

Acceso de las micro, pequeñas y medianas empresas a financiamiento por medio de los mercados de valores en Costa Rica

Access of micro, small and medium enterprises to financing through the securities markets in Costa Rica

María Vanessa Zamora González¹,
Universidad Latinoamericana de Ciencia y Tecnología

Resumen

Las micro, pequeñas y medianas empresas (mipymes) le dan vida a las economías de América Latina y el Caribe (ALC). Estas representan 99.5 % de todas las empresas de la región y 60 % de la población ocupada y son responsables por el 25 % del producto interno bruto (PIB) regional, según datos de la OECD (Herrera, 2020). La presente investigación hace un análisis de la forma en que Costa Rica ha encarado la necesidad de propiciar el acceso de las micro, pequeña y mediana empresas a financiamiento por medio de los mercados de valores y, aborda el mecanismo de inclusión financiera que le ha sido reconocido históricamente. Se parte de la hipótesis de que esta inclusión financiera de las micro, pequeña y mediana empresas a financiamiento por medio de los mercados de valores implica, por ende, promover su productividad y competitividad, a través del fomento a la innovación, transferencia y adaptación tecnológica, así como a la promoción del encadenamiento productivo de este tipo de empresas costarricenses. La investigación evidenció que tanto para las mipymes como para las pymes costarricenses es prácticamente imposible cumplir todos los procedimientos, protocolos, requisitos y estándares que cumplen los emisores tradicionales de valores de oferta pública y que, a la vez, les solicitan a las empresas que les presenten en forma regular y sistematizada. Por lo anterior, se logró establecer la existencia de multiplicidad de razones por las cuales micro, pequeñas y medianas empresas no utilizan con frecuencia al mercado de valores como alternativa al financiamiento. Entre ellas, se encuentran como las principales el hecho de que sean empresas familiares y, evidentemente, acarrear un tema de liquidez y disponibilidad de recursos financieros, así como la madurez organizacional y la estructura fortalecida en el ámbito empresarial. Entre las principales recomendaciones está

1 Estudiante de la carrera de Licenciatura en Derecho. Correo: mzamorag676@ulacit.ed.cr

el hecho de propiciar espacios de diálogo participativo con las micro, pequeñas y medianas empresas, de manera tal que puedan sentirse acompañadas en la toma de decisiones financieras y gerenciales. Sumado a la anterior, habrá que considerar urgentemente y, sobre todo, con los efectos generados en el ámbito económico por la pandemia de la COVID19 y la inminente recesión económica que el país ha venido enfrentando y enfrentará con mayor recelo en los próximos meses o años; la necesidad de flexibilizar las exigencias y reducir los costos asociados con las ofertas públicas, reconociendo las particularidades de las micro, pequeñas y medianas empresas y contribuyendo a que estas puedan financiar sus actividades productivas a través del mercado de capitales, sin que esto signifique afectar la protección de los inversionistas.

Palabras clave:

Acceso a financiamiento, inclusión financiera, micro, pequeña y mediana empresas, mercado de valores

Abstract

Micro, small and medium-sized enterprises (MSME) give life to economies of Latin America and the Caribbean (LAC). They represent 99.5 % of all companies in the region and 60 % of the employed population and are responsible for 25 % of regional gross domestic product (GDP), according to OECD data (Herrera, 2020). This research makes an analysis of the way in which Costa Rica has faced the need to promote access for micro, small and medium enterprises to financing through securities markets, and addresses financial inclusion mechanism that has been historically recognized. It is based on the hypothesis that this financial inclusion of micro, small and medium enterprises to financing through securities markets implies promoting their productivity and competitiveness, through innovation, transfer, and technological adaptation, as well as well as promotion of productive chains of Costa Rican companies. The research showed that is practically impossible for both Costa Rican MSME and SME to be able to comply with all procedures, protocols, requirements and standards that traditional issuers of public offering securities comply with and at the same time request companies presented in a regular and systematic way. Therefore, it was possible to establish existence of multiple reasons why micro, small and medium-sized companies do not frequently use stock market as an alternative to financing. Among them, the main ones are: the fact that they are family businesses and obviously entail an issue of liquidity and availability of financial resources, as well as organizational maturity and a strengthened structure at the business level. Among the main recommendations is the fact of fostering spaces for participatory dialogue with micro, small and medium-sized enterprises, so they

can feel accompanied in making financial and managerial decisions. In addition to the above, it will be necessary to urgently consider and especially with the effects generated at the economic level generated by COVID19 pandemic and imminent economic recession that the country has been facing and will face with greater suspicion in coming months or years; the need to make more flexible demands and reduce costs associated with public offerings, recognizing particularities of micro, small and medium-sized companies and, helping them to finance their productive activities through capital market, without affecting investor protection.

Keywords:

Access to financing, financial inclusion, micro, small and medium companies, stock market.

1. Introducción

Esta investigación hace un análisis de la forma en que Costa Rica ha encarado la necesidad de propiciar el acceso de las micro, pequeñas y medianas empresas a financiamiento por medio de los mercados de valores y, por ende, aborda el mecanismo de inclusión financiera que le ha sido reconocido históricamente. Se parte de la hipótesis de que esta inclusión financiera de las micro, pequeñas y medianas empresas a financiamiento por medio de los mercados de valores implica, por ende, promover su productividad y competitividad, a través del fomento a la innovación, transferencia y adaptación tecnológica, así como a la promoción del encadenamiento productivo de este tipo de empresas costarricenses.

En este estudio se presentan resultados de diversos trabajos que han abordado la situación costarricense del acceso de las micro, pequeñas y medianas empresas a financiamiento por medio de los mercados de valores. Estos diversos resultados no pueden considerarse concluyentes ni tampoco pueden compararse directamente por el hecho de que este tipo de accesos a los mercados de valores, así como de los mecanismos de financiamiento abordados son poco estudiados y analizados, son complejos y no se consideran procesos robustos que permitan extrapolar a comparativas. Sin embargo, los rasgos que se desprenden de cada investigación considerada en la revisión bibliográfica marcan tendencias comunes que permiten evidenciar y proyectar el comportamiento que han tenido este tipo de empresas costarricenses en los mercados de valores.

Por lo anterior, la investigación busca conocer el estado del arte o de la cuestión en cuanto al acceso a financiamiento por parte de las mipymes y pymes costarricenses a los mercados de valores, con la intención de generar una línea base documental de la realidad que han

vivido este tipo de empresas al tocar las puertas de estos entes intermediadores financieros, habiendo agotado todas las vías posibles de créditos y accesos a la banca tradicional. Esto tanto en el Sector Público como privado y buscando innovar en este tipo de mecanismos e instrumentos financieros, a pesar de todas las desventajas que puedan caracterizarlas debido a su ausencia de madurez empresarial, capital social robusto y falta de liquidez para iniciar operaciones.

Para contextualizar el tema del acceso de las mipymes y pymes costarricenses a los mercados de valores, se debe destacar el hecho de que el país, lejos de constituir una entidad o unas pocas entidades financieras orientadas a las pymes, ha propiciado la creación del Sistema de Banca para el Desarrollo (SBD) como el sistema que integra a varias entidades especializadas que operan en el país, específicamente para el apoyo y la asesoría técnica y financiera a las pymes y las personas emprendedoras, en general. El tema del financiamiento de mipymes y pymes a través de los mercados de valores, es un tema que se encuentra incluso incipiente y poco o nada regulado en el país.

Se puede afirmar que la inclusión financiera de este tipo de empresas se persigue, tanto con instrumentos institucionales como financieros, en donde los primeros están compuestos por la legislación, regulaciones, entidades especializadas, marcos de coordinación y de apoyo para el desarrollo empresarial. Los segundos se componen de fondos de soporte a los objetivos del SBD, sistema de avales, capital semilla y mecanismos de crédito, factoraje, *leasing* y otras iniciativas financieras en las que el país está incursionando desde hace un par de años.

Respecto a la organización de este estudio, se partirá de una revisión bibliográfica que permita evidenciar el proceso histórico y las lecciones aprendidas que ha tenido el país y, específicamente, las mipymes y pymes en cuanto al financiamiento recibido por medio de los mercados de valores. Por otra parte, desde un enfoque cuantitativo y complementando el análisis documental, se partirá de concatenar las percepciones y consideraciones brindadas por una muestra de personas especialistas y conocedoras de la temática. Finalmente, después de un análisis y una discusión reflexiva, se genera una serie de conclusiones y recomendaciones que permiten orientar al lector para una mejor comprensión del abordaje atendido, así como de los resultados que produce a partir de la búsqueda del desarrollo de la pregunta de investigación y de los objetivos específicos.

2. Revisión bibliográfica

Las micro, pequeñas y medianas empresas (mipymes) le dan vida a las economías de América Latina y el Caribe (ALC). Estas representan 99.5 % de todas las empresas de la región y 60 % de la población ocupada y son responsables por el 25 % del producto interno bruto (PIB) regional, según datos de la OECD (Herrera, 2020). Por ende, en el momento de estudiar la economía social de los países desarrollados, se ha evidenciado claramente como uno de los factores claves de éxito el impulso y fortalecimiento del sector de micro, pequeñas y medianas empresas, por lo que su desarrollo siempre ha sido considerado conveniente, tanto desde el punto de vista económico, social, cultural y hasta ambiental.

Se debe recordar que tanto las mipymes como las mipymes desempeñan un papel importante en la generación de empleos. No obstante, históricamente han enfrentado importantes restricciones en cuanto al acceso de crédito bancario, tanto de corto como de mediano y largo plazo. La evidencia documental y bibliográfica muestra que la mayor parte de las pequeñas empresas latinoamericanas se financia con recursos propios y tiene un acceso limitado al financiamiento externo, realidad de la que Costa Rica no escapa y se ha visto afectada.

En Costa Rica, las mipymes absorben una parte importante de la fuerza de trabajo, generan un porcentaje significativo de la producción y empiezan a contribuir en el esfuerzo exportador del país. No obstante, no pueden acceder como deben a los servicios que brinda el sistema financiero formal (Barrantes *et al.*, 2016).

Como se sabe, las pymes cuentan con menores posibilidades de financiarse, por lo que recurren principalmente a recursos propios, la banca comercial o las entidades financieras especializadas en pequeñas y medianas empresas. Los plazos de sus créditos son generalmente cortos y las tasas de interés muchas veces superior a la de las grandes empresas (Dunn, 2019).

La baja participación de las empresas de menor tamaño en el crédito del sector privado o el acceso a este en condiciones adecuadas es una problemática que afecta en mayor o menor medida a todas las economías en el mundo, sean desarrolladas o no. Se han realizado infinidad de estudios respecto del acceso a los mercados de financiamiento y sus condiciones, y las posibles “*fallas de mercado*” que presenta. Mientras más pequeñas las unidades económicas, más difícil se hace el acceso al financiamiento y en caso de acceso, sus condiciones

son menos atractivas. Las argumentaciones para explicar esta baja participación son de diversa índole. Una de las principales, se basa en la existencia de fallas en el funcionamiento de los mercados de crédito, principalmente por la insuficiente información con la que cuentan las instituciones financieras para realizar las evaluaciones de riesgo y el costo asociado a dicho cálculo. Las asimetrías de información, el riesgo moral y la selección adversa se encuentran en repetidos estudios como parte importantes de las causales en la problemática de acceso al financiamiento. Y luego del acceso al financiamiento se agregan otros temas o barreras que se relacionan con las condiciones en que son entregados los financiamientos, las cuales terminan muchas veces siendo una lápida, más que una ayuda constructiva para las PYMES. Como contrapartida, por el lado de los acreedores u otorgantes de financiamiento se experimentan distintas restricciones o condiciones para la entrega de préstamos, que se suman a las anteriores, como lo son la regulación a los sistemas financieros formales y los criterios prudenciales de riesgo en cuanto a las exigencias de provisiones y capital que deben mantener y que están relacionadas con la categoría de los beneficiarios de los créditos. Otros aspectos relevantes son los agentes informales, la dificultad para acceder a clientes atomizados, las altas inversiones y costos operacionales en relación al monto de los créditos etc. etc., La cantidad de recursos canalizados también se ve influida por el método predominante de selección de los beneficiarios; este depende, por un lado, de la información que se encuentra disponible, y por el otro, de las características de las entidades que operan en el mercado (SELA, 2015, s. p.).

Por tanto, se considera importante resaltar el hecho de que la caracterización del sistema bancario en Costa Rica ha sido que los bancos públicos tienen el mayor peso entre las actividades de banca comercial, pese a ser un mercado financiero de libre competencia y que el país ha constituido desde un enfoque político de inclusión financiera para la pyme, que presenta una serie de instrumentos institucionales y financieros que buscan promover esta inclusión. Según la Bolsa Nacional de Valores (BNV) de Costa Rica (s. f.):

Las empresas requieren de diversas alternativas de financiamiento para atender sus necesidades de capital. El financiamiento a través de la Bolsa es una

alternativa eficaz para la ejecución tanto de grandes proyectos como de capital de trabajo, que le permiten a la empresa su permanencia en el mercado o bien, expandir sus operaciones más allá de sus fronteras (s. p.).

Por otra parte, indica la BNV (s. f.) que:

La decisión de financiarse a través del mercado de valores implica una profunda transformación en la situación de la compañía, que sin lugar a dudas le permitirá lograr una mayor exposición y expandir sus oportunidades de negocios. No obstante, conlleva también ciertas responsabilidades adicionales (s. p.).

Sin embargo, Dunn (2019) indica el hecho de que en el ámbito costarricense y por ende también latinoamericano:

Algunos estudios indican que los principales impedimentos para que las pymes accedan a los mercados de valores mediante emisiones de oferta pública, entre otras, son básicamente la poca probabilidad que tienen de cumplir con los altos grados de solvencia jurídica y financiera, además de la alta transparencia que los mercados de capitales exigen. De manera puntual las razones generalmente son:

- a. Alto grado de informalidad.
- b. Falta de garantías.
- c. Capacidad de pago insuficiente.
- d. Falta de historial crediticio.
- e. Historial crediticio negativo.
- f. Falta de capacidad de ajuste a cambios y ciclos de la economía.
- g. Administración generalmente con conocimientos limitados.
- h. Falta de gobernanza corporativa.
- i. Estructuras empresariales familiares o unipersonales (s. p.).

Es claro que, como se indicó en el párrafo anterior, además de los impedimentos puntuales a nivel financiero, contable, administrativo y de solvencia jurídica, se afirma que este tipo de empresas presentan ciertas características básicas y poco habilitadoras que impiden su acceso al financiamiento en la región.

Las principales barreras identificadas fueron: la falta de un inmueble físico o una garantía de compromiso, la falta de una empresa solidaria o garante, la baja formalización de la empresa y las bajas calificaciones crediticias. Asimismo, la inexistencia o inadecuación de leyes sobre garantías móviles, la falta de un registro de garantías y la falta de fondos de garantía exacerban estas barreras. El problema es aún mayor si las garantías requeridas para que las mipyme obtengan préstamos comerciales (siempre que existan reglas claras en el país) son superiores al 100% (Herrera, 2020, p. 19).

Por otra parte, de acuerdo con Dunn (2019):

De cara al mercado de capitales, las pymes compiten con emisores tradicionales de ofertas públicas de valores que jurídicamente cuentan con estatutos sociales, reglamentos internos de funcionamiento, acuerdos societarios de conocimiento público, comités de auditoría, códigos de ética, reglamento de gobernanza corporativa y una serie de manuales de funcionamiento y transparencia entre otros. Contablemente generan información periódica, cuentan con auditores internos y deben publicar sus estados financieros auditados externamente de forma anual (p. 16).

Asimismo, según Dunn (2019):

Organizacionalmente, los emisores de valores, tienen directores, ejecutivos y empleados claramente identificados con roles establecidos en el ámbito de la gobernanza y administración de las operaciones de la empresa. La complejidad del negocio empresarial y sus finanzas se mide con una calificación de riesgo basada en la información generada por la misma empresa (p. 16).

Según lo anterior, tanto para las mipymes como para las pymes costarricenses es prácticamente imposible cumplir todos los procedimientos, protocolos, requisitos y estándares que cumplen los emisores tradicionales de valores de oferta pública y que, a la vez, les solicitan a las empresas que les presenten en forma regular y sistematizada. Por esta razón: “La mayor transparencia, se traduce en generación de información periódica, exige la utilización de

más capital humano y de recurso materiales que significan mayores costos que las pymes simplemente no pueden solventar” (Dunn, 2019, p. 16).

La informalidad también afecta el precio de los préstamos para las mipyme. Estas pagan tasas de interés en general muy superiores a las tasas promedio de colocación en el sistema financiero. Los prestatarios carecen de estados financieros o planes de negocios y, con frecuencia, de información acerca de impuestos. Las mipyme de la región de ALC prefieren la informalidad, lo que limita la cantidad de información que pueden divulgar a los prestamistas y otras contrapartes. Esto aumenta el costo del financiamiento. La escasez de información crea la percepción de una falta de transparencia, entre otros problemas, y el sector financiero cobra tasas más altas o niega el acceso a los servicios financieros para evitar una selección adversa. Esta situación también se refleja en la detección y el monitoreo de préstamos, creando la percepción de riesgo moral por parte de las mipyme (Herrera, 2020, p. 19).

En los últimos años y según el estudio de la CAF realizado por Dunn (2019), existen varios mecanismos para el financiamiento de las pymes bajo el ámbito de la oferta pública en el ámbito latinoamericano, los cuales abarcan cuatro generaciones desde el año 1985 a la fecha. Es importante indicar el hecho de que no en todos los países latinoamericanos se encuentran presentes ni tampoco están regulados. A continuación, se presenta un cuadro que los esquematiza (ver Cuadro 2).

2. MECANISMOS PARA LA INCLUSIÓN DE PYMES EN EL MERCADO DE VALORES

En el cuadro 2 se observa la evolución de los mecanismos regulados existentes para el financiamiento de las pymes bajo el ámbito de la oferta pública, los cuales abarcan cuatro generaciones desde el año 1985 a la fecha.

Cuadro 2. Evolución y Clasificación de Mecanismos Regulados de Financiamiento para pymes bajo el ámbito de la Oferta Pública

Fuente: Elaboración propia

	1RA GENERACIÓN (1980s)	2DA GENERACIÓN (1990s)	3RA GENERACIÓN (2000s)	4TA GENERACIÓN (2010s)
MECANISMO	Mercados Alternativos: <ul style="list-style-type: none"> • Procedimientos y requisitos simplificados de inscripción y mantenimiento de valores, respecto de los mercados principales. 	Régimen Simplificado: <ul style="list-style-type: none"> • Norma única especial de Régimen Simplificado para la emisión y mantenimiento de los valores en los sistemas de registro de oferta pública. • Simplificación de trámites a través de varias normas separadas. 	Vehículos de propósito especial (VPE): <ul style="list-style-type: none"> • Fondos de inversión. • Titulizaciones (Fideicomisos) Mecanismos de garantías: <ul style="list-style-type: none"> • Sociedades de Garantías recíprocas. • Instrumentos de deuda avalados. 	FINTECH: <ul style="list-style-type: none"> • Crowdfunding Peer to peer.
TIPO DE ESTIMULO	De OFERTA		De DEMANDA	De OFERTA Y DEMANDA
OBJETIVO PRINCIPAL	Reducir burocracia y costos al emisor		Reducir riesgo al inversionista	Reducir burocracia y costos al emisor y al inversionista

Fuente: Dunn, 2019.

3. Metodología

La presente investigación es descriptiva, exploratoria, con un enfoque cuantitativo donde primero se realiza una revisión bibliográfica para conocer los antecedentes y la evolución del tema financiero en cuanto al financiamiento de las pymes por medio de los mercados de valores en el ámbito nacional. Asimismo, se aplica una encuesta por medio de un cuestionario, el cual constará de cinco preguntas (técnica de recolección de datos a través de Google Forms) a un grupo de personas especialistas en pymes, así como en la temática de mercados de valores y, subsecuentemente, también se incluirán en la muestra personas conocedoras o especialistas en el ámbito nacional en el ámbito del acceso de las micro, pequeñas y medianas empresas a financiamiento por medio de los mercados de valores en Costa Rica. Por las razones indicadas es que se considera el tipo de muestreo por juicio de expertos.

Una vez que se cuente con toda la información, tanto la recolectada a través del análisis documental como de la información generada a partir de la encuesta aplicada, se procede a llevar a cabo un análisis de los datos, los cuales contribuirán con elementos e insumos que propician una serie de reflexiones tendientes al desarrollo de los objetivos específicos y la pregunta de investigación que se planteó. Al mismo tiempo, permiten construir una serie de conclusiones y recomendaciones para la política pública en el ámbito financiero-bursátil en Costa Rica.

4. Resultados

Según el estudio de IOSCO SME Financing Through Capital Markets, existen factores que representan mayores obstáculos para acceder a los mercados de capitales, entre los cuales se destacan 1) la fuerte tendencia a la propiedad familiar, lo que incluye la resistencia de los dueños a involucrar a terceras personas en la propiedad por el miedo a perder el control de la compañía; 2) la baja profesionalización o nivel educacional del personal a cargo de la empresa; 3) la idea equivocada de que la empresa es muy pequeña y que el mercado de capitales es muy grande para ellas; 4) la falta de liquidez en los mercados secundarios y 5) la falta de inversores e incertidumbre del éxito de una oferta inicial de valores (Correa *et al.*, s. f.).

Conscientes de las barreras naturales que impone el mercado de valores a las empresas de menor tamaño, los organismos reguladores han trabajado en medidas para reducir, desde su ámbito de acción estas limitantes y contribuir para que el mercado de valores se transforme en una opción real de financiamiento para las pymes (Correa *et al.*, s. f.). Sin embargo, en esta tarea se debe tener presente que su acceso a los mercados de capitales, en diferentes grados

y reconociendo las particularidades de cada país en ocasiones, se ve limitado por una serie de factores de índole estructural que van desde aspectos como la informalidad y el temor a perder la propiedad de la empresa, la alta concentración empresarial (empresas familiares), así como la resistencia de las empresas a revelar información al mercado (presentación de información financiera periódica, hechos de importancia, entre otros) y sujetarse a mayores exigencias en términos de las mejores prácticas de buen gobierno corporativo (Correa *et al.*, s. f.).

Por otro lado, la escala reducida de la mayoría de las empresas en los países de la región implica que sus necesidades de financiamiento sean también reducidas y menores en comparación con las grandes empresas corporativas, lo que dificulta su incursión directa en el mercado público de valores por la existencia de costos fijos de emisión que se asumen independientemente del volumen de fondos que se persiga financiar. Del mismo modo, en ciertos casos, se produce un descalce entre el tamaño de las emisiones que potencialmente pueden llevar a cabo las pymes y la demanda potencial que existe en los mercados, donde tienden a primar los grandes inversores institucionales, los cuales no necesariamente absorben estas ofertas de valores, debido a los costos fijos de análisis asociados con estas inversiones (seguimiento del sector y de la empresa), lo que conduciría a la exigencia por parte de estos inversores, de montos mínimos de emisión que justifiquen la asunción de estos costos. Esta situación evidencia la importancia que reviste para el desarrollo de los mercados la incorporación de un mayor número de inversores, cuya escala y percepción de riesgo se adecúen mejor al potencial de emisiones en el mercado (Correa *et al.*, s. f.).

Como corolario de lo anterior, entre los principales resultados que se obtuvieron de las preguntas que se plantearon a los especialistas en micro, pequeñas y medianas empresas, así como del mercado de valores en el ámbito costarricense se obtiene el Cuadro 1.

Preguntas	Variable	TOTAL	%
1. ¿Ha escuchado hablar del mercado de valores en Costa Rica?	Conocimiento del mercado de valores	4	80
2. ¿Conoce usted cuáles son las opciones de financiamiento en el mercado de valores para las micro, pequeñas y medianas empresas en Costa Rica?	Opciones de financiamiento en el mercado de valores para micro, pequeñas y medianas empresas	3	60
3. ¿Considera usted que el mercado de valores de Costa Rica brinda el acceso necesario a las micro, pequeña y mediana empresas para que puedan obtener el financiamiento requerido para sus operaciones?	Acceso a financiamiento del mercado de valores	1	20
4. ¿Considera usted que las micro, pequeñas y medianas empresas de Costa Rica se encuentran fortalecidas a nivel organizacional para solicitar el financiamiento de sus operaciones y actividades productivas a través del mercado de valores?	Micro, pequeñas y medianas empresas fortalecidas organizacionalmente	2	40
5. ¿Considera usted que las micro, pequeñas y medianas empresas de Costa Rica obtienen beneficios y un valor agregado al optar por el financiamiento bursátil a través del mercado de valores?	Beneficios y valor agregado al optar por el financiamiento bursátil a través del mercado de valores	2	40

Cuadro 1
Información que se recopiló con especialistas

A través del Cuadro 1 se evidencia que.

- Cuatro de las cinco personas encuestadas, han escuchado hablar del mercado de valores de Costa Rica.
- Tres encuestados conocen de las opciones de financiamiento que ofrece el mercado de valores para las micro, pequeñas y medianas empresas.
- Solamente una persona considera que el mercado de valores de Costa Rica le brinda el acceso necesario a las micro, pequeñas y medianas empresas para que estas puedan obtener el financiamiento requerido para llevar a cabo con **éxito** sus operaciones.
- Dos personas consideran que las micro, pequeñas y medianas empresas se encuentran fortalecidas organizacionalmente para solicitar el financiamiento de sus operaciones y actividades productivas a través del mercado de valores.
- Finalmente, dos de los cinco encuestados (40 %), considera que las micro, pequeñas y medianas empresas obtendrán beneficios y un valor agregado al utilizar el mercado de valores para el financiamiento de sus operaciones productivas.

Asimismo, entre los principales comentarios evidenciados por las personas participantes, se reconoce que entre las principales ventajas de acceder a los mercados de valores para obtener el financiamiento para las micro, pequeñas y medianas empresas, se tiene que:

1. Se logra mayor transparencia
2. Se evidencia una madurez y experiencia profesional
3. Generación de empleos
4. Promoción de la competitividad
5. Obtener financiación sin elevar el endeudamiento (una forma de apalancamiento financiero)
6. Lograr confianza y protagonismo entre clientes y proveedores en el mercado
7. Exposición en el ámbito internacional
8. Monitoreo, evolución y seguimiento de la evolución de los mercados

Sin embargo, según *Expansión* (2018), también implica costos económicos importantes y la obligación de cumplir con diversos requisitos legales y de transparencia con la bolsa y el mercado.

5. Discusión

A pesar de su importancia económica y social, a las mipymes les resulta difícil acceder a financiamiento. De forma agregada, la brecha entre la demanda y la oferta de crédito para mipymes en ALC es de US\$1,8 mil millones, equivalentes al 41 % del PIB regional, de acuerdo con el SME Finance Forum. Además, datos del 2019 indican que aproximadamente el 47 % de las pequeñas empresas (5 a 19 trabajadores) en el sector formal, no tienen un préstamo bancario o una línea de crédito. Si la empresa es propiedad de una mujer, este número llega a más del 50 % (Herrera, 2020).

Las mipymes tienen varias características que impiden su acceso al financiamiento en la región. Entre las principales barreras que se identificaron se encuentran la informalidad, la falta de un inmueble físico o una garantía de compromiso, la falta de una empresa solidaria o garante, la baja formalización de la compañía y las bajas calificaciones crediticias. Asimismo, estas barreras se ven exacerbadas por la inexistencia o inadecuación de leyes sobre garantías móviles, la falta de un registro de garantías y la falta de fondos de garantía (Herrera, 2020).

Muchas de estas barreras pueden superarse con medidas de política pública por parte de los gobiernos de la región. Por ejemplo, la falta de garantías se puede solventar con la creación de fondos de garantías que les permitan a las empresas tener colateral suficiente y respaldado para solicitar un crédito. Lo anterior implica algún nivel de costo fiscal, que se compensa con el incremento en el desarrollo productivo del país (Herrera, 2020).

A pesar de lo anterior, existe consenso en que el desarrollo y competitividad de los mercados de capitales puede contribuir con la diversificación de las fuentes de financiación de las pymes, como una alternativa a los préstamos bancarios y, a la vez, facilitar el acceso de más empresas emisoras en los mercados, en su mayoría, concentrados en importantes empresas corporativas (Correa *et al.*, s. f.). Otras respuestas vienen del mercado, por ejemplo, las *fintech* han financiado, de manera incremental, a las mipymes de la región. El primer informe de evaluación comparativa del mercado global de finanzas alternativas de la Universidad de Cambridge, respaldado por el BID, muestra cómo de un total de US\$1.800 millones, el 60 % se destinó a financiar más de 217 000 proyectos de empresas, casi todas mipymes. Asimismo, varias entidades financieras de la región han incrementado su apoyo a las mipymes (Herrera, 2020).

6. Conclusiones y recomendaciones

A continuación, se presentan una serie de conclusiones que sintetizan los principales hallazgos generados durante la investigación. Estas buscan recapitular las fortalezas y debilidades del estudio, así como abordar, aunque sea de forma incipiente, algunas aplicaciones e implicaciones que puedan tenerse sobre el tema para la disciplina. Por último, pretende establecer algunos espacios de intervención que puedan considerarse en el futuro en el campo con próximas investigaciones o estudios.

1. Un mayor acceso de las pymes al mercado de capitales es necesario para generar un dinamismo competitivo frente al financiamiento tradicional del sistema bancario, lo que promueve mejores condiciones para este segmento empresarial, lo cual, debido a su relevancia en la actividad económica de los países, debiese impulsar un mayor crecimiento y desarrollo de la región (Correa *et al.*, s. f.).
2. Hay una necesidad latente no solo en Costa Rica, sino en toda la región, de adecuar las condiciones regulatorias para facilitar el acceso de las pymes a los mercados de valores.
3. Existe una falta de competencias técnicas por parte de los responsables de la gestión de las micro, pequeñas y medianas empresas en el ámbito de mercado de valores, por lo que esto representa un gran reto y desafío en el ámbito nacional en el momento de generar consciencia en los propietarios de estas empresas para que conozcan y aprovechen los beneficios y el valor agregado que puede traer la captación de fondos a través de los mercados de valores.

4. Es evidente que la falta de garantías también se ha convertido en un factor relevante como barrera para el acceso a financiamiento, por lo que, a pesar de todos los esfuerzos realizados, el alcance ha sido mínimo y, por lo tanto, el problema persiste convirtiéndose en un gran reto a superarse por los empresarios y el gobierno costarricense. Por lo tanto, se debe priorizar la premisa de impulsar a las micro, pequeñas y medianas empresas en el ámbito nacional, debido a la importancia económica y social que ha sido establecida a lo largo del presente estudio.
5. Se logra evidenciar la existencia de multiplicidad de razones por las cuales las micro, pequeñas y medianas empresas no utilizan con frecuencia al mercado de valores como alternativa al financiamiento. Entre ellas, se encuentra el hecho de que sean empresas familiares y, evidentemente, acarrear un tema de liquidez y disponibilidad de recursos financieros, así como la madurez organizacional y la estructura fortalecida en el ámbito empresarial.
6. Debido al desconocimiento y la desconfianza que incluso impera a nivel de los emprendedores en el mercado de valores, persiste el hecho de que no realizan un análisis pertinente ni profundo respecto de la estructura financiera que toda micro, pequeña o mediana empresa requiere para implementar sus operaciones y alcanzar su productividad, en función de sus capacidades, objetivos y sector.

Un tema para próximos estudios de investigación es considerar llevar a la mesa de diálogo y de reflexión el desarrollo de regímenes o mecanismos financieros simplificados o segmentos especiales en el mercado de valores para las micro, pequeñas y medianas empresas, con menores obligaciones en términos de presentación de información periódica, cumplimiento de exigencias en términos de buen gobierno corporativo; contenido de prospectos, reducción en las tarifas de inscripción y mantenimiento, entre otros elementos.

Asimismo, otra línea de acción para próximas investigaciones es la comparación de países bajo el análisis de derecho bursátil comparado, de manera que permita evidenciar la visión a través de casos de estudio de las principales experiencias e iniciativas que se desarrollaron en los países iberoamericanos en los últimos años.

Por último, se enumeran una serie de recomendaciones que emanan o se originaron después de la investigación. Estas pretenden ser prácticas y de aplicación factible, aunque requieran de un tiempo para su implementación.

1. Potenciar el conocimiento de las micro, pequeñas y medianas empresas sobre la existencia de programas de financiamiento para este tipo de emprendimientos, la creación de fondos de garantía y otros instrumentos financieros que generen condiciones habilitadoras para que estas empresas puedan considerar invertir o aprovechar estos insumos económicos como capital semilla o fondos revolutivos.
2. Brindar educación financiera y capacitación en la materia bursátil y de mercados financieros y de valores a las micro, pequeñas y medianas empresas para que puedan conocer las ventajas y desventajas, así como el valor agregado del financiamiento a través del mercado de valores para este tipo de emprendimientos.
3. Propiciar espacios de diálogo participativo con las micro, pequeñas y medianas empresas, de manera tal que puedan sentirse acompañadas en la toma de decisiones financieras y gerenciales.
4. Sumado a la anterior, habrá que considerar urgentemente y, sobre todo, con los efectos generados en el ámbito económico por la pandemia de la COVID19 y la inminente recesión económica que el país ha venido enfrentando y enfrentará con mayor recelo en los próximos meses o años, la necesidad de flexibilizar las exigencias y reducir los costos asociados con las ofertas públicas, reconociendo las particularidades de las micro, pequeñas y medianas empresas y contribuyendo a que estas puedan financiar sus actividades productivas a través del mercado de capitales, sin que esto signifique afectar la protección de los inversionistas.
5. Promover la asistencia técnica para micro, pequeñas y medianas empresas, de manera que se sientan respaldados y acompañados técnicamente para fortalecer sus capacidades organizacionales.

Referencias

Arias, J. *et al.* (2016). *Métodos de evaluación financiera de proyectos de mipymes empleados por las entidades operadoras del sistema de banca para el desarrollo* (Trabajo final de graduación para optar por el grado de licenciatura en administración de empresas con énfasis en administración financiera). Instituto Tecnológico de Costa Rica.

- Barrantes, B.; Gutiérrez, M.; Monge, A.; Morera, D.; Moya, C. y Rojas, K. (2016). *Financiamiento para las mipymes costarricenses con énfasis en el Sistema de Banca para el Desarrollo (SBD)* (Trabajo final de graduación para optar por el grado de Licenciatura en Administración de Empresas con Énfasis en Finanzas). Instituto Tecnológico de Costa Rica.
- Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica. (s. f.). <https://www.bolsacr.com/>
- Cepymenews. (2018). *El crecimiento del sector pyme a través de la bolsa*. Opinión.
- Céspedes, J. y Martínez, R. (2019). Análisis del mercado de valores como alternativa de financiamiento para las PYMES en Latinoamérica. *Pensamiento Crítico*, 24(1), 167-198. DOI: <http://dx.doi.org/10.15381/pc.v24i1.16564>
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe-Cepal. (2018). *MIPYMES en América Latina*. Un frágil desempeño y nuevos desafíos de las políticas de fomento.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe-Cepal. (2010). *Crisis originada en el centro y recuperación impulsada por las economías emergentes, Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe, Documento Informativo 20092010*.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe-Cepal/Banco Interamericano de Desarrollo - BID/Organización de los Estados Americanos-OEA. (2011). *Experiencias exitosas en innovación, inserción internacional e inclusión social: Una mirada desde las PyMES*.
- Correa, A.; García, C.; García, D. y Rivero, C. (s. f.). *iniciativas para facilitar el acceso directo de las pymes a los mercados de valores en Iberoamérica*.
- Dunn, J. (2019). *Mecanismos de financiamiento para pymes a través del mercado de valores: La experiencia internacional y recomendaciones para Uruguay*. Banco de Desarrollo de América Latina. CAF.

- Expansión. (2017). *Cómo escoger el mejor mercado para salir a bolsa*.
- Herrera, D. (2020). *Instrumentos de financiamiento para las micro, pequeñas y medianas empresas en América Latina y el Caribe durante el Covid-19*. BID. Sector de Instituciones para el Desarrollo. División de Conectividad, Mercados y Finanzas.
- Herrera, D. (2020). *Desafíos y soluciones para mejorar el financiamiento a las mipymes durante la pandemia*. <https://blogs.iadb.org/innovacion/es/mejorar-el-financiamiento-a-las-mipymes-durante-la-pandemia/>
- Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores-IIMV. (2017). *Estudio sobre la financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica*. CYAN, Proyectos Editoriales, S. A.
- Rojas, Laura. (2017). *Situación del financiamiento a PYMEs y empresas nuevas en América Latina*. Gráfica LOM.
- Sancho, F. (2017). *Inclusión financiera de la pequeña y mediana empresa en Costa Rica Cepal*.
- Sistema Económico Latinoamericano y del Caribe. (SELA). (2015). *Financiamiento y Garantías de apoyo a PYMES en Centroamérica*. Estudio de prefactibilidad para la creación del Sistema Regional de Garantías para pymes en Centroamérica. Seminario sobre Financiamiento y Garantías de Apoyo a pymes en Centroamérica.

Anexo 1. Cuestionario

**Universidad Latinoamericana de Ciencia y Tecnología (ULACIT)
Licenciatura en Derecho**

Cuestionario

**Tema: Acceso de las micro, pequeñas y medianas empresas a
financiamiento por medio de los mercados de valores en Costa Rica**

A continuación, encontrará algunas preguntas de desarrollo y otras de marcar un sí o no, en las que se le solicita explicar la respuesta, de manera que usted como especialista pueda brindar la información oportuna que considere al respecto. Se le agradece contestar las preguntas de acuerdo con su experiencia y conocimientos adquiridos en mercado de valores, así como del funcionamiento de las micro, pequeñas y medianas empresas.

¿Ha escuchado hablar del mercado de valores en Costa Rica? Si su respuesta es afirmativa, pase a la pregunta n.º 2, de lo contrario, siga en la pregunta n.º 3.

Sí _____ No _____

¿Conoce usted cuáles son las opciones de financiamiento en el mercado de valores para las micro, pequeñas y medianas empresas en Costa Rica?

Sí _____ No _____

En caso afirmativo, indique cuáles: _____

¿Considera usted que el mercado de valores de Costa Rica brinda el acceso necesario a las micro, pequeñas y medianas empresas para que puedan obtener el financiamiento requerido para sus operaciones?

Sí _____ No _____

En caso afirmativo, justifique su respuesta: _____

¿Considera usted que las micro, pequeñas y medianas empresas de Costa Rica se encuentran fortalecidas en el ámbito organizacional para solicitar el financiamiento de sus operaciones y actividades productivas a través del mercado de valores?

Sí _____ No _____

En caso afirmativo, explique su respuesta: _____

¿Considera usted que las micro, pequeñas y medianas empresas de Costa Rica obtienen beneficios y un valor agregado al optar por el financiamiento bursátil a través del mercado de valores?

Sí _____ No _____

En caso afirmativo, explique su respuesta: _____

Muchas gracias por su participación.