

Informe Final

Estrategia para Financiamiento de las PYMES y el Emprendimiento

Consejo de Financiamiento de Pymes y Emprendimiento

07 de Julio de 2015

RESUMEN EJECUTIVO

El análisis de las fuentes de financiamiento para empresas pequeñas y emprendedores revela que existen limitaciones importantes que afectan el acceso al crédito para un número importante de ellos. Además, se pone de manifiesto que las alternativas de financiamiento son más bien limitadas, y que a pesar de esfuerzos recientes en mejorar el acceso al crédito de estas empresas a través de varias políticas públicas, es necesario analizar la potencialidad de mejorar instrumentos existentes y/o facilitar el desarrollo de fuentes alternativas. Respecto al contexto económico actual, se espera que las condiciones de crédito doméstico, especialmente bancario, mejoren en la medida en que se retomen tasas de crecimiento más cercanas al potencial de la economía. Por otra parte, es esperable un leve aumento en el costo de financiamiento de las empresas asociados a una reducción de la liquidez internacional disponible en los últimos años. No obstante, este incremento del costo de fondeo sería parte de un proceso de normalización de las tasas y parte de niveles ya bajos. Este informe presenta las propuestas elaboradas en el Consejo, las que tienen como objetivo mejorar las condiciones de acceso de las empresas de menor tamaño e incentivar el desarrollo de otras alternativas de financiamiento.

1. Introducción

Las condiciones de acceso al financiamiento para las empresas inciden directamente en la productividad y competitividad de cualquier país, especialmente en una economía abierta al comercio internacional como la chilena. La literatura sugiere varios mecanismos a través de los cuales un mejoramiento del acceso al crédito afecta el desempeño de las firmas y la economía. Las mejores condiciones de acceso al financiamiento de las empresas se pueden traducir, entre otras cosas, en aumentos de su productividad (BID, 2014; Ibarra et al., 2009), en mayores tasas de creación y crecimiento de las empresas más pequeñas (Aghion, et al. 2007), en incrementos de la innovación tecnológica (Savignac, 2008) y en una mayor probabilidad de entrar y sobrevivir en los mercados internacionales (Berman y Héricourt, 2010; Jaud y Kukenova, 2011). Todos estos mecanismos apuntan a una directa relación entre el acceso al financiamiento y la productividad de una economía.

En el caso de Chile, como se documenta más en detalle en las próximas secciones, la evidencia sugiere que el acceso al financiamiento de las pequeñas empresas¹ presenta varias limitaciones. Aun cuando el sistema financiero chileno tiene en promedio una alta tasa de acceso de las empresas al crédito en comparación al resto de los países de América Latina, se encuentra bajo el promedio si se compara con países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD). Además, las alternativas de financiamiento y las condiciones de acceso tienden a diferir entre empresas grandes y pequeñas.

Las micro, pequeñas y medianas empresas, así como emprendedores, enfrentan todavía importantes restricciones en cuanto a las condiciones de acceso: monto, tasas y plazos, entre otros. Por ejemplo, el diferencial de tasas de interés entre grandes y pequeñas empresas para deuda de corto y largo plazo en Chile es en promedio de 7,27% y de 9,27% respectivamente, siendo que para

¹ En este documento, y particularmente en la información presentada en tablas y gráficos, al referirnos a pequeñas empresas o empresas de menor tamaño hacemos referencia a la clasificación de tamaño de empresas de acuerdo a sus ventas en UF. La micro-empresas son aquellas con ventas anuales menores o iguales a 2.400 UF, las pequeñas con ventas entre 2.401 UF y 25.000 UF, y las medianas con ventas entre 25.001 UF y 100.000 UF.

casi todos los países de la OECD no supera el 3%, incluso varios muestran un diferencial de sólo 1% (OECD 2014)².

Los problemas de acceso a mejores condiciones de financiamiento de las pequeñas empresas se pueden deber a diversas razones. Entre ellas, la existencia de asimetrías de información que tienden a ser mayores en este segmento de empresas, los altos costos de transacción en el procesamiento de créditos, la escasez de instrumentos financieros no bancarios disponibles, la alta concentración de los mercado crediticios y la limitada aceptación de las garantías disponibles en las empresas. A su vez, algunos factores externos al sistema financiero, como una escasa educación financiera de los emprendedores o los largos plazos de pago a los proveedores, inciden también en esta situación.

El Gobierno actual ha incluido como una de las prioridades de las Agenda de Productividad, Innovación y Crecimiento, potenciar el financiamiento a las empresas de menor tamaño y al emprendimiento. Para estos efectos, ha convocado a un Consejo Asesor para discutir una nueva estrategia en esta dirección. El presente documento presenta las recomendaciones acordadas en el mencionado Consejo.

Este documento se estructura de la siguiente manera. En la sección 2, se discuten los aspectos conceptuales de las dificultades de las empresas más pequeñas y nuevas para acceder a financiamiento. En la sección 3, se presenta el contexto económico en que se enmarca la discusión de acceso al financiamiento de las empresas en general. La sección 4 muestra evidencia relevante sobre el acceso y la estructura de financiamiento de las empresas de menor tamaño (EMT). En la sección 5, se resume el trabajo realizado en el Consejo y se detallan las propuestas.

² Las comparaciones internacionales deben realizarse con cuidado y no hacer inferencias sin tener en cuenta más información. Lo que se considera una empresa pequeña (o mediana) en un país más desarrollado puede ser de un tamaño mayor a la empresa típica de ese tamaño en Chile, lo que podría explicar las diferencias en acceso al crédito y tasas de interés.

2. Aspectos Conceptuales

La pregunta inicial que motiva la elaboración de propuestas orientadas a mejorar el acceso a financiamiento de las EMT y emprendedores es por qué estos segmentos de empresas enfrentan problemas serios de acceso. Lo primero que debe tenerse en consideración es que, de acuerdo a la literatura teórica, este no es un problema específico de las empresas pequeñas y nuevas. En todos los mercados financieros, las restricciones al crédito surgen principalmente por la existencia de asimetrías de información y que se traducen en dos problemas fundamentales: selección adversa y riesgo moral.

Las asimetrías de información ocurren porque el empresario y el prestamista no tienen la misma información sobre la calidad del proyecto. Además, el nivel de esfuerzo del empresario no es observable. En este contexto, la selección adversa se origina por la dificultad de identificar ex-ante a los "buenos" pagadores. Así, si el prestamista eleva la tasa de interés puede incentivar en mayor medida la entrada de malos pagadores o peores proyectos, que son menos sensibles al incremento de la tasa.

El problema de riesgo moral se produce porque el comportamiento ex-post del deudor puede afectar la rentabilidad del proyecto, ya sea porque toma más riesgo una vez que obtiene el préstamo o porque realice un esfuerzo menor. Anticipando este tipo de comportamiento, las instituciones financieras podrían responder aumentando la tasa de interés del préstamo, pero esta respuesta acrecienta el problema de selección adversa al atraer proporcionalmente más a los "malos" pagadores. De la misma manera, el incremento de las tasas de interés produce riesgo moral, al reducir los incentivos a esforzarse y/o al aumentar la toma de riesgo. Dado lo anterior, Stiglitz y Weiss (1981) mostraron teóricamente que la respuesta óptima de los prestamistas puede ser reducir la cantidad de crédito y no aumentar la tasa de interés. En tal caso, no existe una tasa que equilibre la oferta y la demanda de crédito³.

³ El supuesto crítico para este resultado es que el aumento de la tasa de interés incremente el riesgo de no pago y reduzca de esta manera la rentabilidad de la institución que otorga el préstamo.

La literatura sugiere varias razones por qué las asimetrías de información podrían tener un efecto más negativo sobre el acceso al financiamiento de las firmas pequeñas (Beck et al., 2008). Primero, estas firmas son más opacas y carecen de adecuada información contable. Segundo, cuentan con menores activos que sirvan de colateral para garantizar el pago de los préstamos. Tercero, las firmas más pequeñas son más riesgosas al ser más volátiles y tener una menor probabilidad de sobrevivir. Esto último ha sido documentado para empresas chilenas por Benavente y Kulzer (2008)⁴.

Un elemento adicional que explicaría por qué las tasas de interés son más altas para las firmas pequeñas que para las grandes es que existen costos fijos en el procesamiento y otorgamiento de créditos, con lo cual el costo promedio del préstamo es decreciente en el tamaño del mismo.

No obstante lo anterior, conceptualmente los problemas de asimetrías de información podrían generar, por el contrario, un exceso de acceso al crédito. Este es un fenómeno que ha sido documentado en la literatura internacional en los casos de relajamiento de estándares crediticios en épocas expansivas de las economías⁵, bajo la presencia de cambios regulatorios que facilitan el acceso al crédito en algunos segmentos o cuando se producen aumentos de la competencia que incentivan la toma de riesgo por parte de las instituciones crediticias. En el caso de Chile, la evidencia sobre estos aspectos es escasa. Oda y Silva (2010) muestran que la reducción en el grado de competencia bancaria en Chile durante los años 2003-2005 estuvo asociada a menores índices de cartera vencida en los préstamos de consumo⁶. Garcia y Sagner (2013), también en el caso de los créditos de consumo, encuentra evidencia que una expansión de la economía genera un aumento del crédito y luego un deterioro en el riesgo de esta cartera.

En el caso de las nuevas empresas o emprendedores, los problemas de asimetrías de información y acceso al financiamiento pueden ser aún más importantes, ya que carecen de historial crediticio, no cuentan con un colateral y el riesgo asociado es alto, especialmente cuando se trata de empresas

⁴ Los mayores niveles de riesgo en las Pymes no son exclusivas de la economía chilena. Ello también ocurre en otras economías (Benavente et al. 2005).

⁵ Existe evidencia de un comportamiento pro-cíclico de los estándares de crédito en el trabajo de Recientemente Asea y Blomberg (1998) y Lown y Morgan (2006). Dell’Ariccia et al. (2012) encuentra resultados similares para la crisis sub-prime en los Estados Unidos.

⁶ Oda y Silva (2010) no presenta evidencia de esta relación para préstamos comerciales, ni tampoco por segmentos de empresas.

de alta tecnología. En este caso, la literatura sugiere que las fuentes de financiamiento tienden a diferir bastante dependiendo de la edad de las empresas. En etapas tempranas de las empresas, el financiamiento bancario es casi inexistente y las fuentes son más informales, particularmente recursos propios, familia y amigos⁷. A medida que la empresa va creciendo y requiere una mayor cantidad de fondos, los emprendedores acceden a financiamiento más formal como el capital riesgo y luego al financiamiento bancario (Amorós et al., 2008).

3. Contexto Económico

Para entender la magnitud de la problemática de financiamiento de las pequeñas y medianas empresas resulta útil describir la evolución de la situación económica y las condiciones crediticias agregadas que se han observado en la economía chilena. En esta sección, se describen estas tendencias y se analizan las principales características de financiamiento del sector corporativo en Chile. La mayoría de los hechos estilizados no diferencian directamente empresas grandes de empresas pequeñas debido a restricciones de datos, sin embargo, dan luces de las condiciones de oferta y demanda de crédito que pueden enfrentar las empresas pequeñas⁸.

Se inicia el análisis con la evolución de la tasa de crecimiento del PIB y de la demanda interna, así como de las expectativas de crecimiento futuro, luego se describe el nivel de crédito doméstico del sistema financiero y el costo de financiamiento de las empresas. Se muestra también la evolución de la deuda total de las firmas por fuente de financiamiento y la percepción de los bancos de la evolución tanto de la demanda como de la oferta de crédito bancario. Posteriormente, se presenta la evolución de la colocación de bonos corporativos y de la capitalización bursátil del mercado accionario chileno.

⁷ Esto se conoce como las 3Fs por sus nombres en inglés: founders, family and friends.

⁸ Para la mayoría de las variables analizadas usamos información, en la medida que estén disponibles, desde el año 2000, para entregar una visión de más largo plazo.

3.1 Crecimiento Económico y Demanda Interna

Un primer antecedente importante para entender la dinámica agregada de la economía viene dado por la evolución de la tasas de crecimiento del producto interno bruto (PIB) y de la Demanda Interna. En el gráfico 1 se presentan las tasas de crecimiento anual desestacionalizadas para estas dos variables para el período 2000-2014. Para este período se observa que la tasa de crecimiento promedio del PIB fue de 4.3% y de la Demanda Interna fue 5.7%. Este promedio se ve fuertemente influenciado por el efecto adverso de la crisis financiera mundial sobre la economía Chilena, que se tradujo en una contracción del PIB en 1% y de la Demanda Interna de 5% aproximadamente durante el año 2009. Si excluimos el año 2009 de la muestra, las tasas de crecimiento promedio suben a 4.7% y 6.6%, respectivamente. Estas últimas tasas representarían estimaciones más adecuadas de las tasas de crecimiento de mediano plazo, y que por ende, definirían las condiciones de crédito en la economía.

Para el año 2015, se espera que la economía retome su dinámica de crecimiento luego de una leve desaceleración observada en los últimos 2 años. En particular, se espera que el PIB crezca entre un 2.25%-3.25%, mientras que se espera que la demanda interna crezca un 2.6% de acuerdo al último informe de política monetaria del Banco Central de Chile disponible (Junio, 2015). En una perspectiva de futuro, como ya se ha mencionado, se espera que en los años venideros las tasas de crecimiento tanto del PIB como de la Demanda Interna, se acerquen más a su nivel potencial en el rango de 3.5% a 4.0%. Las perspectivas de crecimiento al alza de la economía, tendrían un efecto directo en los niveles de financiamiento disponible para las firmas.

3.2 Crédito Doméstico y el Costo de Financiamiento

Una medida más específica del nivel de crédito disponible en la economía viene dada por el crédito doméstico en el sistema financiero como porcentaje del PIB. El gráfico 2 muestra la evolución de esta variable para el caso de Chile a partir información del Banco Mundial. Lo que se observa es que para todo el período analizado, esta variable ha crecido de manera constante en el tiempo,

pasando de un 65% del PIB en el 2000 a 120% del PIB el 2013, aproximadamente. Esta tendencia es interesante, considerando que incluso en períodos de contracción de la economía, el crédito doméstico en el sector financiero se mantuvo creciendo. En el mismo gráfico, y como punto de referencia, se reporta el crédito doméstico en el sistema financiero para el promedio de países de la OECD. Lo que se observa es que la tendencia al alza observada para Chile se repite en este grupo de países, lo que indica que este aumento no es un fenómeno particular de la economía chilena. Adicionalmente, se observa que el nivel de crédito disponible en los países de la OECD, dobla el nivel de crédito disponible en Chile, lo que indicaría que aún existe margen de crecimiento para esta variable en Chile.

Al respecto, la evidencia comparada con los países de la OECD indica que podría existir un margen mayor en el caso de las Pymes en Chile. De hecho, de acuerdo a los datos de la OECD (2014), la importancia de los préstamos a las Pymes en el total de los préstamos comerciales ha aumentado en Chile desde un 16,7% en el 2007 a un 18,5% en el 2012, pero aun es de los más bajos en esta muestra de países. En efecto, la razón de deuda Pymes a deuda total en Chile sólo supera a Italia (18,4%), México (16,1%) y a Canadá (15,7%)⁹.

El crecimiento del crédito doméstico ha venido acompañada por leve tendencia a la baja en el costo del financiamiento de las empresas en los últimos 10 años. El gráfico 3 muestra la evolución de una medida de costo de financiamiento de las firmas, la tasa de bonos en UF de empresas privadas con clasificación de riesgo AAA y duración de 5 años promedio, para el período 2004 a 2015. En primer lugar, se destaca que la tasa promedio para este período fue de 3,7%. En segundo lugar, se parecía una reducción de esta tasa en los últimos años, que ha pasado de niveles de 4,5% en 2004 a valores más cercanos a 3,5% el 2012, y experimentando una caída particularmente pronunciada a partir del 2013 hasta hoy, donde la tasa se mantiene en niveles de 2,5% aproximadamente. Esta

⁹ Estas comparaciones y las siguientes con datos de la SBIF deben tomarse con cuidado ya que la definición de tamaño es por monto del préstamo, y además la distribución de tamaños de empresas al interior de cada segmento puede variar entre países. Por ejemplo, una Pyme promedio en un país más desarrollado puede ser de un tamaño mayor que una Pyme promedio en Chile.

caída en el costo del financiamiento externo, se explica en parte por el mayor nivel de liquidez observado en la economía mundial posterior a la crisis internacional del 2008, donde se observó un aumento de los flujos de capital hacia economías emergentes.

En el mediano plazo se espera alguna reversión en la tendencia observada en los últimos años, y un nivel de tasas más cercanos a la media del período. Finalmente, es importante mencionar que la tasa de financiamiento para las Pymes es superior a los niveles reportados en las tasas del gráfico 3, que corresponde al costo de financiamiento de empresas grandes, sin embargo, la tendencia en las tasas a Pymes no debiera apartarse de la tendencia general.

3.3 Fuentes de Financiamiento de las Firmas

Las mejores condiciones en el costo de acceso al crédito para las firmas en los años recientes se han traducido en un aumento en el nivel de deuda de las firmas. El gráfico 4 muestra el nivel de deuda total de las empresas nacionales como porcentaje del PIB, de acuerdo a la información reportada por el BCCH en el último informe de estabilidad financiera (Banco Central, 2014b). El nivel de deuda se muestra desagregado por tipo de deuda, y para algunas partidas, por origen de la misma (local o extranjera).

Lo primero que se observa es, especialmente en los últimos años, un aumento sostenido del nivel de deuda agregada para las firmas, la que pasó de un nivel de 85% del PIB, a mediados del 2011, a cerca de 110% del PIB hacia fines del 2014. Ahora bien, si se analizan los diferentes componentes de esta deuda, lo que se concluye es que este aumento se explica principalmente por el incremento de la colocación de bonos en el extranjero y de la deuda externa asociada a inversión extranjera directa. Es importante notar que este crédito adicional es absorbido por empresas grandes y no por las PYMEs, por lo que hay que reconocer que esta evolución del crédito agregado no se relaciona directamente con las empresas más pequeñas.

Las colocaciones bancarias se han mantenido relativamente estables desde el 2009 en adelante, lo mismo que la colocación de bonos domésticos y los préstamos externos. Adicionalmente, el nivel

de endeudamiento promedio del universo de firmas que reportan a la SVS, se ha mantenido en niveles altos, cercanos al 70% desde el 2009 a la fecha. Es interesante notar el hecho de que las firmas nacionales han tenido un mayor acceso a los mercados financieros internacionales, en particular, al mercado de deuda. Ello debiera impactar positivamente en las firmas, dado que el costo de la deuda internacional es generalmente menor que el costo de la deuda nacional. Desde el punto de vista sistema financiero general es también positivo que se diversifiquen las fuentes de fondeo de las empresas.

3.4 Dinámica de la Oferta y la Demanda de Crédito Bancario

La evidencia empírica reportada hasta aquí es para el sector corporativo agregado o para una muestra de empresas grandes. La encuesta de crédito bancario del BCCH es una excepción, ya que provee información desagregada de las condiciones de crédito por tamaño de la firma, diferenciando entre grandes empresas y Pymes. Esta encuesta se aplica trimestralmente desde Abril del año 2003, y contiene preguntas cualitativas dirigidas a ejecutivos seniors de la banca local. El objetivo principal de esta encuesta es recoger información sobre la percepción y causas que explican el cambio en los estándares de aprobación y la evolución de la demanda de crédito. La información contenida en esta encuesta permite, entre otras cosas, distinguir tanto los factores de oferta como demanda que explican la evolución del crédito bancario (Jara y Silva, 2007).

El grafico 5 muestra la evolución trimestral, desde el año 2003, de los cambios en la oferta y demanda de crédito reportados por los bancos según el tamaño de las empresas (grandes y Pymes). Para la información de las condiciones de oferta de créditos, el gráfico muestra la diferencia entre el número de bancos encuestados que opinaron que los estándares de aprobación de créditos eran menos restrictivos, en algún grado, y el número de quienes consideraron que dichos estándares eran más restrictivos, en algún grado, como porcentaje del total de repuestas. Para la información de demanda de crédito bancario, el gráfico muestra la diferencia entre el número de bancos que perciben

un fortalecimiento de las solicitudes de crédito, en algún grado, y el número de quienes consideraron que dichas solicitudes se han debilitado, en algún grado, como porcentaje del total de respuestas.

Con respecto a la oferta de crédito, la evidencia muestra, en general, que las condiciones tienden a variar con el ciclo económico. Las condiciones más favorables de crédito fueron aquellas en el período previo a la crisis financiera del 2008, donde se observa valores del índice por sobre el nivel 0. Por el contrario, luego de una fuerte contracción en la oferta hacia fines del 2008 y un rebote durante el 2009 y 2010, se observa que el índice se ha mantenido en niveles inferiores (bajo cero) al período pre-crisis. Esta tendencia, es similar cuando se comparan grandes empresas y PYMEs. En otras palabras, el crédito post-crisis se contrajo para todas las firmas en la economía. La crisis financiera, y la regulación posterior a ella, obligo a los bancos a reducir su oferta para mantener sus niveles de riesgo bajos y cumplir con los requerimientos de capital.

Las condiciones de demanda de créditos se mueve también con el ciclo económico, pero las fluctuaciones son menores a las de la oferta. Se muestra una tendencia positiva en casi todo el período bajo análisis, con la excepción del año 2009 y el período 2013-2014. Cuando se comparan las grandes empresas con las PYMEs, nuevamente se observa que la tendencia en el tiempo es prácticamente la misma para ambos tipos de firmas, con pequeñas diferencias en trimestres puntuales.

3.5 Emisión de Deuda Corporativa

El gráfico 6 nos muestra información desagregada de la evolución de la deuda corporativa. Las emisiones de bonos muestran un comportamiento más o menos estable en los primeros años de la década, para aumentar fuertemente a partir de la crisis financiera. En particular, se observa que el monto de colocaciones de bonos de empresas chilenas aumentó 50% en los últimos 5 años, pasando de US\$ 10.000 millones el 2009 a US\$15.000 millones el 2013 y 2014. Otro aspecto a destacar es que este aumento se explica principalmente por colocaciones de empresas no financieras en mercados internacionales. En segundo lugar de importancia están las colocaciones de empresas

financieras en mercados internacionales. Las colocaciones de bonos en el mercado doméstico se han mantenido en niveles relativamente estables en los últimos años, con excepción del año 2009, donde se observó un aumento importante en la colocación de bonos de empresas no financieras.

3.6 Mercado Bursátil y Emisión de Acciones

Finalmente, es importante caracterizar la dinámica del mercado accionario en Chile. Si bien es cierto, este tipo de financiamiento es utilizado principalmente por empresas grandes, se puede esperar que mientras más desarrollado sea este mercado más probable es que las empresas medianas puedan acceder a él. Adicionalmente, un mercado bursátil profundo puede tener efectos indirectos en el acceso al crédito de empresas medianas y pequeñas, ya que si una empresa pasa a estar listada en bolsa podría liberar las fuentes de financiamiento que utilizaba, como crédito bancario, y aumentar así la oferta de crédito para empresas de menor tamaño.

El gráfico 7 nos muestra la evolución de la capitalización del mercado bursátil, como porcentaje del PIB, desde el 2000 al 2012. En general, se observa una tendencia al alza de la capitalización bursátil, pasando de un 75% de capitalización como porcentaje del PIB el año 2000 a un 120% el año 2012 aproximadamente. Como es de esperar, la dinámica de este mercado es más volátil, lo que se manifiesta en una fuerte contracción el año 2008. Como referencia, en el gráfico 7 se muestra también la capitalización bursátil promedio de los países de la OECD para el mismo período. Los niveles de capitalización observados son muy similares para Chile y la OECD pre 2008, para luego mostrar Chile niveles superiores al promedio de los países de la OECD, indicando un nivel de desarrollo financiero más que razonable para desde esta perspectiva.

3.7 Resumen

En esta sección se han revisado las tendencias generales del mercado financiero doméstico para contextualizar el problema de acceso al financiamiento que enfrentan las empresas pequeñas y medianas. Si bien mucha de la información utilizada considera el universo total de firmas en la

economía o las empresas más grandes, se ha podido identificar las tendencias generales del mercado, lo que directa o indirectamente tiene una incidencia sobre el financiamiento de las empresas más pequeñas.

La actividad económica en general, medida por el PIB y la demanda interna, ha mostrado tasas promedio razonables en los últimos 15 años. A partir del 2013, sin embargo, se ha observado una leve desaceleración de la economía, que se espera se revierta a partir del 2016 y las tasas de crecimiento de acerquen a su nivel potencial. En la medida que esta recuperación se produzca, se espera un mejoramiento de las condiciones generales de acceso al crédito. La evidencia partir del año 2000 revela un aumento constante en el tiempo del crédito doméstico total del sector financiero en Chile, y una leve tendencia a la baja en el costo de financiamiento que enfrentan las empresas, siendo esta caída particularmente fuerte en los últimos dos años. Esta reducción del crédito se ha traducido en una mayor colocación de deuda por parte de las firmas, especialmente en los mercados internacionales.

La encuesta de crédito bancario del Banco Central muestra que la oferta de crédito bancario doméstico tanto para empresas grandes como para PYMEs se ha visto contraída post-crisis financiera en relación al período pre-crisis. Respecto a la demanda de crédito bancario, ésta se ha mantenido relativamente estable y fuerte en el período analizado, tanto para empresas grandes como para PYMEs.

Finalmente, se observa que el nivel de crédito doméstico como porcentaje del PIB para Chile es la mitad del que reporta el promedio de países de la OECD, mientras que la capitalización bursátil como porcentaje del PIB de Chile es en promedio mayor al de los países de la OECD. Esto indica que en términos de crédito, podría existir un espacio de crecimiento importante para el financiamiento de las empresas.

4. Diagnóstico del Financiamiento de Firmas Pequeñas y Emprendedores

Para analizar evidencia respecto a la importancia de los problemas de financiamiento de las empresas pequeñas, esta sección resume algunos de los resultados más importantes que provienen de encuestas realizadas por el Banco Mundial en varias economías del mundo y en específico para Chile de la información proporcionada la última versión de la Encuesta Longitudinal de Empresas (ELE). En el caso de las nuevas empresas, se utiliza información de la Encuesta de Microemprendimiento y estudios previos que utilizan los datos del Global Entrepreneurship Monitor (GEM).

Beck, et al. (2008) comparan los patrones de financiamiento de las Pymes respecto a las grandes empresas en una muestra de 48 países, sugiriendo que existen diferencias importantes entre ellas, aun después de controlar por otras características de las firmas y los países. En particular, encuentran que las firmas más pequeñas financian una proporción mayor de su inversión con financiamiento interno. Respecto al financiamiento bancario, se encuentra que su importancia relativa se incrementa con el tamaño de las firmas. Además, su evidencia indica que las firmas pequeñas se benefician relativamente más de las mejoras en la calidad de las instituciones, como, por ejemplo, la protección a los derechos de propiedad. Otro resultado interesante de Beck et al. (2008) es que la generación de mecanismos de financiamiento informal no sustituye la falta de acceso a otras fuentes de financiamiento.

Para Chile, en este documento se analizan datos de varias fuentes disponibles, en particular de la información proveniente de la 2ª Encuesta Longitudinal de Empresas (ELE), que contiene datos para el año 2009 de más de 6000 empresas de todos los segmentos de tamaño¹⁰. Primero, se discute como se financian las EMT usando la ELE. Segundo, complementamos esta información con estadísticas más agregadas que permiten ver la evolución de algunas fuentes de financiamiento.

¹⁰ Esta segunda versión de la encuesta solo incorpora empresas formales con ventas superiores a 800UF. Por tanto, hay una parte de las micro-empresas que no fueron consideradas.

La información de la ELE permite analizar las fuentes de financiamiento por tamaño de empresas para inversión y capital de trabajo. En relación a la inversión, se aprecia que para cada segmento de empresas, con excepción de las microempresas, la principal fuente de financiamiento son los recursos propios (Tabla 1). En el caso de las pequeñas empresas, un 50,6% de la inversión se realiza con recursos propios. En las medianas, los recursos propios financian un 56,1% de la inversión. Luego, en orden de importancia se encuentran las líneas de crédito o préstamos bancarios. Se puede destacar también que para las Pymes, otra fuente importante de recursos para financiar inversión es el factoring, que permite el financiamiento de un 6,9% y 13,9%, respectivamente, de la inversión de empresas pequeñas y medianas¹¹.

La información de la ELE, sin embargo, presenta algunas deficiencias importantes que debieran ser tenidas en cuenta. Primero, como es evidente, no se puede separar las líneas de crédito de los préstamos bancarios, que tienen un costo de financiamiento distinto. Segundo, no se tiene información de cuánto se financian las empresas con leasing, crédito de proveedores y bonos, aunque esta última fuente no es de relevancia para las firmas más pequeñas. En el caso de los proveedores esta deficiencia es relevante, ya que información de las encuestas del Banco Mundial revelan que es una fuente importante de financiamiento para las empresas chilenas.

El financiamiento del capital de trabajo es, en cada uno de los segmentos, realizado mayoritariamente con fondos propios, con un 70,5% y 68,2% en las pequeñas y medianas empresas, respectivamente (Tabla 2). Similar a la inversión, le sigue en orden de importancia el financiamiento bancario, con aproximadamente un 22% en ambos segmentos de empresas. En general, no se observan diferencias muy importantes en el financiamiento del capital de trabajo a través de los distintos segmentos de empresas, con la excepción de la casi nula utilización de factoring por parte de las microempresas.

Un análisis más específico por tipo de financiamiento revela algunas diferencias importantes entre las grandes empresas y las EMT. La ELE indica que las empresas más pequeñas tienen una

¹¹ La importancia de esta fuente de financiamiento, sin embargo, no considera que tan costoso es su utilización para las empresas, ni si financia efectivamente inversión de largo plazo.

probabilidad más baja de acceder al crédito bancario. Como se aprecia en el gráfico 8, aproximadamente un 40% de las grandes empresas tienen crédito bancario. En el caso de las pequeñas y micro empresas, un 30% y menos del 20%, respectivamente, de ellas acceden al crédito de los bancos.

La ELE contiene también información sobre las características de los préstamos recibidos por las EMT. En los gráficos 9 y 10, se muestra información del costo y plazo del crédito bancario por segmento de empresas. Como se observa en ellos, las empresas más pequeñas pagan tasas de interés más alta que las grandes empresas, pero no existen diferencias sustantivas en el plazo de los préstamos. Esta evidencia tiende a contradecir la visión tradicional que las empresas más pequeñas tienen más problemas para acceder a crédito de más largo plazo. Al menos con los datos de esta encuesta, las diferencias en plazos no resultan muy relevantes.

Los indicadores de riesgo de no pago (gráfico 11) muestran que las empresas más pequeñas tienen una probabilidad más alta de entrar en morosidad de sus deudas¹². Estos resultados son consistentes con la evidencia internacional que documenta, en general, un mayor riesgo de no pago de las empresas más pequeñas. Evidencia complementaria de la SBIF confirma este resultado. La morosidad de las empresas más pequeñas a octubre del 2014 está entre un 6% y un 8% en las micro y pequeñas empresas, y es de aproximadamente 4% en las empresas grandes¹³.

Un tema de relevancia por sus implicancias de política pública es la utilización de garantías y el grado de conocimiento de los programas públicos. Respecto a las garantías, las más usadas en general son los terrenos, especialmente en el caso de las medianas y pequeñas empresas, con un 18,3% y un 25,6%, respectivamente (Tabla 3). La importancia del aval estatal en las garantías tiende a ser también mayor en ambos segmentos de empresas, con 14,4% y un 9,1%, respectivamente.

La Encuesta muestra que la mayoría de las empresas – cerca de un 80% - ha obtenido préstamos bancarios sin utilizar garantías del Estado. El FOGAPE es el instrumento más utilizado, con un 15%

¹² La encuesta indaga si existe alguna cuota atrasada del préstamo más importante obtenido con una institución financiera en los dos últimos años.

¹³ Estos datos deben analizarse con cuidado porque la clasificación de la SBIF está basada en el tamaño del préstamo y no en el nivel de ventas como en la ELE.

de las empresas de la muestra declarando que han obtenido un préstamo utilizando esta garantía pública. En el caso de la Pymes su utilización llega a un poco más del 20% (Tabla 4).

Un aspecto relevante a considerar en términos de nuevos instrumentos para mejorar el acceso financiamiento de las EMT surge del análisis relativo al grado de conocimiento de programas públicos que tienen estas empresas. Aun cuando la ELE no cuenta con preguntas específicas relativas a instrumentos de financiamiento, la evidencia para programas de fomento productivo indica que el grado de conocimiento de este tipo de instrumentos es menor en las EMT (gráfico 12). Sólo un poco más del 20% de las micro-empresas indica que conoce estos instrumentos, lo que aumenta a aproximadamente un 30% y 40% en las pequeñas y medianas empresas, respectivamente. Esto sugiere que potenciar instrumentos existentes como el FOGAPE y/o desarrollar instrumentos nuevos podría requerir esfuerzos importantes en difundir y explicar su existencia y la forma en que operan.

En el caso de las empresas nuevas, la información de la Tercera Encuesta de Microemprendimiento, cuyo año de referencia es el 2013, revela evidencia consistente con lo que ocurre en otras economías. Primero, se destaca que cerca de un 30% de los emprendedores indica que la falta de financiamiento es el principal obstáculo para su crecimiento. Segundo, para iniciar su negocio, la mayoría de los emprendedores (76,6%) se financia con ahorros propios. En términos de montos, en promedio, el financiamiento con recursos propios explica el 75,5% de la inversión inicial. Mucho más abajo en importancia le siguen los préstamos de amigos o parientes (10,8%) y los préstamos bancarios (9,0%). Tercero, pareciera existir una baja propensión a tomar deuda bancaria, ya que un poco más del 70% de los micro-emprendedores declara que no ha solicitado jamás un préstamo. Las principales razones para no haber recurrido a ello son varias: 32,7% declaran que no lo necesitan, 21,7% consideran que serán rechazados por no cumplir con los requisitos y un 20% asevera que no les gusta pedir un préstamo. No obstante, esto no debiera interpretarse necesariamente como que no existe una necesidad de tomar préstamos, sino que puede reflejar una respuesta del emprendedor a experiencias previas que han limitado su acceso al financiamiento.

Un análisis de fuentes alternativas como la encuesta del Global Entrepreneurship Monitor (GEM) muestra una evidencia similar. De acuerdo a Amorós et al. (2008), el financiamiento de los

emprendedores chilenos depende fundamentalmente de recursos propios. Sus cálculos indican que más de la mitad de los emprendedores financian enteramente sus proyectos con fondos propios. Además, encuentran que existe una brecha importante de financiamiento en torno al 9%, con algunas diferencias regionales importantes. Los autores concluyen indicando que el financiamiento para emprendedores es incipiente y fuertemente dependiente de las políticas públicas.

En términos de la evolución del financiamiento a través del tiempo, se cuenta con información más detallada para los préstamos bancarios, que es la fuente de financiamiento externo más importante en todos los segmentos de empresas. De acuerdo a la información de la SBIF, existe un aumento de la deuda comercial y del número de deudores para todos los segmentos de empresas entre el 2009 y el 2014 (Tabla 5). El monto total de la deuda – en términos nominales - a pequeñas y medianas empresas ha crecido en torno a 50% y 70% entre ambos años, similar al crecimiento de la deuda en las grandes y mega empresas, pero por debajo del crecimiento de la deuda a microempresas. Se observa también un aumento en el número de deudores en todos los segmentos, aunque menor en el caso de las medianas empresas (29,2%) y mayor en micro y pequeñas empresas (54,0% y 70,0%, respectivamente).

En una perspectiva internacional, se tiene que el acceso de las EMT al financiamiento bancario es relativamente menor al que se observa en los países de la OECD y el costo de financiamiento - relativo a las empresas grandes - tiende a ser más alto. Como se observa en la Tabla 6, los datos de la OECD (2014) revelan que las empresas de menor tamaño explican el 17% de la deuda comercial total, debajo de la media de la OECD y también por debajo de los países de más bajos ingresos de la OECD. En términos de las tasas de interés, la misma fuente permite inferir que en Chile existe un diferencial de tasas entre empresas grandes y pequeñas superior al que existe en este grupo de economías (Tabla 7). En Chile, según cifras del año 2012, el diferencial es de 7,26%, mientras la mediana para ese mismo indicador en el grupo de países de la OECD es 1,80%.

El análisis de las fuentes de financiamiento para empresas pequeñas y emprendedores revela que existen limitaciones importantes que afectan el acceso al crédito para un número importante de ellos. Además, se pone de manifiesto que las alternativas de financiamiento son más bien limitadas,

y que a pesar de esfuerzos recientes en mejorar el acceso al crédito de estas empresas a través de varias políticas públicas, es necesario analizar la potencialidad de mejorar instrumentos existentes y/o facilitar el desarrollo de fuentes alternativas.

Existen varias razones que podrían explicar los obstáculos existentes para un mejor acceso de las Pymes y emprendedores a las fuentes de financiamiento. Aun cuando el Consejo no realizó un análisis exhaustivo de todas las razones, se puede considerar las siguientes:

- La competencia en el segmento de EMT parece ser más baja o menos intensa que en el segmento de empresas de mayor tamaño. Existe evidencia, por ejemplo, que las empresas grandes operan con varios bancos simultáneamente, mientras que las EMT lo hacen con uno o por lo menos con un grupo reducido de entidades. Esto se traduce en que las EMT tienen menores grados de movilidad y enfrentan limitaciones para aprovechar las oportunidades que pueden recibir de otros bancos. En principio ello podría explicar en parte los diferenciales de tasas de interés entre segmentos de empresas. Sin embargo, la evidencia sobre la materia no es concluyente. De acuerdo al Banco Central (2010), no existe consenso respecto sobre el grado efectivo de competencia en la industria bancaria Chilena. Por ejemplo, Levi-Yeyati y Micco (2007) encuentran que Chile presenta la banca más competitiva dentro de una muestra de ocho economías latinoamericanas en el período 1993-2003. Consistente con ello, Bikker et al. (2006) ubican a Chile en el 10% de países con mayor competencia durante el período 1986-2006. Por el contrario, Karasulu (2007) y Claessens y Laeven (2003) encuentran que la banca chilena presenta un grado de competencia no distinto del promedio de la muestra considerada. La mayoría de estos estudios, sin embargo, evalúan el grado de competencia en la industria bancaria con datos agregados, sin distinguir por segmentos de negocio (comercial, consumo e hipotecario), ni tampoco por tamaño de empresa o montos de los préstamos.
- El bajo desarrollo de otras alternativas de financiamiento, en particular, de aquellas relacionadas al financiamiento de activos, la emisión de deuda no bancaria (bonos), los instrumentos híbridos y la emisión de acciones. Esto se debería a los altos costos de

transacción involucrados en este tipo de instrumentos y que, por lo tanto, serían más relevantes para las empresas medianas y/o de alto potencial de crecimiento.

- La escasa familiaridad y conocimiento que tienen las empresas más pequeñas y los microemprendedores sobre los instrumentos financieros disponibles. De acuerdo a la Segunda Encuesta de Microemprendimiento, un 55% de los emprendedores posee escasos o nulos conocimientos financieros o capacidades para desenvolverse en ese ámbito (Ministerio de Economía, 2012).
- Los sistemas de información comercial presentan deficiencias en la medida que no permiten evaluar adecuadamente los riesgos de crédito, en particular de las EMT, la mayoría de las cuales no cuenta con información financiera validada y confiable. De acuerdo al Banco Mundial, Chile se encuentra en el lugar 71 (entre 189 economías) en el indicador de obtención de crédito¹⁴. Las deficiencias más importantes, respecto a los países de la OECD, se encuentran en términos del alcance de la información crediticia¹⁵ y la cobertura de organismos privados¹⁶. En particular, existe una carencia de información positiva, esto es sobre el nivel de endeudamiento efectivo de las empresas, ya que no todos los intermediarios entregan información al sistema. En este sentido, se argumenta que un mejor acceso a información sobre deuda (positiva y negativa) puede tener efectos positivos sobre la competencia en los segmentos de créditos para las EMT (UK Government, 2014).
- También se puede destacar algunas prácticas de mercado en la industria y el comercio que afectan el financiamiento de las empresas de menor tamaño. Un aspecto sobre el cual no se cuenta con información sistemática es el plazo de pago de las obligaciones comerciales por parte de los clientes. En especial cuando se trata de empresas grandes, se argumenta que pueden usar su poder de negociación para extender el plazo del pago de los bienes y

¹⁴ <http://espanol.doingbusiness.org/data/exploreconomies/chile#getting-credit>

¹⁵ Este componente del índice analiza las reglas y las prácticas que influyen en la cobertura, amplitud y accesibilidad de la información crediticia disponible a través de los registros públicos o los burós privados de crédito.

¹⁶ Este componente informa el número de individuos y empresas con datos en un buró privado de crédito (correspondientes a su historial crediticio) en los últimos cinco años.

servicios, lo que incrementa las necesidades de financiamiento de las Pymes. En el año 2011, se implementó el sello ProPyme que tenía como objetivo incentivar el pago a las empresas de menor tamaño en plazos menores a un mes. No obstante, aun existe la visión que este es un problema relevante para las Pymes.

- En el caso del factoring, se suele argumentar que las empresas grandes desincentivan su uso por parte de las Pymes y estas se inhiben de su utilización para no señalar que se encuentran en potenciales problemas para acceder a otro tipo de financiamiento.
- Sobre las micro-finanzas, The Economist Intelligence Unit (2013) ha destacado los siguientes elementos como deficiencias que atentan en contra de un mayor desarrollo de este segmento: (i) mercado relativamente pequeño, (ii) se carece de regulación formal, (iii) la existencia de límites a las tasa de interés (TMC)¹⁷ y (iv) aunque se destaca que es fácil constituir una institución que suministre microcrédito, tales entidades no pueden aceptar depósitos que les permitan ampliar su base de fondeo para otorgar créditos. Además, Sanhueza Martínez (2013) destaca que la falta de información crediticia en el sector haría más difícil la evaluación del riesgo de crédito.
- Respecto a los emprendedores, se carece de una industria de capital de riesgo consolidada (Romani et al. 2009). Existen varias razones para ello, entre las que se destacan la existencia de un reducido número de inversionistas especializados, la escasa presencia de sociedades de capital de riesgo extranjeras, una ley de quiebras considerada lenta y costosa, y una excesiva concentración de la industria.

¹⁷ Como se hace mención en las propuestas, se requiere evaluar el impacto que ha tenido la reducción de la TMC en este segmento de empresas.

5. Propuestas

A continuación se detallan las propuestas elaboradas por el Consejo. Estas comprenden las áreas en que hubo mayor consenso sobre su potencial impacto positivo en el acceso al financiamiento de las EMT.

5.1 Detalle Trabajo del Consejo

El trabajo se desarrolló en 9 sesiones temáticas. Cada sesión abordó el potencial de uno o varios instrumentos particulares. Luego de una introducción sobre su desarrollo en Chile, se realizaron presentaciones de expertos invitados, quienes analizaron la situación actual y propusieron posibles cursos de acción para perfeccionar o solucionar ciertos problemas o trabas para el desarrollo de instrumentos y mercados. Posterior a esto, los miembros del Consejo intercambiaron puntos de vista sobre las temáticas planteadas, dando a conocer su visión respecto del tema y la relevancia de las posibles soluciones. En la sesión final, luego de una presentación de las propuestas seleccionadas, se procedió a una discusión de sus méritos y se acordó aquellas a ser incluidas en este documento final. En las que no hubo un consenso absoluto, este se menciona en el presente documento.

La organización de las sesiones obedece el siguiente ordenamiento

Primera Sesión

- **Objetivo:** Dar a conocer la estructura de funcionamiento del consejo y las directrices de la política de financiamiento a PYMES y emprendedores de la Agenda de Productividad, Innovación y Crecimiento.
- **Expositores:** Luis Felipe Céspedes, Ministro de Economía.

Segunda Sesión

- **Objetivo:** Analizar alternativas de financiamiento para el emprendimiento innovador y con alto potencial de crecimiento. Más específicamente el Crowdfunding y la industria del Capital de Riesgo.
- **Expositores:** Jason Best, Crowdfund Capital Advisor (Crowd-finance: Introduction to a new tool for start-up and SME finance); Germán Echeopar, académico Universidad Adolfo Ibañez (El Capital de Riesgo y su desarrollo en Chile).

Tercera Sesión

- **Objetivo:** Estudiar instrumentos financieros basados en deuda, equity e instrumentos híbridos para el financiamiento de PYMES y emprendimientos en etapa de expansión.
- **Expositores:** José Antonio Jiménez, Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Pensión (Private Equity, rol de los gobiernos e incentivos para la Industria); Erwin Hansen, académico Universidad de Chile (Instrumentos financieros basados en Deuda, Híbridos y Equity).

Cuarta Sesión

- **Objetivo:** Revisar los distintos instrumentos basados en activos que puedan apoyar a las PYMES en su funcionamiento o etapa de expansión.
- **Expositores:** Carlos Baudrand, Director y Presidente del Capítulo Latinoamericano de International Factors Group (Herramientas para PYMES: Financiamiento basado en Activos); John Wilson, International Finance Corporation Banco Mundial (Financiamiento PYME: Papel de las Garantías Mobiliarias para mejorar el acceso al financiamiento).

Quinta Sesión

- **Objetivo:** Analizar alternativas de financiamiento mediante el acceso al Mercado de Valores y recursos de Inversionistas Institucionales.

- Expositores: José Antonio Martínez, Gerente General de la Bolsa de Comercio de Santiago (Financiamiento para las PYMES: Mercado de Valores); Francisco Margozzini, Gerente General de la Asociación de AFP (Fondos de Pensiones y financiamiento de la PYME).

Sexta Sesión

- Objetivo: Evaluar las alternativas que apoyan a emprendedores y PYMES desde el Sector Público.
- Expositores: Eduardo Bitrán, Vicepresidente Ejecutivo de Corfo (Programas de Financiamiento Corfo); Alessandro Bozzo, Subgerente de Fogape (El rol de Fogape).

Séptima Sesión

- Objetivo: Estudiar el microcrédito en Chile y las implicancias regulatorias de instrumentos alternativos emergentes desde la óptica de la Superintendencia de Valores y Seguros.
- Expositores: Pablo Coloma, Presidente de la Red de Microfinanzas (Microempresa y Microfinanzas en Chile); Carlos Pavez, Superintendente de Valores y Seguros (Avances y Desafíos en el Mercado de Valores).

Octava Sesión

- Objetivo: Detectar dificultades para las PYMES y el emprendimiento en acceder al mercado del crédito bancario tradicional.
- Expositores: Luis Figueroa, Intendente de Regulación en la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (Financiamiento Bancario de Empresas de Menor Tamaño); Sergio Soto, Gerente de Pyme y Negocios, Banco Santander (Problemas de Acceso al Crédito Bancario); Christopher Bosler, Gerente General de Bolsa de Productos (Bolsa de Productos en Chile).

Novena sesión

- Objetivo: Definir y discutir las propuestas a ser presentadas por el Consejo.
- Expositores: Roberto Álvarez (Universidad de Chile).

5.2 Propuestas

5.2.1 Perfeccionar la institucionalidad del mercado del factoring

Problema:

Después del capital propio y el crédito bancario, el factoring aparece como una fuente de financiamiento relevante para el capital de trabajo de las PYMEs en Chile. De acuerdo a la información reportada en la Encuesta Longitudinal de Empresas, el factoring puede representar hasta un 15% aproximadamente del financiamiento, dependiendo del segmento de empresas. En Chile, este mercado opera desde hace 20 años y es uno de los más desarrollados de Latinoamérica en cuanto a montos transados, sin embargo, no cuenta con una institucionalidad especial que promueva su desarrollo. Esto implica que no se cuenta con información financiera de las empresas que otorgan este tipo de financiamiento, ni con estadísticas de las características de las operaciones que se realizan, salvo aquellas proporcionadas por la Asociación Chilena de Empresas de Factoring (ACHEF).

Recomendación:

Revisar la institucionalidad existente del mercado del factoring con el objeto de mejorar la información disponible respecto a las características tanto de los participantes actuales en el mercado (quienes son, patrimonio, política de riesgo, etc.) como de las características de las transacciones realizadas (montos, tasas, plazos, etc.). En particular, se requiere analizar si existe la necesidad de regular y supervisar a las empresas del sector, aunque la mayoría de los consejeros estiman que bastaría con mejorar la cantidad y calidad de la información en este mercado. Los Consejeros sugieren, en caso de regular, aplicar un marco flexible proporcional al riesgo a fin de no limitar el desarrollo de la industria.

5.2.2 Reforma a la ley 19.983 que otorga mérito ejecutivo a la cuarta copia de la factura electrónica

Problema:

Los compradores unilateralmente pueden retardar el acuse de recibo de la factura electrónica a fin de postergar el pago de deudas comerciales, generando de esta manera problemas de liquidez y haciendo uso del capital de las EMT, sin pagar el costo financiero de éste. Esto limita el desarrollo de fuentes de financiamiento alternativas, como el factoring y las operaciones en la bolsa de productos, reduciendo las opciones disponibles a las EMT y limitando la competencia en el mercado.

Recomendación:

Revisar las normas establecidas en la ley 19.983 de la que no se limita el plazo para dar acuse de recibo de la factura electrónica y así otorgar mérito ejecutivo a la cuarta copia de la misma. En este caso se requiere definir el tiempo máximo para el acuse de recibo, el que – de acuerdo a lo discutido en el Consejo - no debiera ser inferior a 7 días ni más allá de 30 días. Sobre el plazo máximo, se entiende la factura electrónica como irrevocablemente aceptada.

5.2.3 Cesión de facturas de compra electrónica

Problema:

Los créditos contenidos en una factura de compra electrónica únicamente pueden ser cedidos electrónicamente por el emisor de la factura, que, atendida la naturaleza de este documento tributario, también corresponde al deudor del crédito en cuestión. Si el emisor/deudor de una factura de compra electrónica se niega a ceder electrónicamente a terceros el crédito que posee un determinado proveedor de servicios o productos en su contra, éste último se ve impedido de poder obtener financiamiento de empresas de servicios financieros a través de la venta del crédito contenido en la factura en cuestión.

Recomendación

Modificar el sistema de cesión electrónica de facturas, de tal forma que en el caso de las facturas de compra el titular del crédito contenido en el respectivo documento tributario electrónico pueda proceder a su cesión electrónica, ya sea mediante el software propio del SII o del software de mercado que posea. De esta forma, el proveedor no dependerá de la voluntad del beneficiario de los servicios y productos de la factura de compra para poder ceder libremente a terceros el crédito contenido en dicho documento tributario electrónico y, de tal forma, obtener el anticipo de los fondos que tiene derecho a percibir a través de alguna empresa de factoring.

5.2.4 Reforma a la ley 20.190 a fin de contar con una ley moderna de garantías mobiliarias que ofrezca certeza a los acreedores para proveer instrumentos de financiamiento basado en bienes muebles (líneas de crédito, financiamiento de inventarios, etc.)

Problema:

Las instituciones financieras no otorgan el mismo grado de aceptación a las garantías muebles que el brindado a las garantías inmuebles. Lo anterior es preocupante debido a que de acuerdo a datos de la Corporación Financiera Internacional (IFC) el 78% de los activos de las empresas a nivel mundial se encuentran en forma de bienes muebles. Las instituciones financieras muestran, en general, poco interés en el uso de estas garantías. El marco legal actual no otorga la certeza legal suficiente para los acreedores (Por ejemplo, existen dudas en la prelación y baja certeza en la ejecución). Finalmente, el Banco Mundial reporta evidencia de que en economías donde se han implementado reformas tendientes a mejorar el sistema de garantías muebles ha aumentado el volumen de crédito, ha mejorado la estabilidad del sistema financiero, se han reducido el monto de créditos incobrables y se ha reducido el costo del crédito. Todos estos elementos, benefician directamente a las PYMES.¹⁸

Recomendación:

¹⁸ Ver "Secured Transactions Systems and Collateral Registries" (2010). Investment Climate Advisory Services, World Bank Group.

El Consejo apoya con amplio consenso la iniciativa que está implementando el Ministerio de Economía, en el marco de la Agenda de Productividad, Innovación y Crecimiento, en orden a establecer una legislación moderna de garantías mobiliarias que permita financiar el ciclo completo de los negocios. Dicha reforma contempla también la implementación de un registro electrónico de garantías. La reforma busca otorgar los elementos necesarios para contar un instrumento acorde a un sistema moderno de constitución garantías por ejemplo facilitando la liquidación y el pago de garantías en favor de acreedores, publicidad de la totalidad de las garantías otorgadas en un sistema expedito y de acceso público, entre otros.

De manera más específica, se recomienda estudiar medidas tendientes a rebajar el costo de constituir una garantía. Bajo el régimen de la prenda sin desplazamiento de la Ley 20.190, este costo se estima que alcanza a \$90 mil,¹⁹ lo que aparece alto y restrictivo para micro y pequeñas empresas.

5.2.5 Reducir las barreras existentes a la movilidad y al alzamiento de hipotecas en el sector Bancario

Problema

El mercado de hipotecas, especialmente el que opera a través de la banca, presenta ciertas restricciones que hacen dificultoso el proceso de alzamiento y posterior traslado de una hipoteca desde un intermediario a otro, lo cual no permite aprovechar las condiciones más favorables que pueden ofrecer otras instituciones bancarias²⁰. El proceso actual es lento y costoso para las partes. Esta característica del mercado hipotecario limita los niveles de competencia del mismo, lo que tiene un impacto directo en el costo del financiamiento. Adicionalmente, lo que se denomina la segunda

¹⁹ Este monto de aproxima a partir de considerar el costo de la inscripción en el registro de prendas sin desplazamiento (\$ 30.490), el costo de alzamiento en el registro de prendas sin desplazamiento (\$ 30.490), el costo de modificar el contrato de prenda (\$ 7.500), y finalmente los costos notariales. Ver detalles de estos costos en <http://www.registrocivil.cl/Servicios/Prendas/AspectosGenerales.html>),

²⁰ Aunque se hace mención a la movilidad de las garantías, también debe considerarse como un problema más general la movilidad de las cuentas. Existen altos costos implícitos al cierre de las cuentas, lo que atenta contra una mayor competencia.

hipoteca, es decir, la posibilidad utilizar el exceso de colateral de una hipoteca como colateral de un segundo préstamo presenta un uso limitado.

Recomendación

El Consejo sugiere revisar la normativa existente de manera de facilitar la movilidad de hipotecas entre entidades financieras. Se recomienda, además, la realización de un estudio detallado sobre los alcances financieros y legales asociados a un mecanismo de segunda hipoteca. Además se requiere analizar más en profundidad el impacto que tendría en términos del acceso al crédito para las PYMES y el riesgo financiero asociado a este tipo de operaciones.

5.2.6 Desarrollo de un mercado de deuda corporativa alternativo para empresas medianas

Problema:

Las firmas medianas, entendidas estas como aquellas firmas con ventas en el rango 25.000 a 100.000 UF,²¹ enfrentan restricciones para emitir deuda pública, asociadas principalmente al alto costo de colocación. En el caso de Chile, estimaciones del Banco Mundial muestran que dependiendo del monto de emisión, el costo de colocación puede variar entre US\$500,000 y US\$5 millones aproximadamente.²² En este contexto, existen varias razones para pensar que un mercado de deuda alternativo para empresas medianas podría tener efectos positivos tanto para las firmas que lo utilicen como también indirectamente para las más pequeñas. En primer lugar, se diversificaría la base de financiamiento para las empresas medianas; en segundo lugar, se esperaría un mayor grado de competencia entre los oferentes de crédito, especialmente en el ámbito de la banca, lo que reduciría los costos; en tercer lugar, habría un efecto positivo adicional sobre las empresas pequeñas dado que se liberarían fondos de fuentes alternativas; en cuarto lugar, se incrementaría la madurez promedio de la deuda de estas firmas lo que facilita el financiamiento de inversión de largo plazo; y

²¹ Ver Suazo y Pérez (2014).

²² Ver Zervos (2004).

finalmente, un mercado financiero desarrollado genera externalidades positivas agregadas a la economía. Como antecedente adicional, existe consenso entre hacedores de política y participantes de mercado en los países miembros de la OECD sobre la necesidad de desarrollar este mercado en el corto y mediano plazo (Nassr y Wehinger, 2014).

Recomendación:

Se recomienda impulsar un mercado de deuda corporativa para empresas medianas en Chile. Este mercado debe considerar las particularidades de las empresas objetivo, por lo que debiera contar con un proceso de emisión simplificado y con requisitos de información menores a los solicitados en el proceso de emisión de empresas grandes.

El Consejo recomienda impulsar iniciativas que permitan mejorar la información financiera de las empresas que desean emitir deuda.²³ Por otra parte, el Consejo hace notar que este mercado de deuda sería para un sub-segmento de las empresas medianas – probablemente las más grandes en este segmento - y que la demanda por este tipo de instrumentos debería surgir más allá de los inversionistas institucionales tradicionales.

El Consejo manifiesta que bajar el umbral para el acceso de las empresas al mercado de capitales sería un gran beneficio para la economía en su conjunto.

²³ Se debe promover que empresas privadas participen en el negocio de generación de información de riesgo de crédito para las firmas medianas que busquen emitir deuda en este nuevo mercado. El caso de la empresa Dun & Bradstreet (EE.UU.), dedicada principalmente al almacenamiento y uso de información para efectos de evaluación de riesgo de compañías, puede servir de referencia para identificar las características necesarias que deben cumplir estas empresas.

5.2.7 Fomentar mecanismos de financiamiento a través de deuda securitizada

Problema

En el contexto de instrumentos de deuda alternativos, una opción atractiva para que las PYMEs puedan acceder al mercado de capitales es la securitización de créditos. Este es un mecanismo mediante el cual un intermediario financiero, generalmente un banco, crea un pool de créditos de empresas (o personas) y lo transforma en un instrumento diversificado y líquido que se puede transar en el mercado. Además de los beneficios asociados a la reducción en los niveles de riesgo y al aumento de la liquidez del activo subyacente, el costo de emisión es relativamente bajo en comparación a los bonos. Si bien es cierto, la securitización en Chile opera desde 1994 cuando la SVS norma este mercado, hay problemas que limitan el uso de este instrumento como la baja estandarización de los instrumentos y la falta de información sobre las empresas securitizadas disponible para los inversionistas.

Recomendación

Se recomienda reimpulsar el mercado de deuda securitizada, especialmente en aquellos instrumentos que impactan directamente en las PYMEs, como es el caso de las facturas. Entre las propuestas específicas están la estandarización de las características de los instrumentos securitizados, el desarrollo de normativas que permitan reducir el riesgo de crédito de estos instrumentos, la entrega de mayor información de los títulos securitizados para inversionistas e incentivar la participación de la banca en este tipo de operaciones, por ejemplo, a través del aumento de garantías estatales asociadas a este tipo de productos.

5.2.8. Desarrollo del mercado de capital de riesgo y de private equity

Problema

Existe consenso respecto a la importancia que tienen tanto el mercado de capital de riesgo como el mercado de fondos de capital privados en el proceso de desarrollo de proyectos de inversión

innovadores. En este contexto, Chile presenta niveles de desarrollo de estos mercados razonables en la región, incluso por sobre la de países de ingreso similar, pero bastante bajos en términos absolutos (Stein y Wagner, 2014). El rol de CORFO a través del lanzamiento de líneas de crédito de largo plazo para financiar capital de riesgo así como el programa Start-up Chile ha resultado crucial para impulsar estos mercados. También se han realizado esfuerzos recientes tendientes a definir un marco regulatorio adecuado para el desarrollo y funcionamiento de estos mercados a través de la Ley Única de Fondos (LUF). Pese a estos antecedentes, existen ciertos elementos que requieren mejoras. En primer lugar, sigue siendo costoso implementar proyectos de este tipo lo que impone fuertes barreras de entrada; en segundo lugar, se observan dificultades para que los proyectos exitosos escalen; en tercer lugar, se necesita aumentar el pool de proyectos/fondos disponibles en el mercado de manera de mejorar las perspectivas de rentabilidad y riesgo para efectos de atraer inversionistas; finalmente, se debe evaluar el impacto que pueda tener la LUF en cuanto al desarrollo de este mercado dado que su puesta en marcha es muy reciente.

Recomendaciones

El Consejo acordó recomendar dos propuestas, ambas en la línea de atraer a inversionistas extranjeros al mercado local, para efectos de desarrollar el mercado doméstico de capital de riesgo y private equity en Chile. La primera dice relación con el desarrollo de instrumentos y políticas que posicionen a Chile como una plataforma regional financiera especializada en capital de riesgo y private equity. Con este objetivo se requiere estudiar los efectos del avance de la implementación del nuevo marco normativo de fondos de inversión y evaluar las brechas de especialización de las administradoras en proyectos tecnológicos y de alto potencial de crecimiento. La segunda propuesta dice relación con la creación de mecanismos de facilitación que permitan apoyar a potenciales inversionistas y gestores de fondos en Chile.

Ambas propuestas se encuentran ya incorporadas en la actual ley en trámite en el Congreso Nacional que busca establecer un marco para la inversión extranjera directa en Chile.²⁴ Sin embargo, el marco de la ley es general, no distinguiendo el capital de riesgo y el private equity como un tipo de inversión extranjera directa con características particulares. En ese sentido, el Consejo considera importante que dentro de la institucionalidad que establece la nueva ley, se reconozcan la importancia de este tipo de capital en el desarrollo de empresas nuevas, y se implementen medidas específicas para este tipo de inversión por parte de la nueva Agencia de Promoción de la Inversión Extranjera. Al respecto, el Consejo sugiere incorporar la internacionalización del mercado de capitales chileno en el trabajo del Comité Asesor del Mercado de Valores constituido por el Ministerio de Hacienda.

Finalmente, considerando que la LUF, en términos prácticos, opera de manera plena desde Enero de este año, se sugiere evaluar el impacto que esta produzca en la llegada de nuevos fondos de inversión durante el 2015, de manera de realizar modificaciones a la ley si se estima que no ha habido un impacto significativo.

Microfinanzas

Entenderemos por microempresa a aquellas empresas cuyas ventas mensuales son inferiores a \$4.5 millones. De acuerdo a la información reportada en la encuesta de EME 2013, el número de microempresas en esta categoría en Chile alcanza a alrededor de 1.4 millones de empresas. De este universo de firmas, 700 mil tienen ventas inferiores a \$200.000 mensuales, 300 mil empresas tienen ventas entre \$200.000 y \$375.000, y alrededor de 200 mil empresas tienen ventas entre \$375.000 y \$600.000. Esta heterogeneidad en tamaño dentro de la categoría de microempresas nos indica que las necesidades de este grupo de empresas son diversas y que deben ser abordadas tomando en cuenta estas particularidades. La heterogeneidad se manifiesta también por ejemplo en el grado de formalidad de estas firmas, ya que solo un 50% de las microempresas se reconoce como formal de

²⁴ Ver Artículo 10, puntos 4 y 5 de la denominada "estrategia de fomento", de la ley actualmente en trámite. http://www.camara.cl/pley/pley_detalle.aspx?prmID=10319

acuerdo a la encuesta EME. Las microempresas en Chile son relevantes dado que representan alrededor de un 40% del empleo nacional. En este contexto, se propone lo siguiente:

5.2.9 Perfeccionar la institucionalidad existente para las Microfinanzas.

Problema:

En el mercado actual de las microfinanzas no todas las entidades, en particular las no bancarias, están sujetas a regulación ni supervisión formal, lo que podría atentar contra la transparencia y la competencia en este mercado. Salvo la información agregada que provee la Red de Microfinanzas, se carece de información de las instituciones participantes y de sus operaciones, lo que dificulta la evaluación de riesgos e impide un mayor desarrollo del mercado (The Economist Intelligence Unit, 2013) .

Recomendaciones

Perfeccionar la institucionalidad existente para el desarrollo de microfinanzas y promover cambios que permitan un mayor acceso al crédito de las microempresas y a mejores condiciones. Entre ellos cabe destacar: (i) el otorgamiento de información financiera de las empresas que proveen este tipo de financiamiento y la (ii) generación de información respecto a las características de las operaciones realizadas.

5.2.10 Aumentar el apoyo público para el desarrollo de las instituciones de microfinanzas

Problema

Las instituciones de microfinanzas reciben fondos públicos para la intermediación financiera a deudores muy pequeños. Estos recursos se reciben principalmente a través de la línea C1 de CORFO para intermediarios no-bancarios. Además, existen programas de FOSIS que subsidian los costos operacionales de microcréditos. No obstante lo anterior, los montos son relativamente bajos y presentan fluctuaciones importantes de un año a otro.

Recomendación

El Consejo recomienda incrementar los recursos públicos destinados a este sector, con una planificación de más largo plazo que permita cierta estabilidad en los montos comprometidos y que vayan acompañados de evaluaciones periódicas de sus resultados en términos de condiciones de acceso al crédito de las microempresas.

En este contexto, parece ser relevante estudiar los aspectos relativos al impacto que ha tenido en este mercado la reducción de la tasa máxima convencional (TMC), lo que podría haber afectado el crédito a los microempresarios. En este sentido, se requiere más información para el diseño de políticas que permitan aliviar los potenciales efectos negativos de la reducción en la TMC sobre el financiamiento a este segmento.

5.2.11 Elevar niveles de Educación e Inclusión Financiera para PYMEs y Emprendedores

Problema

En los últimos años se ha observado una masificación en el uso de instrumentos financieros y una creciente complejidad de los mismos. En este contexto, hay dos aspectos muy relevantes para mejorar el funcionamiento de los mercados financieros, y por ende, de la economía en general: la educación financiera y la inclusión financiera. La educación financiera se entiende, de manera general, como el proceso a través del cual los participantes en el mercado financiero aprenden respecto al funcionamiento del mismo y de las características de los instrumentos existentes, en particular, del riesgo asociado a cada uno de ellos.²⁵ Por otra parte, la inclusión financiera hace

²⁵ Más formalmente, la OECD define la educación financiera es “el proceso por el cual los consumidores/inversionistas financieros mejoran su comprensión de los productos financieros, los conceptos y los riesgos, y, a través de información, instrucción y/o el asesoramiento objetivo, desarrollan las habilidades y confianza para ser más conscientes de los riesgos y oportunidades financieras, tomar decisiones informadas, saber a dónde ir para obtener ayuda y ejercer cualquier acción eficaz para mejorar su bienestar económico”.

referencia al grado de uso o penetración de los distintos servicios financieros por parte de personas y empresas.²⁶

La importancia de estos dos elementos queda de manifiesto en los recientes esfuerzos de entidades como la OECD o el G-20 de fomentar y promover políticas públicas tendientes a aumentar tanto los niveles de educación como de inclusión financiera²⁷. En el caso particular de Chile, se han desplegado esfuerzos por parte del gobierno a través de la creación de una comisión asesora presidencial de inclusión financiera cuyos objetivos son precisamente potenciar una mayor inclusión financiera y fomentar la educación financiera en el país.²⁸ Para las PYMEs, microempresas e inversionistas en capital de riesgo, el rol de la educación financiera y de la inclusión financiera son cruciales para mejorar el acceso al crédito, reducir los costos del mismo, y hacer más eficiente su uso, por ende, la necesidad de establecer medidas específicas asociadas a este segmento de empresas e inversionistas resulta de particular interés.

Recomendaciones

Reconociendo los esfuerzos que actualmente impulsa el gobierno en el tema, en particular, la existencia de la Comisión Asesora Presidencial de Inclusión Financiera, se recomienda que esta Comisión considere un capítulo especial dedicado a las PYMEs, donde se reconozcan las particularidades de este segmento de empresas, que difieren de las necesidades de personas naturales y de empresas de mayor tamaño.

Se deben establecer acciones que reconozcan que incluso dentro del universo de PYMEs y microempresas existe heterogeneidad. En este sentido, también es importante reconocer que la educación financiera cubre no sólo materias relacionadas con el cálculo financiero, sino principalmente aspectos relacionados con el comportamiento financiero de las personas y empresas, que apunten a evitar situaciones críticas de sobre-endeudamiento u otras similares de toma excesivo

²⁶ Ver Marshall (2011) para una discusión más detallada de este concepto.

²⁷ Ver, por ejemplo, Atkinson y Messy (2013).

²⁸ Un tercer objetivo es elevar los estándares de protección al consumidor.

de riesgos ²⁹. Todo ello debe estar orientado a que las empresas tomen decisiones financieras informadas y responsables, y que así, reduzcan su exposición al riesgo. En este contexto, deben considerarse la factibilidad de implementar programas públicos que mejoren la educación financiera de los empresarios de menor tamaño, sino también a ejecutivos de esta banca para que mejoren el conocimiento de este segmento particular.

5.2.12 Promover una mayor inclusión financiera de las PYMEs a través del desarrollo de medios de pago electrónicos.

La problemática de las PYMEs no solo se circunscribe al acceso al crédito propiamente tal. Si bien es un elemento central en la estrategia de desarrollo de las mismas, un aspecto adicional que debe considerarse es la integración de las PYMEs al sistema financiero a través del uso de medios de pagos electrónicos. El desarrollo tecnológico ha reducido fuertemente los costos de uso de estos sistemas de pago, lo que facilita su masificación. La implementación de estos medios de pagos facilitan las transacciones de estas empresas con consumidores, proveedores e intermediarios financieros. Actualmente en Chile, se tramita el proyecto de ley que permite la emisión de medios de pagos con provisión de fondo por entidades no bancarias. Justamente este proyecto busca que entidades no bancarias puedan emitir tarjetas de prepago abiertas multipropósito a través de instrumentos físicos, electrónicos o de cualquier tipo. Adicionalmente este proyecto de ley define la regulación prudencial que normara este mercado.

Recomendaciones

Identificar e incorporar en el proyecto de medios de pago electrónico actualmente en trámite aquellos elementos que aumenten la utilización de medios de pagos por parte de las PYMEs específicamente.

Adicionalmente, se sugiere implementar una cuenta vista para PYMEs, análoga a lo que sería la

²⁹ Drexler, Fisher y Shoar (2014) muestran que el efecto de un programa de educación financiera para microempresarios basado en reglas financieras heurísticas produce mejores resultados que uno donde se enseña contabilidad básica, lo que sustenta la idea de que no es suficiente enseñar matemática financiera o contabilidad, sino que dado el nivel de conocimiento de los individuos que reciben el programa, un concepto básico produce mejores resultados en el desempeño de sus empresas.

cuenta RUT para personas naturales. El objetivo principal de esta iniciativa es facilitar el acceso a las PYMEs al sistema financiero y promover el uso de transacciones electrónicas para la operación del negocio. Es importante destacar que el desarrollo de estos medio de pago no electrónicos no se limite exclusivamente a intermediarios bancarios, sino también a los no bancarios.

5.2.13 Mejorar la información crediticia disponible a nivel de firmas para PYMEs

Problema

Existe consenso respecto a que las asimetrías de información en los mercados financieros impactan negativamente en el acceso y en el costo al crédito. Los problemas de riesgo moral y selección adversa limitan la capacidad de las firmas, especialmente de las PYMEs, y de los emprendedores para invertir en nuevos proyectos o escalar en proyectos exitosos. La búsqueda de mecanismos que permitan reducir, o directamente eliminar, estas asimetrías constituye entonces una necesidad de primer orden. Se debe, por ende, avanzar en medidas tendientes a reducir la opacidad financiera que caracteriza a estas firmas.

Recomendación:

Implementar una planilla de información estandarizada que recolecte información financiera básica, información crediticia previa, e información adicional de la firma que aparezca relevante para efectos de una evaluación de la firma y sus proyectos³⁰. Un elemento a tomar en consideración para efectos de la implementación de esta planilla, es que su contenido debe ser consensuado con intermediarios financieros de manera de que si es presentada por una PYME, sea reconocida como válida en la evaluación de riesgo, y no se solicita información adicional.

Alternativamente, se recomienda estudiar la implementación de un banco de datos donde las PYMEs que lo deseen puedan reportar información financiera relevante. La voluntariedad en la entrega de la información supone la existencia de una autoselección en las firmas que reportaran. Se espera un

³⁰ Su implementación debiera considerar los factores que impidieron el desarrollo de la denominada FECU Pyme que apuntaba en esta misma dirección, pero no tuvo resultados exitosos.

sesgo positivo en cuanto que solo firmas con buena historia crediticia reportarían. Un elemento a considerar, ya sea con la propuesta del banco de datos o de la planilla de información estandarizada, es la certificación de la información entregada por las PYMEs.

El Consejo valora la iniciativa contenida en el proyecto de ley de Sistema de Obligaciones Económicas (SOE) que busca la creación de un registro de deuda para empresas, tanto negativo (no pago) como positivo (endeudamiento), con intermediarios bancarios y no bancarios..

5.2.14 Generar estadísticas financieras sobre crédito otorgado a las empresas de menor tamaño

Problema

En línea con la falta de información disponible a nivel individual de las PYMEs, hay consenso de que la información sobre crédito para PYMEs y emprendedores es reducida también. Actualmente no existe un registro centralizado y comprehensivo de las operaciones de crédito de las PYME, que permitan caracterizar de mejor manera este segmento del mercado en cuanto a los montos, plazos y tasas aplicadas efectivamente por las instituciones financieras en el mercado. Por ejemplo, actualmente la SBIF reporta estadísticas agregadas de crédito desagregadas por monto del crédito. El Consejo estima que generar estadísticas de crédito similares a las actuales, pero desagregadas por tamaño de las firmas, sería de gran utilidad para el funcionamiento de los mercados. Tener un diagnostico adecuado de la situación de crédito de las PYMEs es indispensable para efectos de implementar políticas públicas efectivas que reduzcan los problemas existentes.

Recomendación

Se recomienda que el Ministerio de Hacienda coordine acciones para la recopilación sistemática y periódica de información sobre financiamiento de las EMT por tamaño de empresas y tipo de instrumento (bancario, factoring, microfinanzas, etc.).

5.2.15 Evaluar la institucionalidad de CORFO especialmente en sus programas de intermediación financiera

Problema

La existencia de fallas de coordinación, menor acceso al financiamiento y a tasas más altas de las PYMEs, falta de financiamiento orientado al escalamiento de la innovación y a proyectos en cadenas de valor con alta economías externas y mercados con información asimétrica generan dificultades para el desarrollo de nuevas empresas. Para corregir estas fallas, CORFO actúa como banco de segundo piso, pero con deficiencias en su institucionalidad y capacidades que pueden generar riesgos de captura política y empresarial. Ello tendería a afectar el impacto de sus programas y a aumentar el costo fiscal de los mismos.

Recomendación

La mayoría de los miembros del Consejo recomiendan revisar, basado en la experiencia internacional, la institucionalidad requerida para coordinar y/o proveer financiamiento de segundo piso y garantías a los intermediarios financieros, que identifique y trabaje en la reducción de fallas de mercado. Especialmente en lo relativo a : (i) mejorar las condiciones de financiamiento de empresas en términos de plazo, tasas de interés y monto; y (ii) generar o profundizar mercados de financiamiento inexistentes o con poca profundidad que son relevantes para el desarrollo del país, por ejemplo, agrícola, innovación, eficiencia energética, energías renovables no convencionales, hipotecario verde, entre otros.

5.2.16 Fortalecer las capacidades de financiamiento de intermediarios financieros no bancarios

Problema

Se observa una alta concentración del crédito a la PYME en pocas entidades e instrumentos financieros. Esto podría afectar las condiciones de financiamiento, con tasas de interés altas, montos y plazos menores a los requeridos y elevados requisitos de garantías.

Recomendación

Promover, con los resguardos necesarios, la participación en la intermediación de financiamiento a la PYME de instituciones no bancarias de factoring, leasing, bolsa de comercio o productos, cooperativas de ahorro y crédito, cooperativas productivas, entre otras. Lo anterior, permitirá aumentar la competencia, mejorando las condiciones de financiamiento de este segmento de empresas.

Para lo anterior, se propone: a) establecer un programa de apoyo a intermediarios financieros no bancarios, que puede incluir asistencia técnica y fondeo para generar entidades sustentables que puedan ser competencia efectiva en el largo plazo³¹; b) se recomienda incluir análisis de la regulación y supervisión necesaria para fortalecimiento de estos intermediarios; c) Identificar y apoyar el desarrollo de mecanismo de financiamiento de instituciones financieras no bancarias a través del mercado de capitales, como securitización y emisión de instrumentos de deuda entre otros.

³¹ Esto podría ser especialmente relevante para instituciones no bancarias que apoyan al segmento de empresas más vulnerables, que son excluidas del sistema financiero tradicional.

5.2.17 Establecer la institucionalidad y el apoyo público necesario para el impulso del crowdfunding financiero (acciones y deuda)

Problema:

El crowdfunding (o financiamiento colectivo) se caracteriza por el uso de plataformas electrónicas que generan el contacto entre inversionistas y empresas/emprendedores que necesitan financiamiento. El crowdfunding puede presentarse bajo modalidades no-financiera (donaciones y recompensa/preventa) y financiera (deuda y acciones). Sus beneficios están asociados a condiciones favorables de acceso al financiamiento para emprendedores y empresas que enfrentan dificultades para obtener recursos través del sistema bancario tradicional. Este es el caso principalmente de emprendedores y/o empresas que aún no cuentan con un historial crediticio ni tampoco poseen colateral. Otra de sus ventajas es que permite procesar solicitudes de financiamiento con mayor rapidez. Por otra parte, los inversionistas en crowdfunding se ven recompensados con retornos, que sin bien presentan un mayor riesgo, en promedio tienen un rendimiento más alto que la inversión en instrumentos de renta fija. Al mismo tiempo, los emprendedores y empresas solicitantes están liberados de requisitos de información financiera que les haría imposible participar en el mercado de capitales.

En Chile existen dos plataformas de deuda persona a empresa y una de acciones que han tenido un gran crecimiento en los últimos años. La principal plataforma de deuda persona a empresa, que comenzó a operar en 2012, ha permitido financiar 1.283 créditos (financiamiento de capital de trabajo, factura y de consumo) por un valor de \$ 31.000 millones y la participación de 1.872 inversionistas. A pesar del crecimiento de estas plataformas, esta forma de financiamiento está limitada en su potencial debido a la inexistencia de institucionalidad que provea certeza y permita potenciar la participación de estos nuevos intermediarios financieros mediante el apoyo público a través de fondeo u otros instrumentos. Asimismo, el obstáculo inherente a este sistema es que del hecho de que por ser un mecanismo de financiamiento no regulado, no existe protección legal de los inversionistas que participan ni tampoco de regulación de las políticas de riesgo y gestión de las

plataformas. No existen tampoco obligaciones de información sobre los proyectos para prevenir el fraude.

Una de las restricciones legales al desarrollo de esta industria ha sido que para el caso de deuda persona a persona y persona a empresas, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras cuestionó en 2012 el uso de "cuentas virtuales" que una plataforma utilizaba para mantener los depósitos de inversionistas. El regulador bancario ha considerado esta práctica como una infracción al artículo 39 de la Ley General de Bancos que prohíbe a toda persona no autorizada por ley a captar o recibir en forma habitual dineros del público. El mismo artículo de la ley de bancos prohíbe la correduría de dinero por valores mobiliarios o efectos de comercio, o cualquier otro título de crédito. Por otra parte, en el caso de acciones, los proyectos que buscan recursos en la plataforma podrían ser considerados como oferta pública por la Ley de mercado de valores (Ley N° 18.045) que obligaría a los emprendedores a cumplir con onerosas obligaciones de información financiera que harían inviable la posibilidad de obtener recursos por este medio.

Recomendación

El Consejo reconoce el potencial de este instrumento para mejorar el acceso al financiamiento de Pymes y emprendedores, así como de promover la competencia en el mercado de crédito a Pymes a través de plataformas de deuda persona a empresa. Para ello, se recomienda que el Consejo Consultivo del Mercado de Valores revise la normativa para facilitar el desarrollo de esta industria.

En este sentido, se espera que dicho Consejo entregue recomendaciones precisas para incorporar modificaciones a la Ley de Mercados de Valores (18.045) tendientes a reconocer el crowdfunding como una modalidad de financiamiento distinta exceptuándola de obligaciones de información onerosa, evaluando si efectivamente requiere una regulación específica dado que podrían no constituir una fuente de riesgo sistémico relevante, ya sea directamente o través de su interconexión

con otros intermediarios financieros. Adicionalmente, la SVS, en coordinación con la SBIF, debe establecer un marco regulatorio que defina las condiciones bajo las cuales debe operar este sistema³².

El Consejo recomienda estudiar la opción de que CORFO genere las condiciones para promover el establecimiento de plataformas electrónicas a través de programas de fomento. Al respecto CORFO puede apoyar el desarrollo de esta industria, especialmente de deuda persona a empresas, asegurando el acceso a fondeo mediante líneas de crédito de largo plazo en condiciones favorables (línea de apoyo intermediarios no bancarios) y la aceptación de las plataformas de deuda persona e empresa como intermediarios CORFO a fin de que puedan utilizar garantías avaladas con fondos públicos (FOGAIN e IGR) para operaciones de crédito.

³² En su último Informe de Estabilidad Financiera, el Banco Central (2015) indica que podría ser necesario la adopción de regulaciones a este tipo de financiamiento, conciliando sus potenciales riesgos y beneficios, y otorgando certidumbre a los agentes involucrados.

Referencias

- Aghion, Ph., Fally, T. y S. Scarpeta (2007): "Credit Constraints as Barrier to the Entry and Post-Entry Growth of Firms," *Economic Policy*, 731-779.
- Amorós, J. E., Atienza, M., y G. Romani. (2008) "Formal and Informal Equity Funding in Chile" *Estudios de Economía*, 35(2), 179-194.
- Asea, P. K., y B. Blomberg (1998): "Lending Cycles" *Journal of Econometrics*, 83(1), 89-128.
- Atkinson, A. y F.A. Messy (2013) "Promoting Financial Inclusion through Financial Education" OECD Working paper 53.
- Baek, P., Collins, L. and B. Zhang (2014): "Understanding Alternative Finance: The UK Alternative Finance Industry Report 2014". <https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/understanding-alternative-finance-2014.pdf>
- Banco Central (2015): Informe de Estabilidad Financiera, Junio.
- Banco Central (2014a): Informe de Política Monetaria, Diciembre.
- Banco Central (2014b): Informe de Estabilidad Financiera, Diciembre.
- Banco Central de Chile (2010). Informe de Estabilidad Financiera, Endeudamiento de los Hogares en Chile: Análisis e Implicancias para la Estabilidad Financiera, Primer Semestre 2010".
- Benavente J.M. y C. Kulzer (2008) "Creación y Destrucción de Empresas en Chile". *Estudios de Economía*, 35 (2): 215-239. Diciembre.
- Benavente J.M., Galetovic, A. y R. Sanhueza (2005) "La Dinámica Industrial y la Financiación de las PYMES", *Trimestre Económico*, LXXII (2) : 3-35. Abril-Junio.
- Beck, Th., Demirgüç-Kunt, A. y V. Maksimovic (2008): "Financing Patterns around the World: Are Small Firms Different?" *Journal of Financial Economics* 89(3): 467-487.
- Berman, N. y J. Héricourt (2010): "Financial Factors and the Margins of Trade: Evidence from Cross-Country Firm-Level Data," *Journal of Development Economics*, 93(2), 206-217.

- BID (2014): ¿Cómo Repensar el Desarrollo Productivo?. Políticas e Instituciones Solidas para la Transformación Económica. G. Crespi, Fernández-Arias, E. y E. Stein (Editores). Banco Interamericano del Desarrollo.
- Bikker, J., L. Spierdijk y P. Finnie (2006). "Misspecification of the Panzar-Rosse Model: Assessing Competition in the Banking Industry," DNB Working Paper No. 114, De Nederlandsche Bank.
- Claessens, S. y L. Laeven (2003). "What Drives Bank Competition? Some International Evidence," *Journal of Money, Credit and Banking* 36, pp. 564-83.
- Dell'Ariccia, G., Igan, D. y Luc Laeven(2012): "Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market." *Journal of Money, Credit and Banking* 44(2-3): 367-384.
- Denis, D. (2004) "Entrepreneurial Finance: An Overview of the Issues and Evidence" *Journal of Corporate Finance*, 10(2): 301-326.
- Drexler, A., Fischer, G., & Schoar, A. (2014). Keeping it simple: Financial literacy and rules of thumb. *American Economic Journal: Applied Economics*, 6(2), 1-31.
- García C. J. y A. Sagner (2013): "Ciclo Económico, Riesgo y Costo del Crédito en Chile desde una Perspectiva de Modelos VAR Estructurales" *Revista Economía Chilena*, 16(1): 64-99.
- Ibarrarán, P., Maffioli, A., y Stucchi, R. (2009). "SME Policy and Firms' Productivity in Latin America" (No. 4486). IZA Discussion Papers.
- Jara, A., y Silva, C. (2007). "Metodología de la Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario" No. 57. Banco Central de Chile.
- Jaud, M. y M. Kuenova (2011), 'Financial Development and Survival of African Agri-Food Exports,' *Policy Research Working Papers* 5649, World Bank.
- Karasulu M. (2007), "Competition in the Chilean Banking Sector: A Cross-Country Comparison," *Economía*. 7(2), pp. 1-32.
- Kaousar Nassr, I. y G. Wehinger (2014) "Non-Bank Debt Financing for SMEs: The role of Securitization, Private Placements and Bonds" *OECD Journal*.

- Levy Yeyati, E. y A. Micco (2007), "Concentration and Foreign Penetration in Latin American Banking Sector: Impact on Concentration and Risk," *Journal of Banking and Finance* 31(6), pp 1633-47.
- Lown, C. y , D. P. Morgan (2006): "The Credit Cycle and the Business Cycle: New Findings Using the Loan Officer Opinion Survey," *Journal of Money, Credit and Banking*, 1575-1597.
- Manova, K. (2013): "Credit Constraints, Heterogeneous Firms, and International Trade," *Review of Economic Studies*, 80, pp. 711-744.
- Marshall (2011) "Reflexiones sobre la Educación Financiera en Chile" Documentos de Política Económica 53, Banco Central de Chile.
- Ministerio de Economía (2012): Alfabetización Financiera de los Emprendedores en Chile. División de Estudios, Diciembre.
- Oda, D. y N. Silva (2010). "Competencia y Toma de Riesgo en el Mercado de Créditos de Consumo Bancario Chileno (1997-2009)", Documento de Trabajo No. 562, Banco Central de Chile.
- OECD (2014): "Financing SMEs and Entrepreneurs. An OECD Scoreboard".
- Sanhueza Martínez, P. (2013). Las Microfinanzas como Instrumento de Apoyo al Sector Microempresarial en Chile: Estado y Desafíos. *Journal of Technology Management & Innovation*, 8(2), 209-220.
- Savignac, F. (2008): "Impact of Financial Constraints on Innovation: What Can Be Learned From A Direct Measure?," *Economics of Innovation and New Technology*, 17(6): 553-569.
- Stein, E and Wagner, R. (2014). The Start-Up and Scale-Up of High-Productivity Firms. In Crespi, G.; Fernández-Arias, E.; Stein, E. 2014. Rethinking Productive Development: Sound Policies and Institutions for Economic Transformation Palgrave Macmillan.
- Stiglitz, J. E., y Weiss, A. (1981): "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information" *American Economic Review*, 71(3): 393-410.
- The Economist Intelligence Unit (2013): "Microscopio Global sobre Entorno de Negocios para las Microfinanzas". Reino Unido.

Suazo, G. y J. Pérez (2014) "Demografía de Empresas en Chile" Estudios Económicos Estadísticos 108, Banco Central de Chile.

UK Government (2014): "Competition in Banking: Improving Access to SME Credit Data,". <https://www.gov.uk/government/consultations/competition-in-banking-improving-access-to-sme-credit-data/competition-in-banking-improving-access-to-sme-credit-data>.

Zervos, S. (2004) "The Transaction Costs of Primary Market Issuance: The Case of Brazil, Chile and Mexico" Policy Research Working Paper, World Bank.

Gráfico 1

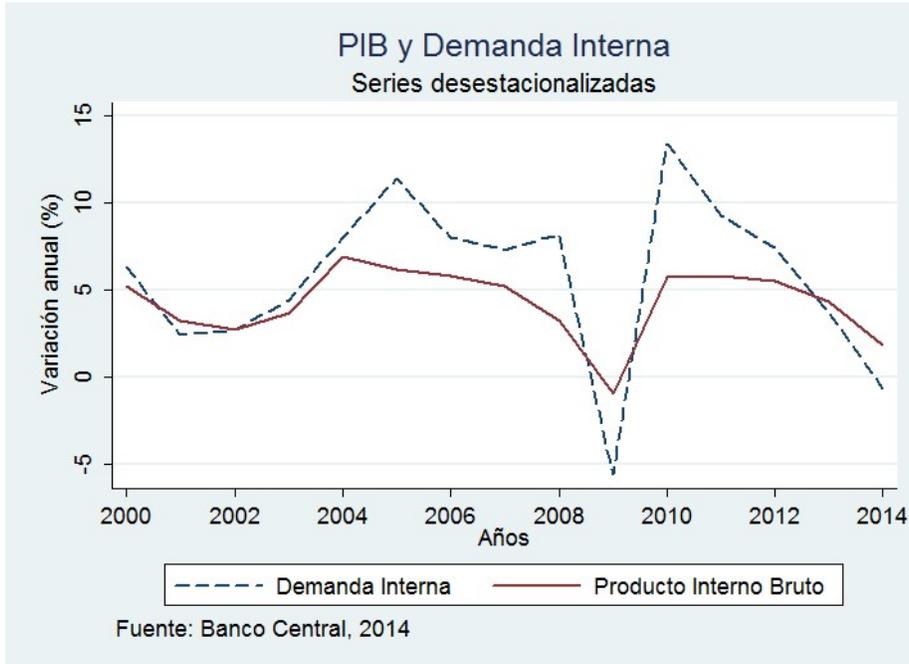


Gráfico 2

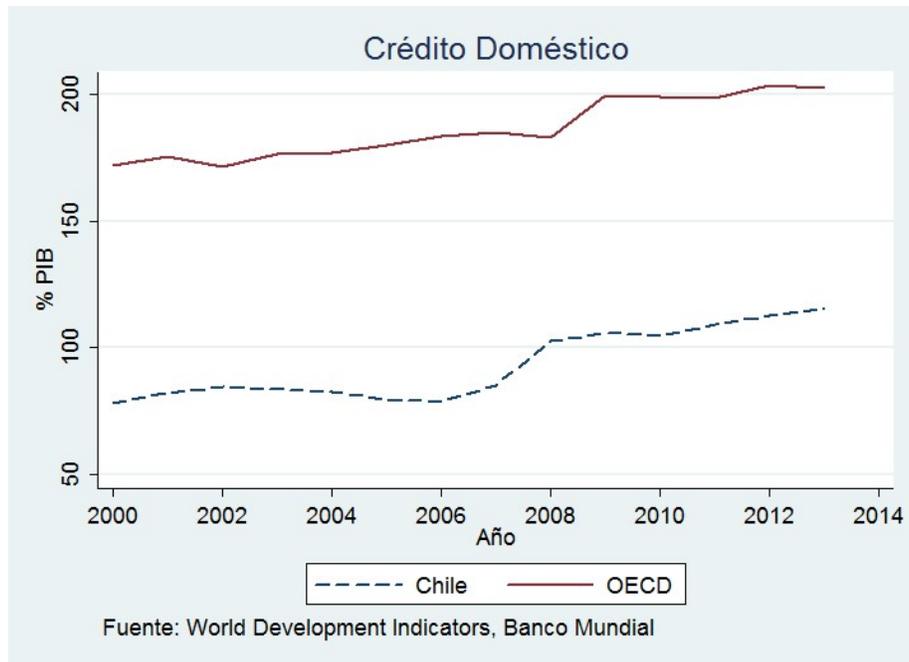


Gráfico 3

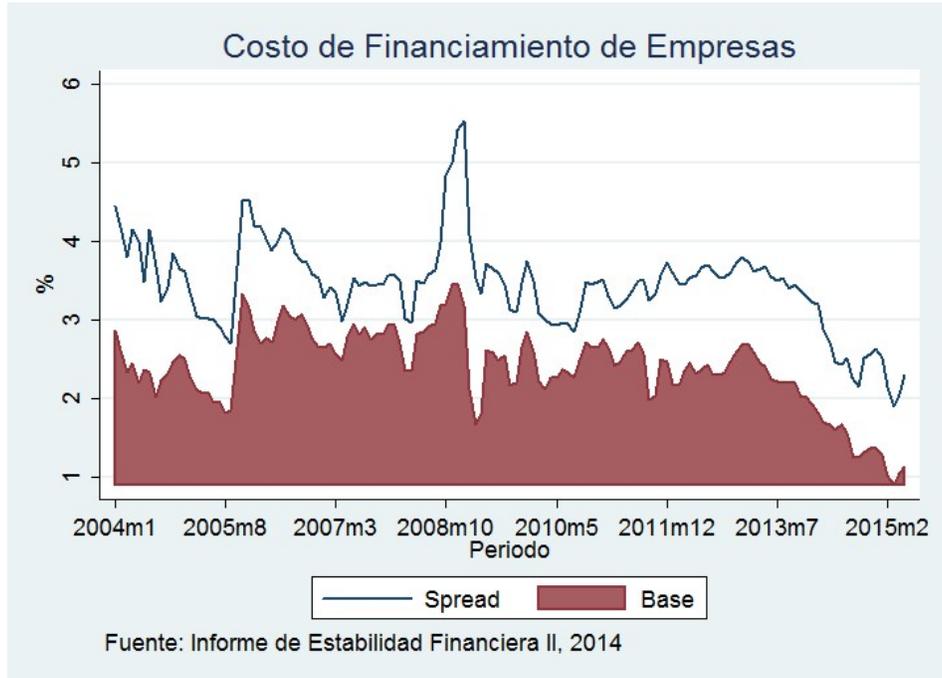


Gráfico 4

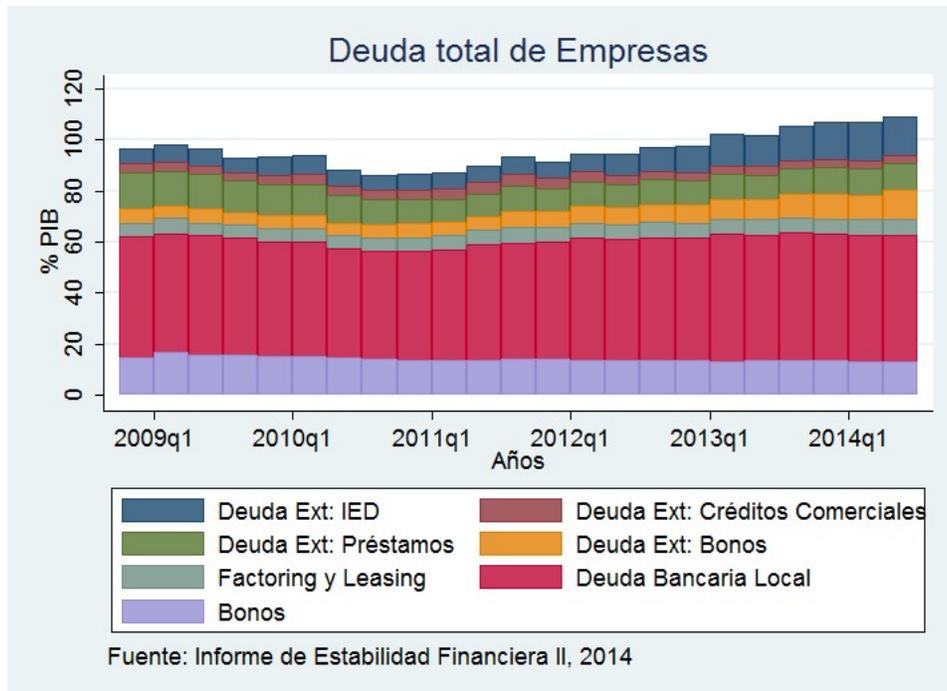


Gráfico 5

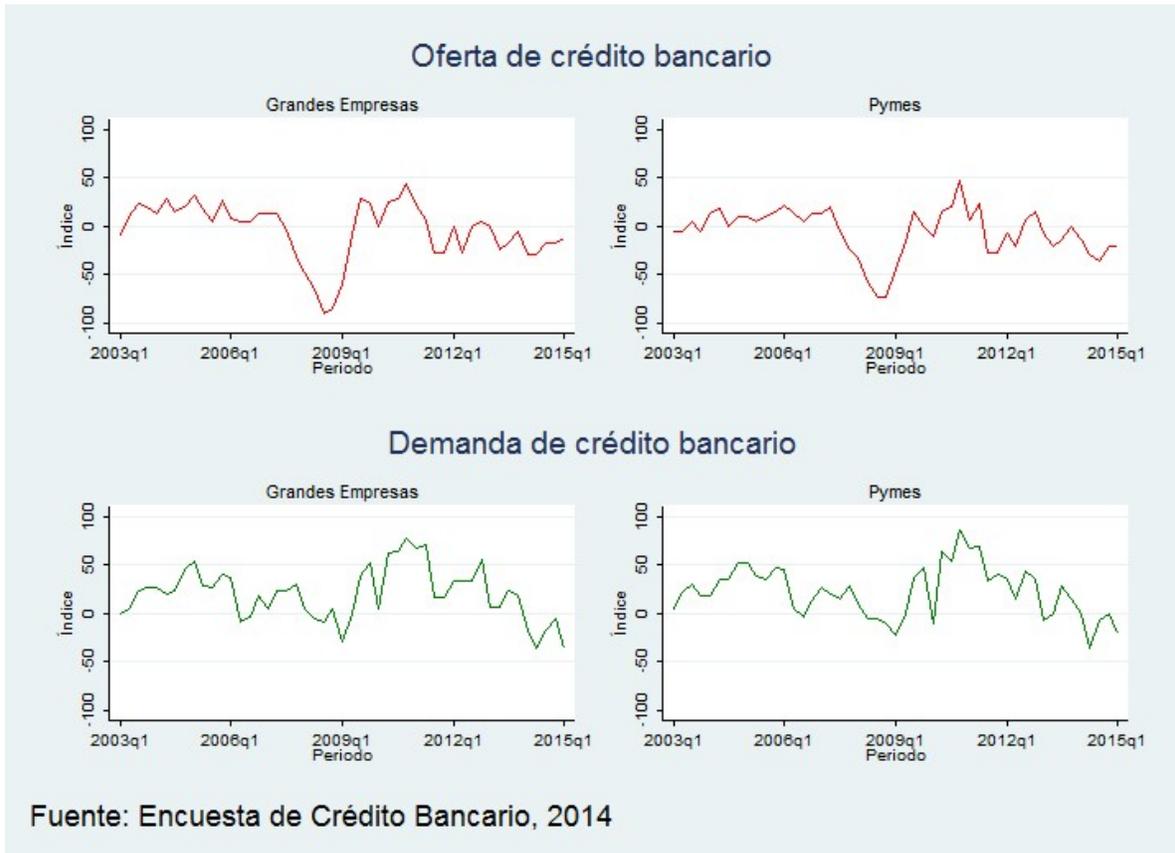


Gráfico 6

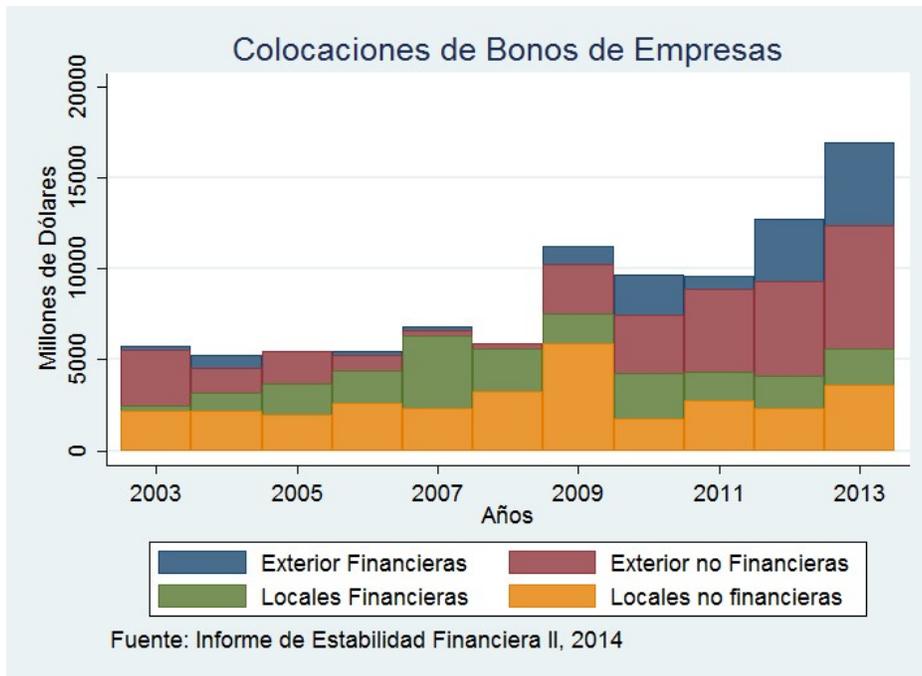


Gráfico 7

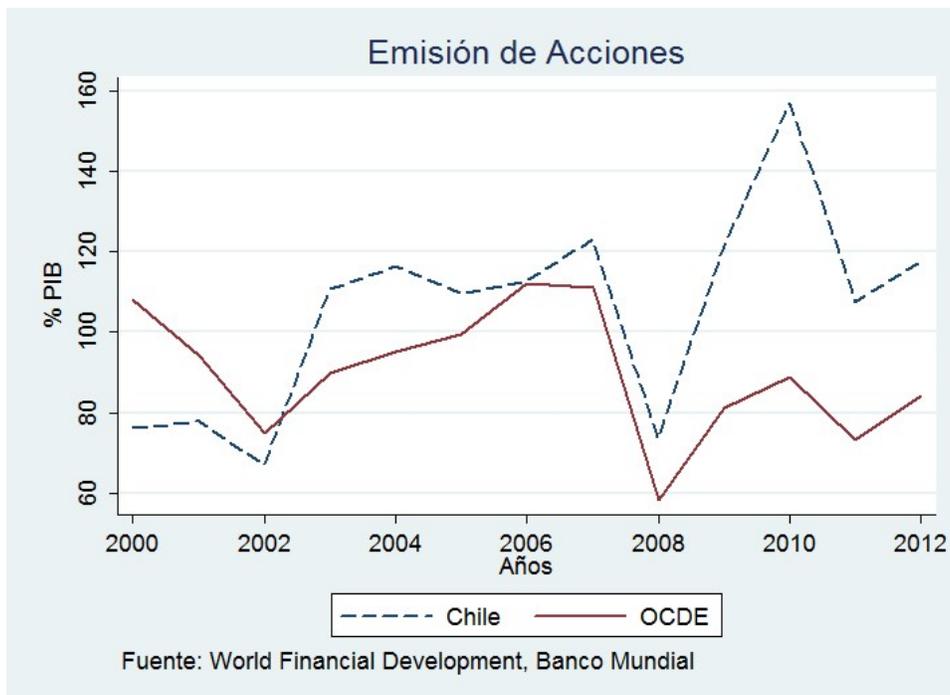


Gráfico 8

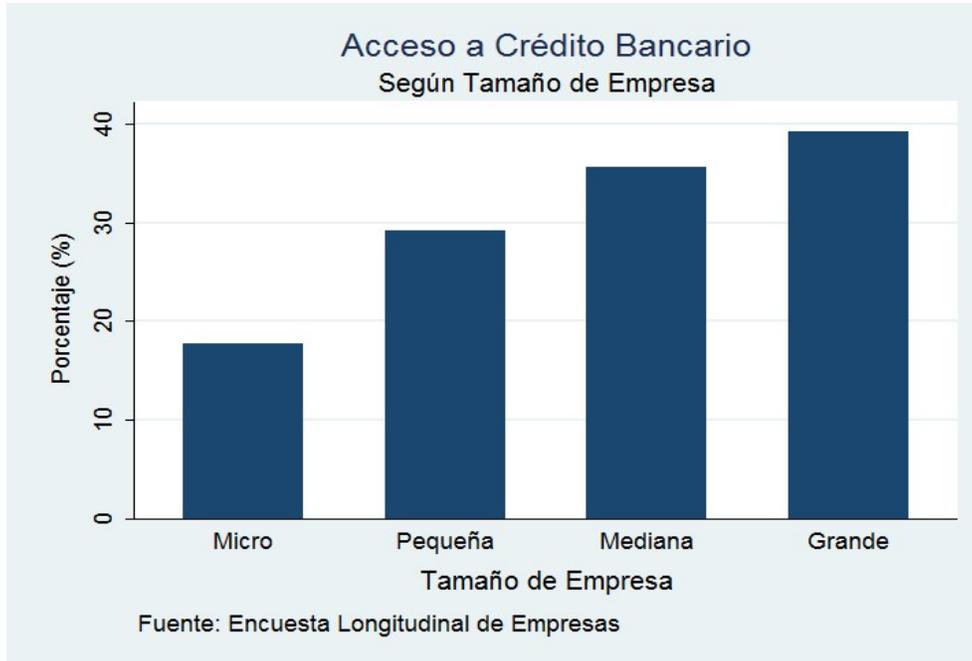


Gráfico 9

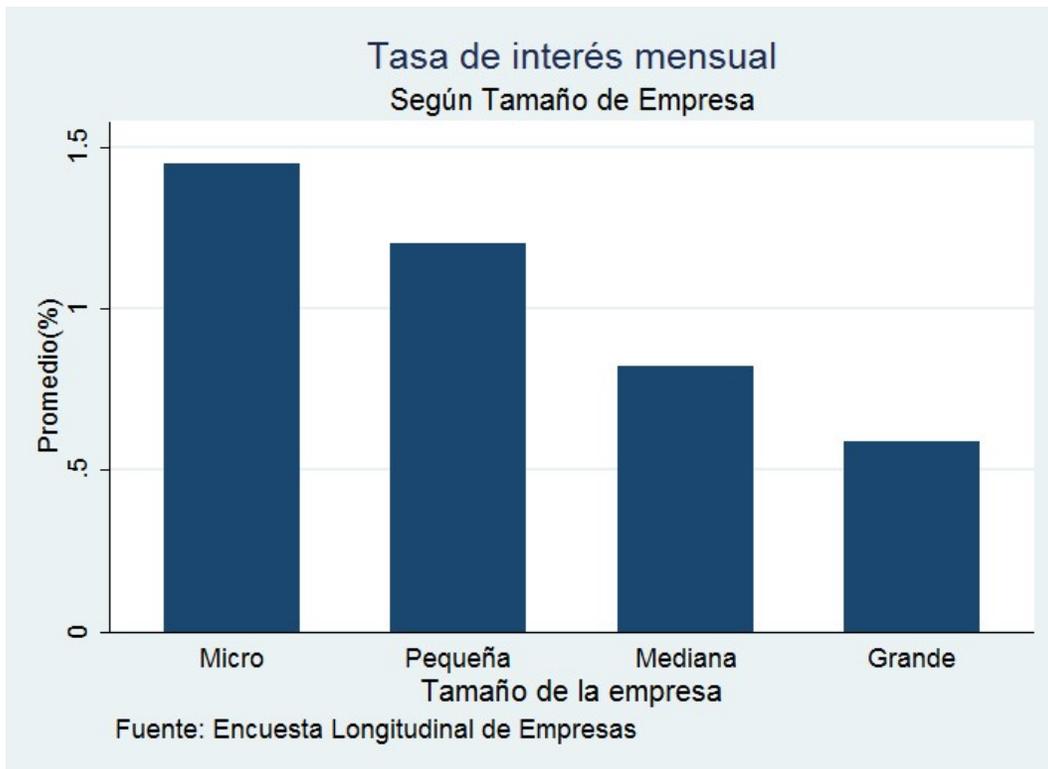


Gráfico 10

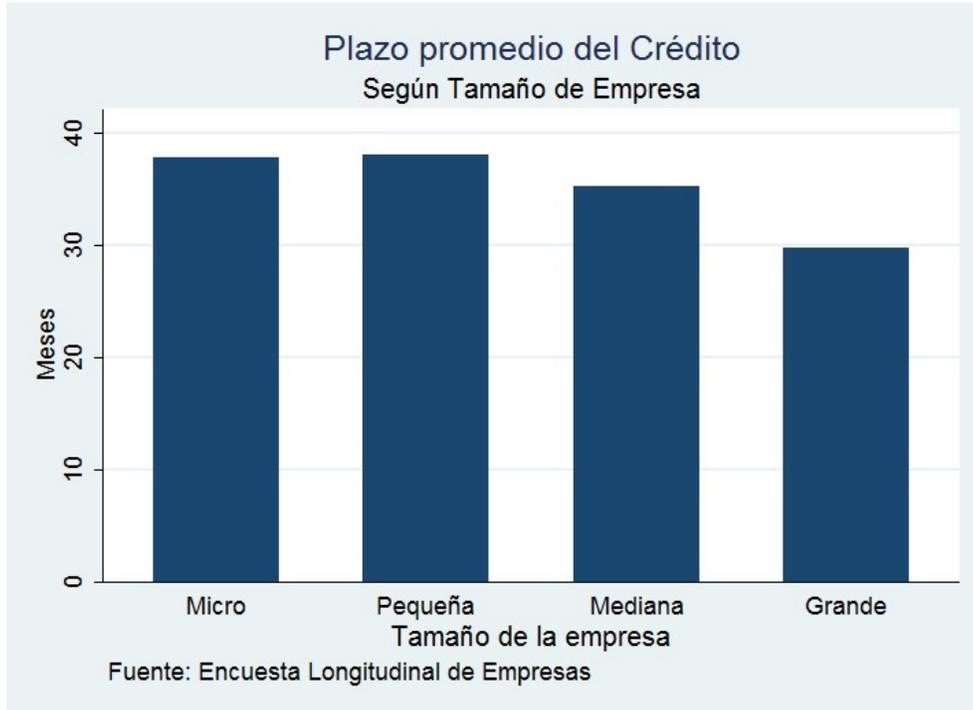


Gráfico 11

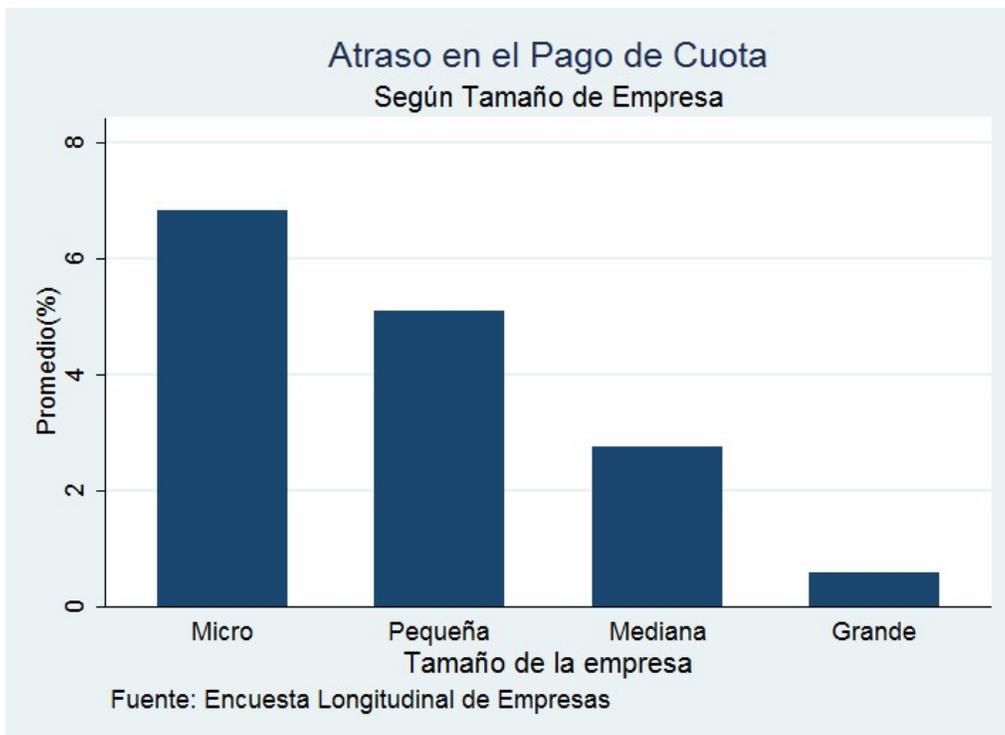


Grafico 12



Tabla 1: Fuentes de Financiamiento de la Inversión
(Porcentajes)

Tamaño de la empresa	Fondos Propios	Factoring	Línea de crédito o Préstamo bancario	Financieras/ Cooperativas	Aumento de Capital de dueños	Aumento de Capital nuevos socios	Otro
Micro	40.3	1.7	50.5	2.0	0.0	1.7	3.8
Pequeña	50.6	6.9	38.5	2.2	0.3	0.6	1.0
Mediana	56.1	13.9	26.0	2.0	0.5	0.7	0.8
Grande	63.2	15.1	18.7	0.5	0.4	1.1	1.0

Fuente: Encuesta Longitudinal de Empresas, 2011

Tabla 2: Fuentes de Financiamiento del Capital de Trabajo
(Porcentajes)

Tamaño de la empresa	Fondos Propios	Factoring	Línea de crédito o Préstamo bancario	Financieras/ Cooperativas	Aumento de Capital de dueños	Aumento de Capital nuevos socios	Otro
Micro	72.2	1.5	24.1	0.9	1.0	0.4	0.0
Pequeña	70.5	3.6	22.7	0.6	0.7	1.6	0.2
Mediana	68.2	6.4	22.5	0.3	1.0	1.3	0.2
Grande	65.1	6.1	25.4	0.1	1.1	1.8	0.3

Fuente: Encuesta Longitudinal de Empresas, 2011

Tabla 3: Tipo de Garantía
(Porcentajes)

Tamaño de la empresa	Terreno	Edificios	Vehículos	Equipos y/o maquinaria	Aval privado	Aval estatal	Garantía recíproca	Otros	Ninguno
Micro	11.4	6.1	9.1	3.8	9.1	7.6	0.0	0.8	59.1
Pequeña	18.3	10.2	7.2	14.1	9.7	14.0	0.3	1.4	46.9
Mediana	25.6	13.0	3.5	4.3	16.5	9.1	1.4	2.8	41.7
Grande	17.3	11.7	2.6	4.7	16.5	2.4	2.3	3.4	53.6

Fuente: Encuesta Longitudinal de Empresas, 2011

Tabla 4: Préstamo Bancario con Garantía del Estado
(Porcentajes)

Tamaño de la empresa	FOGAPE	FOGAIN	COBEX	Reprogramador de créditos PYME	Sí, pero no conoce el nombre	No	No sabe
Total	15.5	0.9	0.7	0.3	0.7	77.4	4.6
Micro	10.6	0.8	0.0	0.0	0.8	82.6	5.3
Pequeña	26.0	0.6	0.2	0.6	1.0	65.4	6.2
Mediana	19.1	2.0	0.0	0.4	1.2	72.0	5.3
Grande	6.6	0.5	1.6	0.1	0.1	88.3	2.8

Fuente: Encuesta Longitudinal de Empresas, 2011

Tabla 5: Evolución de la Deuda Comercial

Tamaño de la deuda	Monto Total (Millones de pesos)			Número Deudores		
	2009	2014	Crecimiento 2009 - 2014	2009	2014	Crecimiento 2009 - 2014
Micro	1,105,351	2,397,023	116.9	532,556	820,343	54.0
Pequeña	3,425,732	5,834,469	70.3	152,785	255,145	67.0
Mediana	3,570,854	5,514,008	54.4	31,673	40,920	29.2
Grande	7,695,411	13,232,375	72.0	10,183	14,309	40.5
Mega	30,495,941	49,428,697	62.1	2,274	2,961	30.2

Fuente: SBIF, 2015

Tabla 6: Porcentaje de Deuda PYME sobre Deuda Comercial Total

	2007	2012	Promedio
Chile	16.7	18.5	17.3
OECD	41.4	39.1	39.7
OCDE 20% más pobre*	43.7	39.6	43.5

Fuente: Financing SMEs and Entrepreneurs, OECD 2014

* Incluye Chile, Colombia, México, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia

Tabla 7: Spread de Tasas de Interés

País	Año					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Chile				6.71	7.23	7.26
Colombia	3.76	3.81	4.03	4.04	3.74	3.94
República Checa	0.97	0.73	1.18	0.68	1.11	1.06
Dinamarca	1.12	1.39	2.89	3.19	3.43	3.93
Austria	0.42	0.43	0.56	0.47	0.37	0.48
Bélgica	0.73	0.65	0.92	0.81	0.63	0.58
Grecia	1.04	1.11	1.46	1.36	0.63	0.39
Hungría	1.22	0.97	1.24	1.74	1.30	1.10
Irlanda	0.28	0.48	0.76	1.02	1.35	1.67
Israel				2.09	2.53	1.95
Italia	0.64	1.36	1.39	1.46	1.70	1.80
México			7.90	8.20	5.80	3.20
Portugal	1.80	1.70	1.87	2.25	2.01	2.16
España	0.63	1.20	1.46	1.21	1.59	2.30
Reino Unido		1.05	1.12	1.39	1.26	1.31
Promedio	1.15	1.24	2.06	2.44	2.31	2.21
Mediana	0.97	1.08	1.39	1.46	1.59	1.80

Fuente: OECD Financing SME and Entrepreneurs, 2014 Scoreboard