectivo.

#### **4.5.3 Etapa preparatoria**

a) Necesidades:

- Se elaboró un plan de mediano y largo plazo, determinándose:

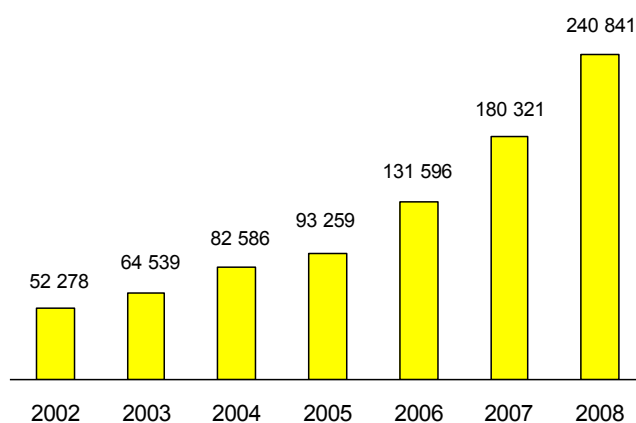
- Necesidad de contar con entidad financiera de apoyo a negocios.
- Necesidad de expansión a nuevos mercados y de nuevos formatos de tiendas.
- Se determinó también la necesidad de contar con un mayor grupo de ejecutivos profesionales en la empresa y; de mejorar sus sistemas de información y control.
  - Gerencia.
  - Directorio.
  - Sistemas de información gerencial y control.
  - Prácticas de buen gobierno corporativo.

b) Pasos seguidos antes de emisión:

- Dentro de la empresa:
  - Decisión de acceder al mercado de capitales.
  - Contratación de grupo de ejecutivos profesionales con amplia experiencia y conocimiento de negocios.
  - Obtención de eficiencia en información gerencial rápida.

- Fortalecimiento del Directorio con independientes.
- Constitución de Efectiva.
- Fuera de la empresa:
  - Diagnóstico y plan de mediano y largo plazo.
  - Definición de necesidades de financiamiento.
  - Estructura de la emisión: Instrumentos de Corto Plazo.
  - Revisión de demanda potencial para la emisión en el mercado.
  - Viabilidad de la emisión, por costos y tamaño.

c) La empresa necesitaba ampliar sus fuentes de financiamiento de capital de trabajo para crecer.



**Figura 18 Ventas Netas**

*Fuente.* Datos tomados de Solfin SAB (2008)

En la figura anterior se puede observar que las ventas netas evolucionaron del año 2006 al 2008 en un 45 %.

#### **4.5.4 La implementación**

a) Puestas en marcha todas las decisiones adoptadas en la etapa preparatoria (años 2004-2005), se inició la estructuración del programa de ICP<sup>16</sup> que finalmente fue autorizado por CONASEV en marzo de 2006 con las siguientes principales características:

- Denominación: Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo Tiendas EFE I.
- Estructurador: Tiendas EFE S.A.
- Monto del programa: Hasta por un máximo en circulación de US\$ 4,0 millones.
- Tipo de Oferta: Oferta pública o privada.
- Clase: Instrumentos de corto plazo nominativos, indivisibles, libremente negociables y representados mediante títulos físicos o por anotaciones en cuenta a través de CAVALI S.A. ICLV.
- Clasificación de Riesgo:
  - Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.: P2<sup>17</sup>.

---

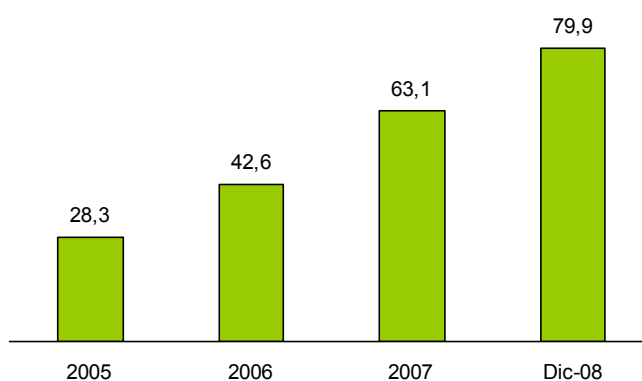
<sup>16</sup> Instrumentos de Corto Plazo.

<sup>17</sup> Cuando el instrumento no cuenta con resguardos suficientes ni garantías suficientes.

- Class y Asociados S.A.: CLA-2<sup>18</sup>.

b) Se decidió iniciar el programa de emisiones con montos pequeños que facilitarían que éstos fueran demandados al 100%. Así, la primera colocación de ICP se llevó a cabo el 30 de marzo de 2006. En esa fecha se emitió US\$ 300 mil a un plazo de 180 días. La tasa de interés resultante fue de 5,7%.

#### 4.5.5 Resultados



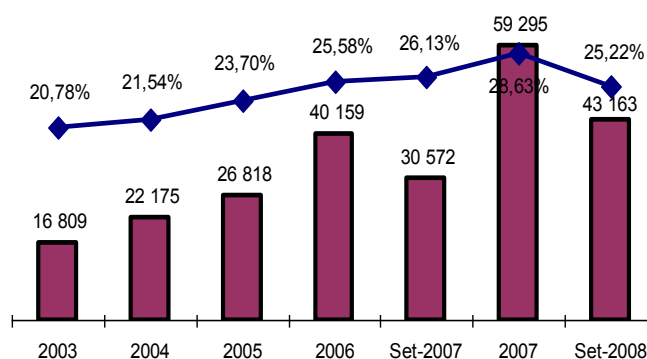
*Figura 19 Ventas totales*

*Fuente.* Datos tomados de Solfin SAB (2008)

Se puede apreciar que las ventas totales crecieron en un 46,6 %, lo que produjo importantes mejoras de los márgenes y resultados (Ver Figura 20).

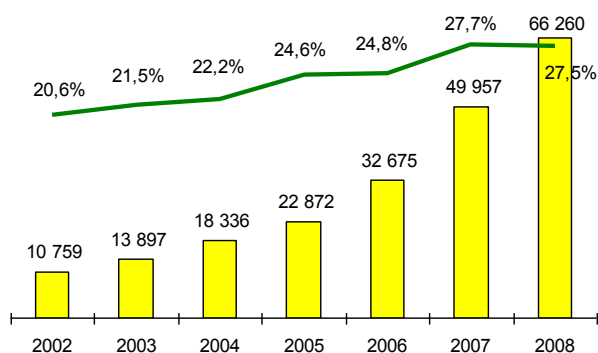
<sup>18</sup> Comprende una ponderación de acuerdo a la capacidad de pago del emisor y evaluados los resguardos y las garantías de la emisión, así como las características de liquidez del subyacente, o del riesgo existente relativo a la capacidad de pago del tercero responsable de la cobertura, si ese fuese el caso.





**Figura 20 Margen Bruto**

Fuente. Datos tomados de Solfin SAB (2008)

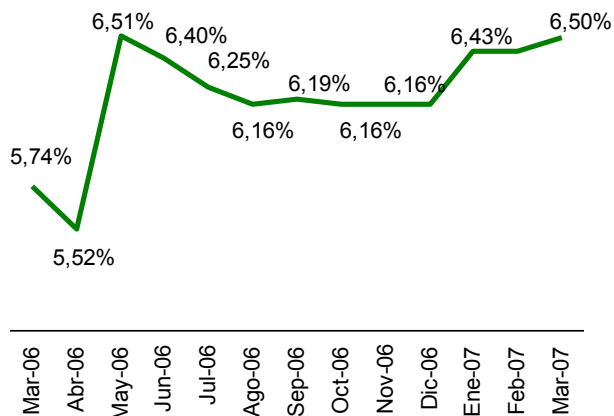


**Figura 21 Utilidad Bruta**

Fuente. Datos tomados de Solfin SAB (2008)

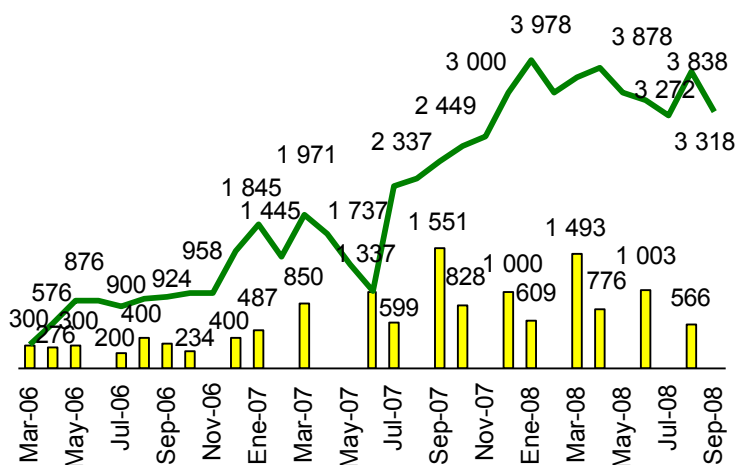
Respecto a la Utilidad Bruta se incrementó en 50%, resultado del programa de emisiones.

Así como también como resultado de la evolución de las tasas de interés, fueron evolucionando favorablemente los montos de emisión y saldos (Ver Figura 22 y 23).



**Figura 22 Tasa de interés de emisión**

Fuente. Datos tomados de Solfin SAB (2008)



**Figura 23 Monto de Emisión y Saldos**

Fuente. Datos tomados de Solfin SAB (2008)

#### 4.5.6 Estados financieros Tiendas EFE S.A.

A continuación se muestra en los Cuadros N° 25 y 26 los estados e indicadores financieros de la empresa Tiendas EFE S.A.

**Cuadro 25 Estado de Ganancias y Pérdidas (Diciembre 2005 – Setiembre 2008)**

<b>Estado de Ganancias y Pérdidas (miles de S/.)</b>	<b>Dic-05</b>		<b>Dic-06</b>		<b>Sep-07</b>		<b>Dic-07</b>		<b>Sep-08</b>	
<b>INGRESOS</b>										
Ventas Netas	93 259	96,2 %	131 596	96,6 %	124 092	95,2 %	180 321	95,3 %	164 546	96,1 %
Otros ingresos operacionales	3 685	3,8 %	4 685	3,4 %	6 325	4,8 %	8 897	4,7 %	6 591	3,9 %
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>96 944</b>	<b>100,0 %</b>	<b>136 281</b>	<b>100,0 %</b>	<b>130 417</b>	<b>100,0 %</b>	<b>189 218</b>	<b>100,0 %</b>	<b>171 137</b>	<b>100,0 %</b>
Costo de Ventas	73 972	76,3 %	103 606	76,0 %	96 333	73,9 %	135 054	71,4 %	127 974	74,8 %
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>22 972</b>	<b>23,7 %</b>	<b>32 675</b>	<b>24,0 %</b>	<b>34 084</b>	<b>26,1 %</b>	<b>54 164</b>	<b>28,6 %</b>	<b>43 163</b>	<b>25,2 %</b>
<b>GASTOS</b>										
Gasto de ventas	7 493	7,7 %	10 976	8,1 %	11 420	8,8 %	17 937	9,5 %	15 580	9,1 %
Gasto de administración	9 158	9,4 %	13 415	9,8 %	13 957	10,7 %	21 923	11,6 %	19 042	11,1 %
<b>UTILIDAD (PÉRDIDA) DE OPERACIÓN</b>	<b>6 321</b>	<b>6,5 %</b>	<b>8 284</b>	<b>6,1 %</b>	<b>8 707</b>	<b>6,7 %</b>	<b>14 304</b>	<b>7,6 %</b>	<b>8 541</b>	<b>5,0 %</b>
<b>OTROS INGRESOS Y EGRESOS</b>										
Ingresos financieros	7 740	8,0 %	5 547	4,1 %	1 717	1,3 %	2 069	1,1 %	1 416	0,8 %
Gastos financieros	2 592	2,7 %	2 690	2,0 %	2 018	1,5 %	2 647	1,4 %	2 315	1,4 %
Diversos, neto	(3 772)	3,9 %	1 249	0,9 %	2 504	1,9 %	( 374)	0,2 %	3 560	2,1 %
<b>UTILIDAD ANTES DEL REI</b>	<b>7 697</b>	<b>7,9 %</b>	<b>9 892</b>	<b>7,3 %</b>	<b>10 910</b>	<b>8,4 %</b>	<b>13 352</b>	<b>7,1 %</b>	<b>11 202</b>	<b>6,5 %</b>
REI / Diferencia en cambio	(1 198)	1,2 %	(116)	0,1 %	274	0,2 %	607	0,3 %	( 170)	0,1 %
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>6 499</b>	<b>6,7 %</b>	<b>9 776</b>	<b>7,2 %</b>	<b>11 184</b>	<b>8,6 %</b>	<b>13 959</b>	<b>7,4 %</b>	<b>11 032</b>	<b>6,4 %</b>
Participación de los Trabajadores	515	0,5 %	804	0,6 %	793	0,6 %	1 147	0,6 %	888	0,5 %
Impuesto a la Renta	1 766	1,8 %	2 766	2,0 %	2 716	2,1 %	3 926	2,1 %	3 057	1,8 %
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>4 218</b>	<b>4,4 %</b>	<b>6 206</b>	<b>4,6 %</b>	<b>7 675</b>	<b>5,9 %</b>	<b>8 886</b>	<b>4,7 %</b>	<b>7 087</b>	<b>4,1 %</b>

*Nota: REI (Resultado por exposición a la inflación)*

*Fuente. Datos tomados de Solfin SAB (2008)*

En el Cuadro 25 se puede apreciar claramente el incremento de las Ventas Netas en 43,3 % en el periodo Diciembre 2005 – Setiembre 2008; así como también de la Utilidad Neta en 40,4 %.

Cuadro 26 Balance de Posición (Diciembre 2005 – Setiembre 2008)

ACTIVOS	Dic-05		Dic-06		Sep-07		Dic-07		Sep-08	
Caja Bancos	12 987	25 %	27 050	41 %	32 135	46 %	13 997	15 %	3 746	4 %
Valores Negociables	0	0 %	0	0 %	0	0 %	35 658	38 %	40 274	43 %
Cuentas por Cobrar Comerciales	16 944	33 %	6 265	10 %	2 024	3 %	3 274	3 %	1 317	1 %
C x C Comerciales a Afiliadas	142	0 %	41	0 %	41	0 %	385	0 %	423	0 %
Otras cuentas por cobrar:										0 %
Personal y Accionistas	66	0 %	101	0 %	237	0 %	464	0 %	636	1 %
Afiliadas no comerciales	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %
Comisiones por cobrar	393	1 %	674	1 %	1 295	2 %	881	1 %	2 007	2 %
Anticipo a proveedores	118	0 %	143	0 %	144	0 %	147	0 %	209	0 %
Diversas	793	2 %	1 802	3 %	1 489	2 %	2 121	2 %	1 548	2 %
Existencias:										0 %
Mercadería y Productos Terminados	14 818	29 %	23 713	36 %	25 178	36 %	28 894	31 %	34 622	37 %
Productos en proceso	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %
Materias Primas y envases	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %
Suministros	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %
Existencias por recibir	1 410	3 %	637	1 %	651	1 %	611	1 %	1 729	2 %
Provisión para la desvalorización existencias	(111)	0 %	(151)	0 %	(202)	0 %	(317)	0 %	(472)	0 %
Existencias Totales	16 117	31 %	24 199	37 %	25 627	36 %	29 188	31 %	35 879	38 %
Gastos pagados por anticipado	401	1 %	260	0 %	819	1 %	431	0 %	903	1 %
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>47 961</b>	<b>92 %</b>	<b>60 535</b>	<b>92 %</b>	<b>63 811</b>	<b>91 %</b>	<b>86 546</b>	<b>92 %</b>	<b>86 942</b>	<b>92 %</b>
Inversiones en Valores	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %
Inmueble maquinaria y equipo neto	3 188	6 %	4 466	7 %	6 038	9 %	6 378	7 %	6 057	6 %
Activos Intangibles	195	0 %	303	0 %	303	0 %	262	0 %	244	0 %
Cuentas por cobrar largo plazo	345	1 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %
Otros activos	297	1 %	466	1 %	151	0 %	918	1 %	1488	2 %
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>51 986</b>	<b>100 %</b>	<b>65 770</b>	<b>100 %</b>	<b>70 303</b>	<b>100 %</b>	<b>94 104</b>	<b>100 %</b>	<b>94 731</b>	<b>100 %</b>
PASIVOS	Dic-05		Dic-06		Sep-07		Dic-07		Sep-08	
Sobregiros bancarios	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %
Préstamos bancarios	0	0 %	14 758	22 %	13 189	19 %	26 359	28 %	28 830	30 %
Cuentas por pagar Comerciales	31 595	61 %	22 413	34 %	18 876	27 %	26 056	28 %	24 179	26 %
C x P Comerciales a Afiliadas	0	0 %	0	0 %	374	1 %	0	0 %	153	0 %
Otras cuentas por pagar:										0 %
Tributos	558	1 %	424	1 %	865	1 %	1 215	1 %	2 420	3 %
Remuneraciones y participaciones	1 328	3 %	2 123	3 %	1 414	2 %	1 915	2 %	2 266	2 %
Dividendos	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %
Vinculadas	0	0 %	0	0 %	0	0 %	634	1 %	0	0 %
Depósitos en garantía	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %
Diversas	1 053	2 %	3 217	5 %	2 263	3 %	2 735	3 %	805	1 %
Compensaciones por tiempo de servicios	204	0 %	198	0 %	392	1 %	238	0 %	368	0 %
Papeles Comerciales	0	0 %	4 342	7 %	9 756	14 %	11 941	13 %	9 450	10 %
Porción Corriente Deuda Largo Plazo	2 072	4 %	1 939	3 %	1 571	2 %	227	0 %	0	0 %
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>37 043</b>	<b>71 %</b>	<b>49 671</b>	<b>76 %</b>	<b>48 879</b>	<b>70 %</b>	<b>71 819</b>	<b>76 %</b>	<b>68 806</b>	<b>73 %</b>
Deuda a Largo Plazo	284	1 %	32	0 %	1 082	2 %	732	1 %	747	1 %
Impuesto a la renta diferido	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %
Participaciones diferidas	2 665	5 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %
Provisión para beneficios sociales	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>2 949</b>	<b>6 %</b>	<b>32</b>	<b>0 %</b>	<b>1 082</b>	<b>2 %</b>	<b>732</b>	<b>1 %</b>	<b>747</b>	<b>1 %</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>39 992</b>	<b>77 %</b>	<b>49 703</b>	<b>76 %</b>	<b>49 961</b>	<b>71 %</b>	<b>72 551</b>	<b>77 %</b>	<b>69 553</b>	<b>73 %</b>
Capital Social	4 270	8 %	6 000	9 %	8 000	11 %	8 000	9 %	12 000	13 %
Capital adicional	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %
Reservas	1 026	2 %	1 026	2 %	1 026	1 %	1 600	2 %	1 600	2 %
Resultados del Ejercicio	4 218	8 %	6 206	9 %	7 675	11 %	8 886	9 %	7 087	7 %
Resultado Acumulados	2 480	5 %	2 835	4 %	3 641	5 %	3 067	3 %	4 491	5 %
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>11 994</b>	<b>23 %</b>	<b>16 067</b>	<b>24 %</b>	<b>20 342</b>	<b>29 %</b>	<b>21 553</b>	<b>23 %</b>	<b>25 178</b>	<b>27 %</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>51 986</b>	<b>100 %</b>	<b>65 770</b>	<b>100 %</b>	<b>70 303</b>	<b>100 %</b>	<b>94 104</b>	<b>100 %</b>	<b>94 731</b>	<b>100 %</b>

Fuente. Datos tomados de Solfin SAB (2008)

Cuadro 27 Indicadores Financieros

INDICADORES FINANCIEROS	Dic-05	Dic-06	Sep-07	Dic-07	Sep-08
ROAA* (%)	8,89 %	10,54 %	14,80 %	11,12 %	10,06 %
ROAE* (%)	40,48 %	44,23 %	47,07 %	47,24 %	36,46 %
Liquidez general (veces)	1,29	1,22	1,31	1,21	1,26
Liquidez ácida (veces)	0,85	0,73	0,76	0,79	0,73
EBITDA+Ing. Financieros/Gastos Financieros	5,6	5,4	4,7	6,5	4,7
Endeudamiento patrimonial (veces)	3,33	3,09	2,46	3,37	2,76
Pasivo Total / Capital Social	9,37	8,28	6,25	9,07	5,80
Endeudamiento del activo	76,9 %	75,6 %	71,1 %	77,1 %	73,4 %
Deuda Financiera/Patrimonio	0,20	1,31	1,26	1,82	1,55
Activo Fijo / Patrimonio	28,2 %	29,7 %	31,2 %	30,8 %	25,0 %
Rotación de cobranzas (días)	66	17	4	7	3
Rotación de inventarios (días)	78	84	72	78	76
Rotación de cuentas por pagar (días)	164	84	55	72	54
Activo Corriente-Depósitos en Garantía/Pasivo Corriente (veces)	1,05	0,84	1,31	0,71	0,68
Capital de Trabajo	10 918	10 864	14 932	14 727	18 136

*Nota: \* Utilidad de los últimos doce meses*

*Fuente. Datos tomados de Solfin SAB (2008)*

Los indicadores financieros demuestran el éxito en la emisión de Instrumentos de Corto Plazo (Plazo menor a un año) efectuado por la empresa.

## CONCLUSIONES

1. Es innegable la trascendencia de las MYPE en el Perú, más del 99 % son micro y pequeñas empresas; además, contribuye con más del 70 % de la PEA; por el contrario a su tamaño, resulta cada vez menor su contribución al PBI (menos de 40 %).

Sin embargo, las necesidades de financiamiento para su funcionamiento y crecimiento, no han sido abordadas eficientemente por los entes competentes, aunado a esto, está el difícil acceso a los recursos financieros en el mercado de dinero, por los distintos requisitos exigidos como solvencia, rentabilidad, patrimonio y afianzamiento que le son difícil de cubrir al momento de solicitar un crédito a corto plazo, donde las tasas de interés no son preferenciales, provocando su descapitalización y por consiguiente se declaran en suspensión de pagos o en quiebra.

2. El entorno latinoamericano tiene claro que su crecimiento económico tiene fuertes bases en el gran potencial de desarrollo de las PYMES, como se ha indicado tomando como referencia la situación de dichas empresas en México y Argentina. También es consciente que este desarrollo se encuentra limitado por los escasos recursos con que se cuenta y con sus restricciones para el acceso al crédito. Muchos países de la región han tomado diferentes iniciativas para impulsar el desarrollo y crecimientos de éstas.
3. Las tasas efectivas anuales máximas que se alcanzaron en Setiembre de 2014, fueron las siguientes:
  - En el Sistema Bancario se alcanzó el 32,30 % para las pequeñas empresas y 52 % para las micro empresas.
  - En las Empresas Financieras se alcanzó el 57,51 % para las pequeñas empresas y 69,89 % para las micro empresas.

- En las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito se alcanzó el 53,41 % para las pequeñas empresas y 80,03 % para las micro empresas.
  - En las Cajas Rurales de Ahorro y Crédito se alcanzó el 106 % para las pequeñas empresas y 135 % para las micro empresas.
  - En las Edpymes se alcanzó el 131,12 % para las pequeñas empresas y 174,28 % para las micro empresas.
4. En la actualidad, el principal inversionista del mercado de capitales peruano está representado por las Administradoras de Fondos de Pensiones, es decir, por todos los trabajadores que aportan al sistema. Por lo que en caso de emitirse valores, si éstos no son destinados para que puedan ser adquiridos por las AFP, el instrumento financiero difícilmente será exitoso. Que al 30 de Mayo de 2014, suman 106 mil millones de soles.
  5. Para promover la participación de las MYPE en el Mercado de Valores, debemos preguntarnos si existen desde el lado de la oferta y la demanda de instrumentos financieros, importes que representen una oportunidad de acceso a fuentes de financiamiento. Desde el lado de la oferta pública primaria de instrumentos financieros, que se cotizan en Bolsa, entre los años 2008 y 2013, se han colocado instrumentos financieros por valor de 16,8 mil millones de soles y US\$ 3,6 mil millones de dólares. Por el lado de la demanda de instrumentos financieros, resalta la participación de las Administradoras de Fondos de Pensiones.
  6. La información disponible en el Sistema Financiero muestra que en setiembre del 2012, existía en total MYPE con un potencial de S/. 24,7 mil millones en créditos sin refinanciamientos, reestructuraciones y atrasos. Para setiembre del 2013 alcanzó a superar los S/. 25,2 mil millones. Mientras que en setiembre del 2014, alcanzó los S/. 24,9 mil millones.

millones. Dichos importes son el potencial para acceder al Mercado de Valores y reducir el costo de financiamiento.

7. Se ha verificado que si las MYPE acceden al Mercado de Valores, se promovería una reducción de las tasas de interés que tienen que asumir al acudir al Sistema Financiero Indirecto. Las altas tasas de interés que asumen éstas impiden su crecimiento.
8. Se ha verificado que si se permite a los inversionistas institucionales invertir en instrumentos financieros (ICP) a emitirse por las MYPE, se promovería la participación de las mismas en el Mercado de Valores.
9. La falta de información, informalidad y debilidad en la gestión impactan en el riesgo financiero de las MYPE, siendo necesario promover en las mismas prácticas de buen gobierno corporativo; transparencia en la información; creación de un mecanismo centralizado de información de las MYPE, para que pueda ser de acceso al público, a los inversionistas y reducir el riesgo que presentan; así como la presentación de información del grupo económico que conforman.
10. Es muy complejo que las MYPE pudieran realizar por sí mismas una emisión de instrumentos financieros en el Mercado de Valores, por lo que es necesario diseñar un modelo con la participación de diferentes instituciones, cuya presencia contribuya a reducir el riesgo de la operación, por un lado, y por otro, al éxito de la operación en el mercado. Por lo que es necesario contar con una entidad estructuradora, y del apoyo de las instituciones financieras, así como de modificaciones en el Mercado de Valores. La entidad estructuradora podría ser COFIDE.
11. En esta investigación, se ha presentado un caso de una mediana empresa (Tiendas EFE S.A.) que ha incursionado de manera exitosa en el Mercado de Valores peruano y son evidentes las mejoras que para esta empresa esto ha significado, se puede observar crecimiento en sus ventas a partir de la emisión de los instrumentos a corto plazo,



obviamente que para soportar este crecimiento en sus operaciones han tenido que contratar a más personas, hacer mayores compras a sus proveedores, como resultado de ello se pagan más impuestos, contribuyendo de esta manera con el fisco. Como se aprecia, es de vital importancia el desarrollo del mercado de capitales pues es un dinamizador de la economía general de un país.

12. El acceso al Mercado de Valores no solo representa financiamiento en mejores condiciones que las alternativas de financiamiento tradicionales del sistema financiero, sino también implica la adopción de buenas prácticas de manejo empresarial. Esto implica que los empresarios de este sector dejen de lado su resistencia de listarse en la Bolsa de Valores por las exigencias de información que esto significa y a la transparencia que se verán obligados, está demostrado que a la larga todo esto se torna beneficioso para la empresa.
13. La decisión de incursionar en el Mercado de Valores para obtener financiamiento corresponde a la empresa, por tanto se requiere un sincero compromiso por parte de la dirección de éstas. Se acude al mercado como parte de un plan previamente concebido, de un proyecto de desarrollo en el tiempo, por tanto se requiere la adopción de adecuadas prácticas gerenciales para dar una imagen de garantía ante los potenciales inversionistas de los instrumentos a emitir por parte de éstas empresas.

## RECOMENDACIONES

1. El crecimiento del Mercado de Valores con el ingreso de más empresas va a requerir de la participación de más jugadores, agentes de inversión, bancos de inversión u otros intermediarios que convengan a las empresas que es viable ingresar al mercado de capitales y emitir títulos para financiarse, esto de paso permitiría ampliar las alternativas de inversión para aquellos agentes que cuenten con exceso de liquidez.
2. Por el lado de las entidades rectoras del Mercado de Valores, quedan aún tareas pendientes por realizar, a fin de dinamizar y concretar el ansiado desarrollo del mercado peruano. Tenemos que el mercado en general y el mercado de valores en particular está diseñado y estructurado para empresas corporativas. Los costos que se tienen establecidos son onerosos para las pequeñas y medianas empresas al aplicarse los cobros mínimos en cada serie emitida, en vez de un cobro variable como el aplicado a las corporativas o un cobro por programa autorizado.
3. Es muy importante que se promueva por parte del Estado el acceso de más empresas al Mercado de Valores, para lograrlo, se propone que la labor central del Estado en relación con las empresas que pretendan incorporarse a este mercado como nuevos emisores debe ser proveer mejoras en la disponibilidad de información que permita evaluar de mejor manera los riesgos que estas empresas implican. Por ello debe promover la incorporación de los códigos de prácticas de buen gobierno corporativo en el desempeño de las operaciones de todas las empresas. Asimismo, convendría orientar a los participantes del Mercado de Valores respecto a prácticas que podrían vulnerar los derechos de otros inversionistas, especialmente de aquellos que no tienen el control de las empresas en las que se destinan sus recursos.

4. El Estado debe además, fomentar una cultura de mercado, orientado a las micro y pequeñas empresas respecto a las normas que regulan el mercado de capitales, de manera que incorporen prácticas adecuadas de contabilidad, de control interno y de información que deben publicar para el mercado. Asimismo, el Estado debería impulsar la difusión de la asociatividad como estrategia de desarrollo empresarial.
5. Se debe impulsar medidas y reformas del órgano regulador – SMV para promover ventajas, beneficios y el acceso de las empresas objetivo, alrededor de 700 grandes empresas que no participan en el Mercado de Valores. Debería introducirse, por un lado, incentivos de tipo tributario para el desarrollo de este mercado. Por ejemplo, dado nuestro desarrollo inicial de un mercado de renta fija, la exoneración podría también abarcar a los intereses. Además, debería evaluarse que el Estado cree y fomente los mecanismos necesarios que permitan a las AFP invertir en este segmento (MAV) o el general, sea directa o indirectamente, reconociendo la importancia del desarrollo de las MYPE para la economía.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aching, C. (2006). *Debate Empresarial y Financiero*. Recuperado el 05 de diciembre de 2010 de <http://cesaraching.blogspot.com/>.
- Andrade, S. y Calero, E. (2006). *El mercado de valores como alternativa de financiamiento para la pequeña y mediana empresa (PYME) en Ecuador*. (Tesis presentada para la obtención del grado de Ingeniero Empresarial. Quito: Escuela Politécnica Nacional, Escuela De Ciencias). Recuperado el 27 de agosto de 2014 de <http://bibdigital.epn.edu.ec/bitstream/15000/1111/1/CD-0127.pdf>
- Asociación de Bancos (ASBANC). (2008). *Colocaciones bancarias orientadas al rubro microempresarial*. Recuperado el 25 de octubre de 2010 de <http://www.asbanc.com.pe>.
- Avelino, E. (2010). Costo del Crédito en el Perú. *Quipukamayoc, Revista de la Facultad de Ciencias Contables, Vol. 17 N° 34*, 19-31. Recuperado el 30 de octubre de 2013 de <http://investigacion.contabilidad.unmsm.edu.pe/revista/Quipukamayoc%202010-II.pdf#page=19>
- Arrarte, R. (2011, Abril). Financiamiento de Inversiones Estratégicas y el Mercado de Capitales en el Perú. *QUIPUKAMAYOC*, 117-141. Recuperado el 29 de octubre de 2013 de [http://ateneo.unmsm.edu.pe/ateneo/bitstream/123456789/2904/1/Quipukamayoc09v18n35\\_2011.pdf](http://ateneo.unmsm.edu.pe/ateneo/bitstream/123456789/2904/1/Quipukamayoc09v18n35_2011.pdf)
- Bolaños, E. (2012) *Tema: muestra y muestreo*. Recuperado el 21 de febrero de 2013 de [http://www.uaeh.edu.mx/docencia/P\\_Presentaciones/tizayuca/gestion\\_tecnologica/muestraMuestreo.pdf](http://www.uaeh.edu.mx/docencia/P_Presentaciones/tizayuca/gestion_tecnologica/muestraMuestreo.pdf)

- Caballero Bustamante. (2013) Modifican Ley de régimen MYPE. *Asesoría Laboral*. Recuperado el 27 de agosto de 2014 de [http://www.caballerobustamante.com.pe/plantilla/2013/julio13\\_novedades\\_090713\\_mype.pdf](http://www.caballerobustamante.com.pe/plantilla/2013/julio13_novedades_090713_mype.pdf)
- Caballero, J. (2001). *Banca, Bolsa y Valores*. Lima: Universidad Inca Garcilazo de la Vega.
- Class & Asociados S.A. (2013) Clasificadora de Riesgo. Informe de Clasificación de Riesgo TIENDAS EFE S.A. Recuperado el 15 de noviembre de 2010 de <http://www.bnb.com.pe/index.php>
- Cohen, M. & Baralla, G. (2012). La situación de las PyMEs en América Latina. *Fundación Mediterránea*, 6-7. Recuperado el 30 de octubre de 2013 de [http://ieralpyme.org/images\\_db/noticias\\_archivos/137.pdf](http://ieralpyme.org/images_db/noticias_archivos/137.pdf)
- Coronel, J. (2009). *Desarrollo del mercado de capitales en el Perú: periodo 1985-2002*. (Tesis de maestría, Universidad Nacional Mayor de San Marcos). Recuperado el 27 de agosto de 2014 de [http://cybertesis.unmsm.edu.pe/bitstream/cybertesis/2315/1/coronel\\_sr.pdf](http://cybertesis.unmsm.edu.pe/bitstream/cybertesis/2315/1/coronel_sr.pdf)
- Chacaltana, J. (2008). Una evaluación del régimen laboral especial para la microempresa en Perú, al cuarto año de vigencia. *OIT*, 20. Recuperado el 27 de agosto de 2014 de [http://www.researchgate.net/publication/228660574\\_Una\\_evaluacin\\_del\\_rgi men\\_laboral\\_especial\\_para\\_la\\_microempresa\\_en\\_Per\\_al\\_cuarto\\_ao\\_de\\_vig encia](http://www.researchgate.net/publication/228660574_Una_evaluacin_del_rgi men_laboral_especial_para_la_microempresa_en_Per_al_cuarto_ao_de_vig encia)
- Gálvez, C., Bocanegra, L. & Rasmussen, J. (2007). El Mercado de Capitales Peruano: Una Interesante Alternativa de Financiamiento para la Mediana y Pequeña Empresa. (Tesis de maestría, Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas). Recuperado el 27 de agosto de 2014 <http://delfosepg.upc.edu.pe/files/disk1/1/UPC-332-BOCA-2009-98-taf-merc-o.pdf>

García, L. (2013). El Mercado de Capitales como factor de inclusión social-financiera de las MIPYMES. (Tesis de doctorado, Universidad Nacional Mayor de San Marcos). Recuperado el 30 de octubre de 2014 de [http://cybertesis.unmsm.edu.pe/bitstream/cybertesis/3123/1/garcia\\_ml.pdf](http://cybertesis.unmsm.edu.pe/bitstream/cybertesis/3123/1/garcia_ml.pdf)

Gestión. (2013, 23 de abril). Empresas. Recuperado el 09 de octubre de 2014 de <http://gestion.pe/empresas/chavin-huantar-levantara-us2-mlls-papeles-comerciales-proximos-cuatro-meses-2064402>

Gestión. (2014, 04 de febrero). Empresas. Recuperado el 09 de octubre de 2014 de <http://gestion.pe/economia/jaime-rojas-segunda-pyme-ingresar-bvl-y-coloco-us1-millon-2088169>

Gestión. (2014, 12 de febrero). Empresas. Recuperado el 09 de octubre de 2014 de <http://gestion.pe/empresas/triton-trading-s-lista-financiarse-mercado-alternativo-valores-hasta-us-2-millones-2088892>

Gestión. (2014, 26 de junio). Empresas. Recuperado el 09 de octubre de 2014 de <http://gestion.pe/mercados/smv-aprobo-inscripcion-laboratorio-medrock-corporation-entrar-mav-2101394>

Gestión. (2014, 01 de septiembre). Empresas. Recuperado el 09 de octubre de 2014 de <http://gestion.pe/mercados/medrock-logra-menor-tasa-historia-colocaciones-mav-2107277>

Gitman L. & Joehnk M. (1997), *Fundamentos de Inversión*, (5ta ed.) México.

Kulfas, M. (2009). Los sistemas de garantías como herramienta para el acceso al financiamiento de las PyMEs. Alcances y limitaciones de la experiencia argentina. *Iniciativa para la Transparencia Financiera*, 1-11. Recuperado el 30 de octubre de 2013 de <http://www.itf.org.ar/ingles/pdf/lecturas/lectura45.pdf>

Laura, M. (2006). *Cadenas Productivas, Conglomerados y Redes: El Caso de la Mype Peruanas*. Recuperado el 05 de diciembre de 2010 de <http://www.prompyme.gob.pe>.

Ledesma, R. (2011). Cálculo de intervalos de confianza para el coeficiente Alfa de Cronbach en ViSta. Facultad de Psicología de la Universidad Nacional de Mar del Plata. Recuperado el 27 de agosto de 2014 de <http://www.mdp.edu.ar/psicologia/vista/Using-ALPHA-CI.PDF>

Ley del Mercado de Valores - Decreto Legislativo 861 de 1996, Art. 3. Recuperado el 27 de agosto de 2014 de <http://es.slideshare.net/marcosbolivar7/la-ley-del-mercado-de-valores-d-leg-861-221096>.

Listerri, J., Rojas, A., Mañueco, P., López, V. & García, A. (2007). *Sistemas de Garantía de Crédito en América Latina. Orientaciones operativas*. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington D.C. Recuperado el 05 de diciembre de 2010 de <http://publications.iadb.org/handle/11319/318?locale-attribute=es>

Lozano, L. (2009). Programas de NAFIN de apoyo a las pymes mexicanas ante la crisis internacional: propuestas e impacto. En: REGAR (2009) XIV Foro Iberoamericano de Lisboa.

Mendiola, A., Aguirre, C., Chuica, S., Palacios, R., Peralta, M., Rodríguez, J. & Suárez, E. (2014) *Factores críticos de éxito para la creación de un mercado alternativo de emisión de valores para las pymes en el Perú*, Universidad ESAN, Primera Edición, Lima-Perú.

Meneses, C. (2013). Promoción del Mercado De Valores: Las Ofertas Híbridas como Alternativa. (Tesis de maestría, Pontificia Universidad Católica del Perú). Recuperado el 09 de octubre de 2014 de [http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/bitstream/handle/123456789/4726/MENES\\_CAMARGO\\_CARLOS\\_MERCADO\\_VALORES.pdf?sequence=1](http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/bitstream/handle/123456789/4726/MENES_CAMARGO_CARLOS_MERCADO_VALORES.pdf?sequence=1)

Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). (2001). Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores.

Mongrut, S., Alberti, F., Fuenzalida, D. & Akamine, M. (2011). Determinantes de la insolvencia empresarial en el Perú. *Academia, Revista Latinoamericana de Administración*, 47, 126-139. Recuperado el 29 de octubre de 2013 de <http://157.253.237.70/index.php/Cladea/article/viewArticle/439>

Naciones Unidas. (2005, 21 de octubre). Conferencia sobre Comercio y Desarrollo.

Nagel, E. (1981) La Estructura de la Ciencia. Problemas de la lógica de la investigación científica. *Editorial Paidós*, 27-36. Recuperado el 09 de octubre de 2014 de <https://es.scribd.com/doc/54696252/Resumen-Nagel-Ernest-1981>.

Pachas, P. (2010). *Deficiencias estructurales de la oferta de activos financieros en el Mercado de Valores del Perú (2000-2008)*. (Tesis de doctorado, Universidad Nacional Mayor de San Marcos). Recuperado el 30 de octubre de 2013 de [http://cybertesis.unmsm.edu.pe/bitstream/cybertesis/387/1/mauricio\\_pp.pdf](http://cybertesis.unmsm.edu.pe/bitstream/cybertesis/387/1/mauricio_pp.pdf)

Pineda, J. (2012). Las Pymes a través del Mercado de Valores en el Perú: Una visión comparada con España. *IE Law School, Madrid, España*, 1-32. Recuperado el 29 de octubre de 2013 de [http://www.elcriterio.com/revista/ajoica/contenidos\\_1/siluppu\\_n1.pdf](http://www.elcriterio.com/revista/ajoica/contenidos_1/siluppu_n1.pdf)

Pombo, P. y Herrero, A. (2003). Los sistemas de garantía para la PYME en una economía globalizada. España: Cyberlibro, Egondi artes gráficas.

Pombo, P. y Figueiredo, J. (2006). La experiencia europea para promover el acceso al crédito de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPYMES) a través de Sistemas de Garantía. En *La extensión del crédito y los servicios financieros*. Madrid: SEGIB.



Proinversión. (2008). Guía para el desarrollo de la pequeña y micro empresa.

Prompyme. (2008). Estadísticas de la MYPE.

REGAR (2008). Los Sistemas de Garantías en Iberoamérica: Experiencias y Desarrollos Recientes. Perú: Red Iberoamericana de Garantías.

Reglamento de Inscripción y Exclusión de Valores Mobiliarios en la Rueda de Bolsa de la BVL” – Resolución CONASEV N° 125-98-EF/94.10

Resolución CONASEV N° 090-2005-EF/94.10, modificado por Res. CONASEV N° 016-2007-EF/94.10

Resolución CONASEV N° 140-2005-EF/94.11

Ricra, M. (2013). Mercado alternativo de valores. *Actualidad Empresarial*, N° 292. Recuperado el 09 de octubre de 2014 de [http://www.aempresarial.com/servicios/revista/292\\_9\\_OKHUYZSANPUHQIXVHFJTLDTLQIIQJZOXJVSHVKIJACQQKOLSUV.pdf](http://www.aempresarial.com/servicios/revista/292_9_OKHUYZSANPUHQIXVHFJTLDTLQIIQJZOXJVSHVKIJACQQKOLSUV.pdf)

Rodríguez, V. (2009). *Financiamiento de las medianas empresas en el mercado primario de valores*. (Tesis para optar el título profesional de Abogado, Universidad Nacional Mayor de San Marcos). Recuperado el 27 de agosto de 2014 de [http://cybertesis.unmsm.edu.pe/bitstream/cybertesis/1383/1/rodriguez\\_cv.pdf](http://cybertesis.unmsm.edu.pe/bitstream/cybertesis/1383/1/rodriguez_cv.pdf)

Rodríguez y Zorrilla (2005). Las restricciones financieras como obstáculos al desarrollo de las PYMES: Los casos de España, Portugal y México. Conocimiento, innovación y emprendedores: camino al futuro. Coord. Ayala, Calvo y Grupo de investigación FEDRA.

- Saavedra, M. (2010). El Sistema de Garantías para el apoyo a la PYME, en México. *Innova*, 1-22. Recuperado el 30 de octubre de 2013 de <http://pagpers.servidores.unam.mx/files/210/PonenciaPuebla.pdf>
- Saavedra, M. & Hernández, Y. (2008). Caracterización e importancia de las MIPYMES en Latinoamérica: Un estudio comparativo. *Actualidad Contable FACES Año 11 N° 17*, 122-134. Recuperado el 29 de octubre de 2013 de <http://www.saber.ula.ve/dspace/bitstream/123456789/26628/1/articulo10.pdf>
- Senati. (2009). *Infopymes*. Recuperado el 25 de octubre de 2010 de <http://www.senati.edu.pe>.
- Silupú, B. (2008). Fondos de Capital Riesgo: Una alternativa de financiamiento para las Micro Y Pequeñas Empresas (Mypes) en el Perú. *GESTIÓN JOVEN Revista de la Agrupación Joven Iberoamericana de Contabilidad y Administración de Empresas*, 40-49. Recuperado el 29 de octubre de 2013 de [http://www.elcriterio.com/revista/ajoica/contenidos\\_1/silup\\_u\\_n1.pdf](http://www.elcriterio.com/revista/ajoica/contenidos_1/silup_u_n1.pdf)
- Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) (antes, CONASEV). (2001). Viabilidad de Incorporación de Nuevos Emisores al Mercado de Valores. Recuperado el 25 de octubre de 2010 de [www.iimv.org/actividades2/Bolivia2002/ponencias/carlos.ppt](http://www.iimv.org/actividades2/Bolivia2002/ponencias/carlos.ppt)
- Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) (antes, CONASEV). (2008). Acceso al Financiamiento a través del Mercado de Valores. Recuperado el 25 de octubre de 2010 de [http://mintra.gob.pe/contenidos/semanaSST2008/seminario09052008/acceso\\_financiamiento\\_mercado\\_valores.pdf](http://mintra.gob.pe/contenidos/semanaSST2008/seminario09052008/acceso_financiamiento_mercado_valores.pdf)
- Vargas, B. & Del Castillo, C. (2008). Competitividad sostenible de la pequeña empresa: Un modelo de promoción de capacidades Endógenas para promover ventajas Competitivas sostenibles y alta productividad. *Universidad ESAN*, 13(24), 59-80. Recuperado el 29 de octubre de 2013 de <http://jefas.esan.edu.pe/index.php/jefas/article/view/221>

- Vega, C. (2012). *Análisis del Financiamiento para las PYMES en la Región Piura (Perú)*. (Tesis de maestría, Universidad Internacional de Andalucía Sede Iberoamericana Santa María de la Rábida). Recuperado el 30 de octubre de 2013 de <http://dspace.unia.es/handle/10334/1793>
- Villarán, F. & Chinchero, S. (1998). *Promoción estatal a la PYMES en el Perú*. Lima: Editado por Swssontact.
- Villarán, F., Palacios, J., Bullón, V. & Sanz, T. (2005). *Diagnóstico y Recomendaciones para mejorar los Programas y Servicios de apoyo a las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMEs) en el Perú*. Lima: Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (USAID).
- Villafuerte, D. (2006) Manual Metodológico para el Investigador Científico. *Universidad Nacional de San Agustín, Arequipa, Perú*, 1-84. Recuperado el 09 de octubre de 2014 de <http://www.eumed.net/libros-gratis/2010e/816/ESTRUCTURA%20DE%20LA%20CIENCIA.htm>
- Vizcarra, J. & Collantes, C. (2013). El Mercado Alternativo de Valores a la luz de su primera experiencia. *BNB Valores Perú*, 8-9. Recuperado el 09 de octubre de 2014 de [http://www.bnb.com.pe/informacion/Mercado\\_Alternativo\\_de\\_Valores\\_A\\_la\\_Luz%20de\\_su\\_Primer\\_Experiencia.pdf](http://www.bnb.com.pe/informacion/Mercado_Alternativo_de_Valores_A_la_Luz%20de_su_Primer_Experiencia.pdf)
- Vontrat, E. (2008). Las microfinanzas desde un punto de vista de la etnología económica. *Portal de Revistas UPC*, 1-43. Recuperado el 29 de octubre de 2013 de <http://revistas.upc.edu.pe/index.php/sinergia/article/view/120>

## **ANEXOS**

## Anexo 1

### Tasa de Préstamo para Activo Fijo al (31-10-2014)

	Tasa Efectiva Anual (TEA) (%)				Tasa de Costo Efectivo Anual (TCEA) (%)			
	A 24 MESES							
	Por S/ 2 000	US\$ 1 000	S/ 20 000	US\$ 6 000	Por S/ 2 000	US\$ 1 000	S/ 20 000	US\$ 6 000
<b>BANCA MÚLTIPLE</b>								
INTERBANK	55,00	45,00	55,00	45,00	57,41	48,36	57,41	47,18
BANCO DE COMERCIO	55,00	25,00	32,56	25,00	57,56	29,99	37,80	25,83
MIBANCO	54,77	55,00	54,65	55,00	57,97	58,85	57,76	58,11
BANCO FINANCIERO	58,00	70,00	58,00	70,00	63,59	77,39	62,15	75,14
BANCO CONTINENTAL	23,90	-	23,90	23,90	46,61	-	46,61	46,55
BANCO DE CREDITO	58,00	-	58,00	58,00	61,75	-	61,75	62,11
SCOTIABANK PERU	-	-	39,00	29,00	-	-	40,25	30,17
<b>EMPRESAS FINANCIERAS</b>								
FINANC. PROEMPRESA	51,78	47,64	40,92	32,92	53,33	49,10	41,79	33,55
CREDISCOTIA	64,84	35,00	37,00	35,00	66,40	37,38	38,32	36,30
FINANCIERA TFC S A	75,00	-	58,67	-	88,96	-	63,15	-
FINANCIERA EFECTIVA	75,00	75,00	-	-	80,42	77,61	-	-
FINANCIERA EDYFICAR	79,39	80,25	79,59	80,25	80,43	81,12	80,46	81,12
FINANCIERA QAPAQ	90,97	-	44,17	-	95,11	-	46,98	-
FINANCIERA CONFIANZA	150,00	101,22	150,00	101,22	152,37	103,16	152,37	103,16
ACCESO CREDITICIO	73,52	-	-	-	73,52	-	-	-
COMPARTAMOS FINANCIERA	-	-	53,59	42,41	-	-	53,59	42,41
FINANCIERA NUEVA VISIÓN	55,35	40,92	36,73	34,96	57,66	42,71	42,92	37,11
<b>CAJAS MUNICIPALES</b>								
CMAC TACNA	46,32	35,78	31,00	29,41	47,22	36,62	31,82	30,22
CMAC AREQUIPA	48,10	34,49	31,73	31,44	48,10	34,49	31,73	31,44
CAJA MUNICIPAL DE CRÉDITO POPULAR DE LIMA	50,50	45,00	38,50	33,00	51,12	45,44	38,98	33,41
CMAC PIURA	57,05	32,92	50,23	31,37	58,15	32,93	50,24	31,38

CMAC HUANCAYO	58,02	45,59	41,29	39,11	58,77	46,30	42,01	39,81
CMAC DEL SANTA	112,91	42,58	55,55	34,49	114,60	43,75	56,81	35,60
CMAC SULLANA	68,48	45,61	39,91	42,13	69,44	46,45	40,72	42,95
CMAC ICA	74,59	56,50	74,59	56,50	74,59	56,50	74,59	56,50
CMAC TRUJILLO	79,59	52,00	79,59	52,00	81,42	53,51	81,42	53,57
CMAC CUSCO S A	34,49	-	34,69	29,84	35,76	-	35,96	31,09
CMAC MAYNAS	60,10	79,59	49,36	52,87	60,90	80,47	50,11	53,63
CMAC PAITA	51,11	37,67	51,11	34,49	52,55	39,00	52,55	35,79
<b>CAJAS RURALES</b>								
CRAC CREDINKA	60,10	-	60,10	42,92	61,90	-	61,90	44,30
CRAC PRYMERA	65,00	51,11	45,00	42,58	65,95	53,95	45,84	43,50
CRAC CHAVIN	79,59	80,25	79,59	80,25	81,15	81,81	81,15	81,82
CRAC SENOR DE LUREN	81,55	47,25	66,24	48,23	81,55	47,25	66,24	48,23
CAJA LOS LIBERTADORES	79,59	79,59	79,59	79,59	80,11	80,11	80,11	80,11
CRAC CAJAMARCA	60,10	26,82	60,10	26,82	62,15	28,02	62,15	28,02
CRAC LOS ANDES	48,63	39,29	45,09	33,51	48,63	39,29	45,09	33,51
CRAC SIPAN	70,76	60,10	42,57	34,49	71,54	60,83	43,23	35,20
<b>EDPYMES</b>								
EDPYME SOLIDARIDAD	60,10	-	52,00	-	62,52	-	54,11	-
EDPYME CREDIJET	66,00	51,00	44,00	44,00	66,46	51,42	44,40	44,40
EDPYME ALTERNATIVA	66,20	-	45,50	-	67,77	-	46,59	-
EDPYME RAIZ	67,97	43,50	46,03	36,88	68,67	44,10	46,95	37,74
EDPYME CREDIVISION	63,84	39,29	63,84	39,29	70,15	41,35	65,05	40,25
<b>TEA Y TCEA PROMEDIO</b>	<b>69,28</b>	<b>53,39</b>	<b>55,52</b>	<b>47,60</b>	<b>71,58</b>	<b>55,24</b>	<b>58,27</b>	<b>50,28</b>

*Fuente:* Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) al 31-10-2014

*Elaboración:* Propia

## Anexo 2

## Tasa de Préstamo para Capital de Trabajo al (31-10-2014)

	Tasa Efectiva Anual (TEA) (%)				Tasa de Costo Efectivo Anual (TCEA) (%)			
	A 9 MESES							
	Por S/. 1 000	US\$ 500	S/. 10 000	US\$ 3 000	Por S/. 1 000	US\$ 500	S/. 10 000	US\$ 3 000
<b>BANCA MÚLTIPLE</b>								
INTERBANK	55,00	45,00	55,00	45,00	56,83	46,74	56,83	46,72
MIBANCO	51,71	55,00	51,71	55,00	54,91	58,26	54,81	58,16
BANCO DE COMERCIO	55,00	25,00	37,00	25,00	57,68	35,40	39,00	26,69
BANCO FINANCIERO	58,00	75,00	58,00	75,00	65,71	87,87	62,33	81,11
BANBIF	40,00	28,00	71,27	28,00	65,89	43,89	80,48	30,56
SCOTIABANK PERU	-	-	39,00	29,00	-	-	40,26	30,17
BANCO CONTINENTAL	-	-	55,00	55,00	-	-	57,59	57,45
BANCO DE CREDITO	-	55,00	55,00	55,00	-	79,78	59,27	60,07
<b>EMPRESAS FINANCIERAS</b>								
FINANC. PROEMPRESA	54,65	47,64	44,25	36,07	55,75	48,64	44,75	36,45
COMPARTAMOS FINANCIERA	66,50	67,46	59,00	65,54	66,50	67,46	59,00	65,54
FINANCIERA TFC S A	75,00	-	61,25	-	108,26	-	67,93	-
CREDISCOTIA	77,00	36,00	43,00	35,00	78,67	37,77	44,40	37,36
FINANCIERA EDYFICAR	79,59	80,25	79,59	80,25	80,56	81,20	80,57	81,23
FINANCIERA CONFIANZA	150,00	101,22	150,00	101,22	152,37	103,16	152,37	101,56
FINANCIERA QAPAQ	90,97	-	55,00	-	94,26	-	57,60	-
FINANCIERA NUEVA VISIÓN	57,09	40,92	39,53	37,35	59,60	41,37	45,74	39,23
AMERIKA FINANCIERA	-	-	25,00	23,00	-	-	89,42	96,20
<b>CAJAS MUNICIPALES</b>								
CMAC DEL SANTA	112,91	42,58	69,59	42,58	114,61	43,77	70,96	43,74
CMAC TACNA	49,31	38,69	36,18	33,90	50,23	39,55	37,03	34,74
CMAC AREQUIPA	49,36	-	37,67	34,49	49,36	-	37,67	34,49
CMAC CUSCO S A	51,11	-	42,58	36,07	51,11	-	43,95	37,41
CMAC PIURA	57,35	32,92	51,99	32,92	58,52	33,69	53,04	33,86
CMCP LIMA	60,00	45,00	44,50	39,00	60,49	45,44	45,11	39,47
CMAC HUANCAYO	59,73	45,59	44,38	42,48	60,62	46,26	45,19	43,26
CMAC SULLANA	68,48	45,61	51,45	45,61	69,44	46,45	52,32	46,45
CMAC TRUJILLO	71,55	42,60	71,55	42,60	73,30	44,06	73,31	44,08
CMAC ICA	75,00	56,50	74,59	56,50	75,00	56,50	74,59	56,50
CMAC MAYNAS	79,59	79,59	52,87	56,45	80,47	80,50	53,63	57,23
CMAC PAITA	60,10	37,67	58,27	36,07	61,62	39,00	59,77	37,38
<b>CAJAS RURALES</b>								
CRAC CREDINKA	60,10	-	60,10	42,92	61,90	-	61,90	44,30
CRAC PRYMERA	65,00	60,10	50,00	55,55	65,94	71,01	50,86	58,36

CRAC CHAVIN	79,59	80,25	79,59	80,25	80,95	81,60	80,94	81,58
CRAC SENOR DE LUREN	83,25	47,25	71,36	47,25	83,25	47,25	71,36	47,25
CAJA LIBERTADORES LOS	79,59	79,59	79,59	79,59	80,12	80,12	80,12	80,11
CRAC CAJAMARCA	60,10	26,82	60,10	26,82	60,10	28,10	62,15	28,10
CRAC LOS ANDES	49,52	39,29	47,68	36,08	49,52	39,29	47,68	36,08
CRAC SIPAN	70,76	60,10	51,11	60,10	71,53	60,83	51,82	60,83
<b>EDPYMES</b>								
EDPYME MARCIMEX S.A.	34,49	-	34,49	-	34,49	-	34,49	-
EDPYME SOLIDARIDAD	60,10	-	56,00	-	62,90	-	58,81	-
EDPYME CREDIJET	66,00	55,00	48,00	47,00	66,46	55,43	48,41	47,41
EDPYME ALTERNATIVA	66,20	-	54,20	-	67,72	-	55,47	-
EDPYME RAIZ	70,78	43,50	52,11	40,14	71,48	44,10	52,92	40,89
EDPYME CREDIVISION	63,84	39,29	63,84	39,29	76,95	42,20	65,81	40,28
INVERSIONES LA CRUZ	55,06	-	55,06		55,06	-	55,06	
<b>TEA Y TCEA PROMEDIO</b>	<b>67,33</b>	<b>53,49</b>	<b>58,69</b>	<b>50,07</b>	<b>70,61</b>	<b>57,90</b>	<b>60,81</b>	<b>51,95</b>

*Fuente:* Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) al 31-10-2014

*Elaboración:* Propia



### Anexo 3

## Encuesta de investigación sobre fuente de financiamiento para las MYPE y el Mercado de Valores

### INSTRUCCIONES:

La presente técnica tiene por finalidad recoger información relacionada sobre **“EL MERCADO DE VALORES COMO FUENTE DE FINANCIAMIENTO PARA LA MICRO Y PEQUEÑA EMPRESA”**.

Sobre este particular, se le solicita que en las preguntas que a continuación acompañan a esta técnica, elija la alternativa que Ud., considere pertinente, marcando para tal fin con un aspa (x). Esta técnica es ANÓNIMA se agradece su colaboración.

1. ¿Considera Ud., que el financiamiento influye en el crecimiento de las Micro y Pequeñas Empresas del Cono Sur de Lima Metropolitana?
  - a) Si ( )
  - b) No ( )
  - c) No sabe, no opina ( )
  
2. ¿Considera Ud., que las Instituciones Financieras facilitan el financiamiento a las Micro y Pequeñas Empresas del Cono Sur de Lima Metropolitana?
  - a) Si ( )
  - b) No ( )
  - c) No sabe, no opina ( )
  
3. ¿Considera Ud., que las líneas de crédito disponibles para las Micro y Pequeñas Empresas del Cono Sur de Lima Metropolitana son suficientes?
  - a) Si ( )
  - b) No ( )
  - c) No sabe, no opina ( )

4. ¿Considera Ud., importante el financiamiento para incrementar el capital de trabajo de éstas empresas?
- a) Si ( )
  - b) No ( )
  - c) No sabe, no opina ( )
5. ¿Considera Ud., importante el financiamiento para la adquisición de Activo Fijo para las Micro y Pequeñas Empresas del Cono Sur de Lima Metropolitana?
- a) Si ( )
  - b) No ( )
  - c) No sabe, no opina ( )
6. ¿Considera Ud., adecuado el costo del crédito de las líneas de financiamiento para las Micro y Pequeñas Empresas del Cono Sur de Lima Metropolitana?
- a) Si ( )
  - b) No ( )
  - c) No sabe, no opina ( )
7. ¿Considera Ud., que existe una labor promotora del Estado a favor del financiamiento para las MYPE?
- a) Si ( )
  - b) No ( )
  - c) No sabe, no opina ( )
8. ¿Tiene Ud., algún conocimiento respecto al Mercado de Valores?
- a) Si ( )
  - b) No ( )
  - c) No sabe, no opina ( )
9. ¿Conoce Ud., que modalidades de inversión ofrece el Mercado de Valores?
- a) Si ( )

b) No ( )

c) No sabe, no opina ( )

10. ¿Considera Ud., al Mercado de Valores como fuente de financiamiento para capital de trabajo y activo fijo?

a) Si ( )

b) No ( )

c) No sabe, no opina ( )

#### **Anexo 4**

#### **Requisitos para el trámite de Listado de Acciones en la BVL**

1. Original de la solicitud de listado dirigida a la Gerencia General, debidamente suscrita por la(s) persona(s) autorizada(s).
2. Copia simple del acta de Junta General de Accionistas en la que se acuerde:
  - Incorporar los valores a la negociación bursátil.
  - Someterse a las normas y disposiciones de la BVL.
  - La designación del Representante Bursátil que será la persona (domiciliada en el Perú) que represente a la empresa emisora ante la BVL y CONASEV durante la vigencia del listado de los valores.
  - La política de dividendos (de conformidad con el artículo 85° del TUO de la Ley del Mercado de Valores).
  - Los poderes de la persona facultada para solicitar el trámite de listado ante la BVL.
3. Copia simple del Acta de Sesión de Directorio en la que se acuerde:
  - La Información sobre los principios de Buen Gobierno Corporativo.
  - Las Normas Internas de Conducta.

4. EE.FF. Auditados (en original) y las Memorias Anuales, correspondientes a los dos últimos ejercicios económicos.
5. Estados Financieros Consolidados Auditados (en original) correspondiente a los dos últimos ejercicios, de ser el caso (de no consolidar información financiera deberá ser indicado mediante una declaración jurada suscrita por el Representante Legal de la empresa).
6. EE.FF. No Auditados al trimestre anterior a la fecha de la solicitud (originales suscritos por Contador Público Colegiado y el Representante Legal de la empresa), los que deberán incluir lo siguiente:
  - Balance General,
  - Estado de Ganancias y Pérdidas,
  - Estado de Flujos de Efectivo,
  - Estado de Cambios en el Patrimonio Neto,
  - Notas a los Estados Financieros y
  - Informe de Gerencia (la que debe incluir: la Declaración de Responsabilidad y el Análisis y Discusión de la Gerencia).
7. Copia simple de la partida registral actualizada correspondiente a la emisora, expedida por el Registro de Personas Jurídicas de la Oficina Registral respectiva.
8. Copia simple del Testimonio de la Escritura Pública de Constitución y/o del Testimonio de la Escritura Pública de Adecuación de Estatutos a la nueva Ley General de Sociedades (Ley N° 26887), si fuese el caso.

9. Ejemplar actualizado del Estatuto Social suscrito (y sellado) por el Gerente General de la empresa, el cual deberá incluir todas las modificaciones realizadas y que se encuentran inscritas a la fecha en que se efectúa la solicitud.
10. Se deberá informar si existen o no modificaciones estatutarias pendientes de inscripción al momento de iniciar el trámite y, de ser este caso, se deberán remitir las copias certificadas por Notario de las Actas en donde consten dichos acuerdos, así como la copia simple de la solicitud de ingreso en RRPPP del título correspondiente (de no existir modificaciones pendiente de inscripción deberán declararlo expresamente).
11. Verificación de las condiciones para que los valores puedan estar representados por anotaciones en cuenta, a fin de poder suscribir el contrato con CAVALI S.A. ICLV (El Estatuto deberá contemplar la posibilidad de que las acciones puedan estar representadas por anotaciones en cuenta y de que no existan limitaciones a la libre transferencia de las mismas).
12. En caso se opte por el sistema mixto de representación de las acciones (y el estatuto lo permita), se deberá presentar copia simple del formato (en blanco) del certificado físico. De lo contrario, se deberá presentar una declaración jurada señalando que únicamente estarán representadas por anotaciones en cuenta.
13. Dos ejemplares (en original) del Contrato de Servicio con Emisores y del Anexo I "Características de la Emisión" Valores de Renta Variable a suscribirse con CAVALI S.A. ICLV (se deberá adjuntar copia simple de los poderes de las personas facultadas de la empresa para suscribir el contrato, acompañando su inscripción en Registros Públicos). Los formatos correspondientes serán proporcionados por la Bolsa. *Formato obligatorio (Contrato de servicios con emisores / Anexo I Características de la Emisión).*

14. Copia simple del formulario conteniendo la información sobre el Grupo Económico, de conformidad con lo establecido en el artículo 10° del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupo Económico (Resolución CONASEV N° 090-2005-EF/94.10, modificado por Res. CONASEV N° 016-2007-EF/94.10). *Formulario obligatorio (Formulario Grupo Económico)*
15. Relación de los accionistas que representen una participación superior al cinco por ciento (5 %) del capital social (indicando el porcentaje de tenencia por clase de acción), así como de los Directores y de la Plana Gerencial de la sociedad (indicando los cargos respectivos).
16. Informe de la compañía, indicando los principales negocios de la sociedad, proyectos y aquellos aspectos que su Directorio considere oportunos por su relevancia para los inversionistas. En dicho documento se deberá informar sobre los dividendos y derechos o beneficios acordados que se encuentren pendientes de entrega, de ser el caso. Al respecto deberá precisarse los montos y/o porcentajes, fecha de adopción del acuerdo, etc.
17. Ejemplar de las Normas Internas de Conducta elaboradas y aprobadas de conformidad con el Reglamento de Hechos de Importancia, Información Reservada y Otras Comunicaciones (Resolución CONASEV N° 107-2002-EF/94.10). *Formato opcional (Manual de Normas Internas de Conducta)*
18. Copia simple de la Información sobre el cumplimiento de los principios de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas, debidamente aprobada por el Directorio, elaborado respecto al ejercicio anterior al inicio del trámite de listado (Resolución CONASEV N° 140-2005-EF/94.11). *Formulario obligatorio (Información sobre principio de BGC)*

19. Copia del Contrato de Servicio de Certificación Digital suscrito con la Entidad de Registro o Certificación debidamente acreditada, para el uso del sistema MVNET, de acuerdo a las disposiciones de la Resolución CONASEV N° 11-2004-EF/94.10.
20. Copia simple del recibo de pago y/o depósito a favor de CONASEV por concepto del derecho a trámite (50 % UIT).



### **Anexo 5**

#### **Requisitos para el trámite de Listado de Instrumentos de Deuda en la BVL**

1. Original de la solicitud de listado dirigida a la Gerencia General, debidamente suscrita por la(s) persona(s) autorizada(s).
2. Copia simple del acta del órgano competente de la sociedad en la que se acuerde:
  - Incorporar los valores a la negociación bursátil.
  - Someterse a las normas y disposiciones de la BVL.
  - La designación del Representante Bursátil que será la persona (domiciliada en el Perú) que represente a la empresa emisora ante la BVL y CONASEV durante la vigencia del listado de los valores.
  - La política de dividendos (de conformidad con el artículo 85° del TUO de la Ley del Mercado de Valores).
  - Los poderes de la persona facultada para solicitar el trámite de listado ante la BVL.
3. Copia simple del Acta de Sesión de Directorio en la que se acuerde:
  - La Información sobre los principios de Buen Gobierno Corporativo.
  - Las Normas Internas de Conducta.

4. EE.FF. Auditados (en original) y las Memorias Anuales, correspondientes a los dos últimos ejercicios económicos.
5. Estados Financieros Consolidados Auditados (en original) correspondiente a los dos últimos ejercicios, de ser el caso (de no consolidar información financiera deberán indicarlo mediante una declaración jurada suscrita por el representante legal de la empresa).
6. EE.FF. No Auditados al trimestre anterior a la fecha de la solicitud (originales suscritos por Contador Público Colegiado y el Representante Legal de la empresa), los que deberán incluir lo siguiente:
  - Balance General,
  - Estado de Ganancias y Pérdidas,
  - Estado de Flujos de Efectivo,
  - Estado de Cambios en el Patrimonio Neto,
  - Notas a los Estados Financieros y
  - Informe de Gerencia (la que debe incluir: la Declaración de Responsabilidad y el Análisis y Discusión de la Gerencia).
7. Copia simple de la partida registral actualizada correspondiente a la emisora, expedida por el Registro de Personas Jurídicas de la Oficina Registral respectiva.
8. Copia simple del Testimonio de la Escritura Pública de Constitución y del Testimonio de la Escritura Pública de Adecuación de Estatutos a la nueva Ley General de Sociedades (Ley N° 26887), si fuese el caso.

9. Ejemplar actualizado del Estatuto Social suscrito (y sellado) por el Gerente General de la empresa, el cual deberá incluir todas las modificaciones realizadas y que se encuentran inscritas a la fecha en que se efectúa la solicitud.
10. Se deberá informar si existen o no modificaciones estatutarias pendientes de inscripción al momento de iniciar el trámite y, de ser este caso, se deberán remitir las copias certificadas por Notario de las Actas en donde consten dichos acuerdos, así como la copia simple de la solicitud de ingreso en RRPPP del título correspondiente (de no existir modificaciones pendiente de inscripción deberán declararlo expresamente).
11. Verificación de las condiciones para que los valores puedan estar representados por anotaciones en cuenta, a fin de poder suscribir el contrato con CAVALI S.A. ICLV. (Resolución CONASEV N° 125-98-EF/94.10)
12. Dos ejemplares (en original) del Contrato de Servicio con Emisores y del Anexo I "Características de la Emisión" Instrumentos de Renta Fija a suscribirse con CAVALI S.A. ICLV (se deberá adjuntar copia simple de los poderes de las personas facultadas de la empresa para suscribir el contrato, acompañando su inscripción en Registros Públicos). Los formatos correspondientes serán proporcionados por la Bolsa. (Resolución CONASEV N° 125-98-EF/94.10)
13. Copia simple del Testimonio de la Escritura Pública, el contrato de emisión o instrumento legal equivalente, según sea el caso, donde se encuentren las condiciones o características de los valores a listar (Si los valores que se desean listar son Bonos, se deberá presentar la Escritura Pública correspondiente con la intervención del Representante de los Obligacionistas).

14. Informe de Clasificación de riesgo de los valores, emitido por dos empresas clasificadoras de riesgos.
15. Copia simple del formulario conteniendo la información sobre el **Grupo Económico**, de conformidad con lo establecido en el artículo 10° del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupo Económico (Resolución CONASEV N° 090-2005-EF/94.10, modificado por Res. CONASEV N° 016-2007-EF/94.10).
16. Relación de los accionistas que representen una participación superior al cinco por ciento (5 %) del capital social (indicando el porcentaje de tenencia por clase de acción), así como de los Directores y de la Plana Gerencial de la sociedad (indicando los cargos respectivos).
17. Informe de la compañía, indicando los principales negocios de la sociedad, proyectos y aquellos aspectos que su Directorio considere oportunos por su relevancia para los inversionistas. En dicho documento se deberá informar sobre los dividendos y derechos o beneficios acordados que se encuentren pendientes de entrega, de ser el caso. Al respecto deberá precisarse los montos y/o porcentajes, fecha de adopción del acuerdo, etc.
18. Ejemplar de las Normas Internas de Conducta elaboradas y aprobadas de conformidad con el Reglamento de Hechos de Importancia, Información Reservada y Otras Comunicaciones (R. CONASEV N° 107-2002-EF/94.10).
19. Copia simple de la Información sobre el cumplimiento de los principios de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas, debidamente aprobada por el Directorio, elaborado respecto al ejercicio anterior al inicio del trámite de listado (Resolución CONASEV N° 140-2005-EF/94.11).

20. Copia del Contrato de Servicio de Certificación Digital suscrito con la Entidad de Registro o Certificación debidamente acreditada, de acuerdo a las disposiciones de la R. CONASEV N° 11-2004-EF/94.10.
21. Copia simple del recibo de pago y/o depósito a favor de CONASEV por concepto del derecho a trámite.
22. Copia simple de la Resolución de CONASEV aprobando la emisión correspondiente.

### Anexo 5

#### Respuestas de la Encuesta de investigación sobre fuente de financiamiento para las MYPE y el Mercado de Valores

RESPUESTAS							
SI	%	NO	%	NO SABE NO OPINA	%	TOTAL	%
Pregunta N° 01: ¿Considera Ud., que el financiamiento influye en el crecimiento de las Micro y Pequeñas Empresas del Cono Sur de Lima Metropolitana?							
81	75,00	9	8,33	18	16,67	108	100,00
Pregunta N° 02: ¿Considera Ud., que las Instituciones Financieras facilitan el financiamiento a las Micro y Pequeñas Empresas del Cono Sur de Lima Metropolitana?							
41	37,96	40	37,04	27	25,00	108	100,00
Pregunta N° 03: ¿Considera Ud., que las líneas de crédito disponibles para las Micro y Pequeñas Empresas del Cono Sur de Lima Metropolitana son suficientes?							
15	13,89	20	18,52	73	67,59	108	100,00
Pregunta N° 04: ¿Considera Ud., importante el financiamiento para incrementar el capital de trabajo de éstas empresas?							
75	69,44	18	16,67	15	13,89	108	100,00
Pregunta N° 05: ¿Considera Ud., importante el financiamiento para la adquisición de Activo Fijo para las Micro y Pequeñas Empresas del Cono Sur de Lima Metropolitana?							
86	79,63	17	15,74	5	4,63	108	100,00
Pregunta N° 06: ¿Considera Ud., adecuado el costo del crédito de las líneas de financiamiento para las Micro y Pequeñas Empresas del Cono Sur de Lima Metropolitana?							
8	7,41	81	75,00	19	17,59	108	100,00
Pregunta N° 07: ¿Considera Ud., que existe una labor promotora del Estado a favor del financiamiento para las MYPE?							
9	8,33	75	69,44	24	22,22	108	100,00
Pregunta N° 08: ¿Tiene Ud., algún conocimiento respecto al Mercado de Valores?							
8	7,41	92	85,19	8	7,41	108	100,00
Pregunta N° 09: ¿Conoce Ud., que modalidades de inversión ofrece el Mercado de Valores?							
4	3,70	93	86,11	11	10,19	108	100,00
Pregunta N° 10: ¿Considera Ud., al Mercado de Valores como fuente de financiamiento para capital de trabajo y activo fijo?							
41	37,96	48	44,44	19	17,59	108	100,00