



**UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS
ESCUELA DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN**

**FINANCIAMIENTO DE PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS EN CHILE Y EL ROL DE
INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES**

**SEMINARIO PARA OPTAR AL TÍTULO DE
INGENIERO COMERCIAL, MENCIÓN ECONOMÍA.**

**Alumno:
JUAN PABLO BENJAMÍN ALONSO ÁVALOS
Profesor Guía:
GUILLERMO ANDRÉS LARRAÍN RÍOS**

SANTIAGO DE CHILE - 2017

Dedicatoria

*A mis cuatro hermanos
A mis papás que quiero y admiro tanto
A mi querida partner **Javiera Martínez**
A toda la comunidad universitaria de la Universidad de Chile*

Agradecimientos

No puedo terminar este trabajo sin antes agradecer a todas las personas que fueron claves no sólo para redactar este documento, sino que también fueron quienes me hicieron llegar de alguna u otra forma a esta instancia.

Muchas gracias a mi familia, en especial a mis padres, por ser siempre el cimiento sobre el cual puedo crear y emprender sin miedo. A mis hermanos por siempre distender la convivencia cotidiana y por ser mis fieles defensores y admiradores.

Muchas gracias a mis buenos amigos del famoso *Team Pegazo*. Por el estudio, las fiestas, la confianza y la gran calidad humana de todos ellos. Debo agradecer en especial a Andoni Aboitiz, a las tres versiones de su gran festival “Rock ´n Doni”, a Kool & the Gang y a Chicken Destroy.

Debo agradecer a toda la comunidad universitaria de la Universidad de Chile, por haber cambiado mi forma de percibir el entorno, por enseñarme valores, por inculcarme rigurosidad y profesionalismo. Los profesores, alumnos, compañeros amigos y no tan amigos, auxiliares, secretarias y todo el tremendo equipo humano detrás de esta gran Universidad.

Muchas gracias a Daniel Jaar y Benjamín Sas por apoyarme en la mención economía. Por motivarme, enseñarme y nunca dejarme atrás.

Por último, pero no menos importante, debo agradecer a mi partner Javiera Martínez. Por su compañía, apoyo y gran ayuda que me prestó siempre que lo necesité. Su humildad, inteligencia y confianza en mí fueron claves para esta última etapa universitaria.

Contenido

Dedicatoria.....	2
Agradecimientos	3
Abstract	5
Introducción	7
1. La dinámica de las PYME	10
1.1 Definiciones básicas e historia	10
1.2 El caso de Chile y su evolución	11
1.3 Revisión de literatura y marcos teóricos utilizados hasta el momento	19
1.3.1 ¿Cuándo existe una PYME?	19
1.3.2 ¿Por qué se hace una distinción por tamaño de empresa en el acceso y costo del financiamiento?	23
1.3.3 ¿Fracasan más las PYMEs que las empresas grandes?	32
2. Los bancos como fuente de financiamiento: Contexto y Política	36
3. Inversionistas Institucionales en Chile	44
3.1 Costos del financiamiento de PYMEs con ahorros previsionales.....	46
3.2 Beneficios del financiamiento de PYMEs con ahorros previsionales.....	49
4. Propuestas Internacionales, Oportunidades y Mejoramiento de propuestas Nacionales.	51
5. Conclusiones.....	58
6. Bibliografía	61

Abstract

El siguiente trabajo analiza conceptualmente la dinámica industrial y problemas que enfrentan las pequeñas y medianas empresas en Chile. Lo anterior con el fin de describir de manera realista su rol e importancia dentro de la economía chilena, pero también se pretende hacer un diagnóstico más justo y objetivo de las restricciones de financiamiento que estas podrían estar enfrentando. La innovación de este trabajo -dado que este tema ha suscitado bastantes esfuerzos de investigación hace varios años- radica en el rol que podrían adoptar algunos inversionistas institucionales frente a este problema que embarga el futuro de muchos pequeños y medianos proyectos que no alcanzan a ver frutos.

La relevancia de este tema radica en varios aspectos, dentro de los cuales destaca la gran cantidad de pequeñas y medianas empresas existentes en Chile, y por consiguiente, la inmensa cantidad de trabajadores empleados en estas empresas. Segundo, el análisis y conclusiones a veces injustas que se han presentado hasta el momento cuando se abarca el problema de financiamiento de pequeñas y medianas empresas en Chile a nuestro juicio. Tercero, la descripción de las formas y necesidades de financiamiento de las empresas además de las diferencias, a veces arbitrarias y no justificadas, que las pequeñas y medianas empresas enfrentan al momento de financiarse. Y por último, el link entre las necesidades de inversión de las tremendas cantidades de ahorros de los fondos de pensión y las necesidades de financiamiento de las empresas que muchas veces son marginadas del mercado del crédito, lo que termina por truncar su potencial desarrollo.

Los resultados son esperanzadores, puesto que se muestra que la dinámica industrial que caracteriza a las pequeñas y especialmente las medianas empresas, no dista diametralmente del comportamiento o suerte que corre una gran empresa en Chile. Es más, podría uno preguntarse si

el financiamiento presuntamente escaso y caro que enfrentan las pequeñas y medianas empresas se debe a su bajo desempeño y múltiples quiebras como se ha dicho hasta el momento, o bien al revés, su bajo desempeño se explica por estas discriminaciones en el mercado del crédito. El cuestionamiento de la dirección de esta causalidad es importante para saber dónde focalizar los esfuerzos – por el lado de la demanda de recursos, la oferta de estos o bien por parte del Estado-.

Hacia el final del trabajo mostramos como la banca chilena ha sido incapaz de mitigar las grandes diferencias en costo de financiamiento entre pequeñas y grandes empresas, lo que podría responder a un escaso nivel de competencia en la industria bancaria. Luego proponemos la introducción de nuevos actores, dimensionando el gran volumen de ahorros previsionales y de otras fuentes institucionales que existen en la actualidad en Chile. Finalmente, explicamos cómo estos ahorros podrían ser canalizados en formas de financiamiento que se ajusten a las necesidades de pequeñas y medianas empresas de alta proyección. Lo anterior siempre enfocados en que sea un beneficio tanto para proyectos de menor escala, como para los inversionistas institucionales. Se señalan, sin embargo, algunos problemas y trabas que podrían existir para las propuestas expuestas en esta materia.

Introducción

Es cierto que en Chile y Latinoamérica el financiamiento de las pequeñas y medianas empresas (en adelante, “PYMEs”) ha suscitado bastante interés y esfuerzos de investigación, y hasta cierto grado, se ha transformado en una idea hegemónica que el financiamiento de empresas de menor tamaño es escaso y más caro. Esto queda documentado en las diversas y numerosas conclusiones a las que llegan algunos estudios de la región que intentan describir el acceso al financiamiento de las PYMEs en Chile y Latinoamérica (ver por ejemplo: Banco Interamericano del Desarrollo 2014, capítulo 14).

Sin embargo, existen algunos otros estudios que desmienten esta evidencia e incluso van más allá, tratando de “cliché” la idea que el financiamiento es diferenciado según tamaño de ventas en la región. Concluyen que estas diferencias en costo y acceso al mercado del crédito no son discriminatorias, sino que competitivas. Aluden a que estas diferencias se deben a fallas del mercado del crédito, las cuales terminan por producir la focalización de políticas de riesgo en variables como número de quiebras y *performance* por falta de mejor información. El estudio de esta línea de pensamiento que se tomará como referencia a lo largo de este documento, será Benavente, J., Galetovic, A., & Sanhueza, R. (2005).

A través del cuerpo de nuestro trabajo, se explica el marco teórico utilizado por Benavente, J., Galetovic, A., & Sanhueza, R. (2005) y expondremos las métricas usadas por dicha investigación, a la misma vez que las comparamos con las actualizadas a la fecha. Además, obtenemos esas métricas con una metodología que intenta aislar de mejor manera la *performance* de las PYMEs productivas y vigentes con la de aquellas comúnmente llamadas “de papel”. El objetivo es poder hacer un análisis más objetivo y limpiar posibles efectos espurios que resultan de mezclar en un mismo grupo la *performance* de empresas vigentes y “de papel”.

Los resultados obtenidos son mixtos, mostrando una gran cantidad de información que avala la idea de que las empresas pequeñas son de menor rendimiento y tienen financiamiento más escaso. Pero se documenta también que existen muchas pequeñas y medianas empresas que tienen una dinámica industrial parecida a las más prestigiosas y grandes empresas chilenas. Por consiguiente, descartamos algunas de las afirmaciones vertidas en Benavente, J., Galetovic, A., & Sanhueza, R. (2005) sobre las razones de la discriminación que sufren las PYMEs en el mercado del crédito.

Hacia la segunda parte de este trabajo, exponemos propuestas de política que intenta dar solución a las eventuales diferencias entre necesidades de financiamiento y las potenciales ofertas de financiamiento disponibles. Sin embargo, a diferencia de las propuestas hechas hasta el momento, las que exponemos en esta instancia se diferencian de las clásicas en dos cosas: Primero, las propuestas intentan no replicar las mismas características del mercado crediticio actual, como son instancias de *factoring* o capital y deuda mezanine. Dichos instrumentos son formas de financiamiento más caras por construcción, que si bien aumenta la cobertura, termina de igual forma embargando el futuro de muchos pequeños y medianos proyectos, perpetuando la actual lógica de financiamiento existente. Segundo, ponemos en perspectiva la inmensa cantidad de recursos ahorrados en el sistema financiero chileno –notablemente los ahorros previsionales- y el gran costo de oportunidad y responsabilidad para la sociedad que su correcta administración supone. En ese sentido, las propuestas ligan la demanda de financiamiento de las pymes con instrumentos de inversión para los inversionistas institucionales que se adapten a estas necesidades, de manera tal que se genere una relación mutuamente beneficiosa y otorgue un rol más activo a este tipo de inversionistas en el desarrollo del potencial existente en empresas de menor escala.

Por último, el trabajo se estructura en 4 partes: La primera describe el funcionamiento y la dinámica de las pymes en comparación con las grandes empresas, se hace énfasis en cómo estas se financian y se derriban ciertos mitos sobre la suerte que estas corren en el mercado del crédito y en la economía en general. La segunda parte se hace cargo de repasar las principales interrogantes a las que han intentado dar respuesta los trabajos anteriores, mostramos la diferencia por tamaño de empresas en el mercado del crédito y como el sector bancario no ha logrado achicarla. En la tercera sección, tratamos de describir a los inversionistas institucionales e instituciones financieras que operan en Chile, y el rol que este tipo de masas de ahorro administradas pueden jugar en el desarrollo de las PYMEs y en la asignación de recursos de la economía como un agregado. Por último, vertimos un set de propuestas y conclusiones exponiendo los principales beneficios, así como también las potenciales falencias que podrían presentar estas mismas.

En una última instancia, advertimos para futuros trabajos y caracterización de empresas según tamaño, como a través de la creciente adopción de la tecnología en los negocios, se podrían generar diferencias importantes no solo a través de distintos segmentos de empresas según tamaño, sino que también dentro de un mismo segmento. Lo anterior tiene relevancia al momento de diseñar políticas de fomento a empresas de menor tamaño, programas y políticas que podrían terminar mal enfocadas, perdiendo eficiencia en el cometido. Todo esto bajo el contexto de la actual clasificación de empresas según tamaño.

1. La dinámica de las PYME

1.1 Definiciones básicas e historia

Existe bastante literatura que cuantifica, dimensiona, y caracteriza las pequeñas y medianas empresas a nivel mundial y por países. La conclusión es clara, existe una gran cantidad de pequeñas y medianas empresas que contribuyen en gran medida a la generación de empleo e innovación. Lo anterior hace que las empresas que caen en esta escala o tramo sean consideradas, por algunos investigadores, como una fuente latente de contribución a la productividad dadas sus características.

Pero, ¿De qué se habla realmente cuando se hace referencia a las PYMEs? Lo que se entiende por grande, mediana o pequeña empresa varía con la definición que se usa de un país a otro, pero básicamente es un intento por clasificar las distintas empresas existentes por su tamaño e importancia dentro del sistema económico. Esta clasificación está lejos de ser basada en un set de reglas establecidas y homogéneas para todo el mundo. Así por ejemplo, lo que en Chile y Latinoamérica se puede clasificar como una empresa grande, en Estados Unidos la misma empresa podría ser clasificada fácilmente como pequeña. Mientras en unos países se considera más de un aspecto o métrica para clasificar a las empresas por tamaño -volumen de ventas, número de empleados, entre otros- en Chile y en muchos otros países Latinoamericanos la métrica que establece el tamaño de una empresa es sólo una escala única de ventas anuales.

En el trabajo de Osteryoung y Newman (1993), *“What is a Small Business?”* se describe como desde los años 1930’s hasta la fecha han ido cambiando las condiciones bajo las cuales una empresa es denominada como pequeña. Se documenta que desde un principio la variable más gravitante para hacer esta clasificación fue el número de trabajadores de la empresa. Sin embargo, al correr las décadas y la consiguiente industrialización, se fueron dando cuenta en el mundo

empresarial que el volumen de ventas de las empresas no estaba condicionado exclusivamente por el número de trabajadores, haciendo que para efectos de políticas públicas u otorgamiento de financiamiento esta definición quedara coja en más de un caso. Es así como poco a poco, dado el entendimiento de la importancia de una buena clasificación de empresas por su tamaño, se fueron incorporando más variables a la clasificación, como son hoy en día el volumen de ventas, número de trabajadores, estructura de la propiedad, entre otras. Cada una de las métricas expuestas presenta evidentes falencias cuando se utilizan como variables únicas para clasificar empresas por su tamaño (pocos trabajadores pueden generar grandes ventas, pocas ventas pueden ser obtenidas incluso con muchos trabajadores, entre otras combinaciones posibles).

Sin embargo, en Chile -y en gran parte de Latinoamérica- se sigue utilizando una sola variable para determinar el tamaño de una empresa: El tramo o volumen de ventas brutas anuales.

1.2 El caso de Chile y su evolución

Como se mencionó anteriormente, en Chile se sigue utilizando una variable única para la clasificación de las empresas por tamaño. Los rangos actuales para esta variable en UF anuales, con sus correspondientes tamaños se representan en la tabla 1.1:

Tabla 1.1 Regla de clasificación de empresas según tamaño.

Tamaño de empresa	Venta (UF) anual mínima	Venta (UF) anual máxima
Sin Ventas/Sin información	Sin información tributaria declarada necesaria para estimar el tamaño de venta.	
Micro	0,01 UF anuales	2.400 UF anuales
Pequeña	2.400,01 UF anuales	25.000 UF anuales
Mediana	25.000,01 UF anuales	100.000 UF anuales
Grande	100.000,01 UF anuales	-

Fuente: Servicio de Impuestos Internos de Chile.

Para su entendimiento más práctico y sencillo, se presenta la misma regla de clasificación de empresas por tamaño, pero esta vez los montos los presentamos en pesos chilenos. De esta forma, el lector se puede hacer una mejor idea de la escala de proyectos de los cuales se habla cuando nos referimos a pequeñas y medianas empresas.

Tabla 1.2 Clasificación de empres según tamaño en CLP

Tamaño de empresa	Venta (CLP) anual mínima	Venta (CLP) anual máxima
Sin Ventas/Sin información	Sin información tributaria declarada necesaria para estimar el tamaño de venta.	
Micro	266 CLP anuales	63.840.000 CLP anuales
Pequeña	63.840.266 CLP anuales	665.000.000 CLP anuales
Mediana	665.000.266 CLP anuales	2.660.000.000 CLP anuales
Grande	2.660.000.266 CLP anuales	-

Fuente: Servicio de Impuestos Internos de Chile (valores en pesos chilenos, aproximación 1UF=26.600 CLP)

Queda claro que existe una gran heterogeneidad no sólo a nivel de ventas -Dentro de las PYMEs, una empresa puede tener hasta 42 veces el nivel de ventas que otra- sino que también entre una misma sub categoría. Dependiendo del nivel y estructura de costos una empresa puede correr una suerte muy distinta a la de sus pares en términos de ganancias a un mismo nivel de

ventas brutas; esto muestra la extrema sensibilidad que presenta el uso de una sola variable para clasificar empresas por tamaño y además de usar esta en términos brutos.

Obviando la discusión de cómo y por cuales variables debería estar conformada la clasificación anterior, en este trabajo nos referiremos a empresas grandes, medianas, pequeñas y micro según las tablas 1.1 y 1.2. Además, como se expuso en la introducción, el objetivo final es hacer un juicio más justo y realista para las PYMEs del que se ha hecho hasta el momento; es por eso que para describir la estructura de cómo se organizan las empresas no se utilizarán datos de empresas sin información y sin ventas. Además se hará una separación entre micro empresas y aquellas que son pequeñas. Existirán más desagregaciones en adelante, cuyas justificaciones las expondremos en las siguientes secciones.

Para poder dimensionar la importancia de las PYMEs debemos no sólo preguntarnos cuantas operan en un año determinado –para lograr dimensionar cuanto pesan en la estructura productiva total-, sino que también ver su evolución en número a través de los años, su aporte al empleo y a las ventas totales. De esta manera podemos dimensionar su representatividad en número, pero también en otras dimensiones de relevancia. En el caso específico de Chile, en el último año que se tiene registro según el Servicio de Impuestos Internos de Chile -año tributario 2016, año comercial 2015- en Chile existían 14.172 empresas grandes y 219.953 correspondientes a la definición de PYME. Sin embargo, de las 219.953 PYMEs, sólo el 12,9% correspondía a empresas medianas, mientras el 87,1% restante correspondía a las pequeñas empresas que forman la agregación “pequeña y mediana empresa”.

Lo expresado en el párrafo anterior no deja de ser relevante, como expone Osteryoung y Newman (1993), la real relevancia de hacer niveles de agregación, es que estos sean representativos y que la información que brinden sea un fiel reflejo de la realidad que necesitan

describir los *policy makers* cuando usan estas clasificaciones. Sin embargo, con los datos obtenidos podemos ver que de 100 PYMES, sólo 13 corresponden a medianas empresas; siendo estas sub representadas por el conjunto que las contiene.

Continuando con la descripción, la tabla 1.3 muestra que aun cuando las pequeñas y medianas empresas son por lejos las más numerosas y con mayor aporte a la generación de puestos de trabajo, estas son las que menor porcentaje de ventas aportan en el agregado económico si se las compara con aquellas que son grandes.

Tabla 1.3 Participación en número, ventas y puestos de trabajo formales por tamaño de empresa en Chile para el año tributario 2016 (año comercial 2015).

	Micro	Pequeña	Mediana	Grande	Total
Número de Empresas	683.204	191.507	28.446	14.172	917.329
Participación en numero	74,48%	20,88%	3,10%	1,54%	100%
Participación en puestos de trabajo formales y autoreportados al SII	6,81%	39,21%		53,97%	100%
Participación en ventas	2,88%	10,19%	9,13%	77,80%	100%
Ventas promedio en UF	560	7.053	42.567	728.018	14.457

Nota: Los datos de empleo fueron obtenidos, al igual que las otras partidas, del Servicio de Impuestos Internos de Chile. Por lo que las cifras de empleo corresponden a aquellos puestos de trabajos formales y autoreportados en la información tributaria de cada empresa. Las micro y pequeñas empresas como fuentes de empleo podrían estar siendo sub-representadas por la información de esta tabla. Fuente: Elaboración propia a partir de información del Servicio de Impuestos Internos de Chile.

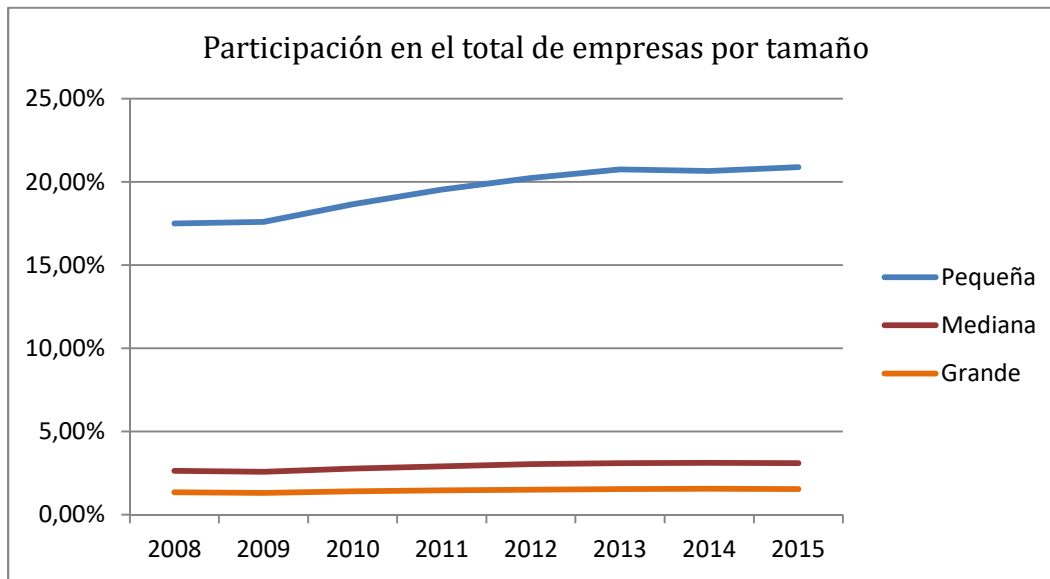
Se debe tener en cuenta que no consideramos empresas sin información y sin ventas para no distorsionar las comparaciones. Además, se debe hacer énfasis en que, aun cuando entre pequeñas y medianas empresas se crean cerca del 40% de los puestos de trabajo, esta cifra podría estar sub estimada dada la gran cantidad de trabajos y servicios informales contratados generalmente por empresas de este segmento de menor tamaño, que no son reportados en las encuestas del Servicio de Impuestos Internos de Chile¹. Por otro lado, las cifras de empleo de las

¹ Ver Perry et al., 2007. Informalidad: escape y exclusión.

empresas grandes podrían estar siendo sobre representadas en porcentaje por el mismo hecho anterior.

Se puede hacer una imagen caricaturesca de las PYMEs con los datos de la tabla 1.3, donde se muestra claramente que si agregamos a nivel de PYMEs, estas son efectivamente las que aportan empleo en gran medida, son por lejos las más numerosas –incluso sin considerar las micro empresas- y aun así no logran aportar el nivel de ventas totales que contribuyen las empresas grandes empresas como un agregado. Y esta proporción aunque varía en el tiempo, se ha mantenido aparentemente sin alteraciones en los últimos años como muestra el gráfico 1.1; donde se aprecia la gran participación de empresas pequeñas en el periodo 2008-2015, y donde resalta que las medianas empresas se parecen más a las grandes empresas que a las pequeñas. Esto también queda en evidencia cuando se compara la participación en ventas (Gráfico 1.2), mostrando que si bien las PYMEs presentan esta relación de pirámide invertida -donde muchas empresas generan pocas ventas totales- las medianas empresas escapan de esta lógica, y quedan mejor comparadas con empresas de tamaño grande.

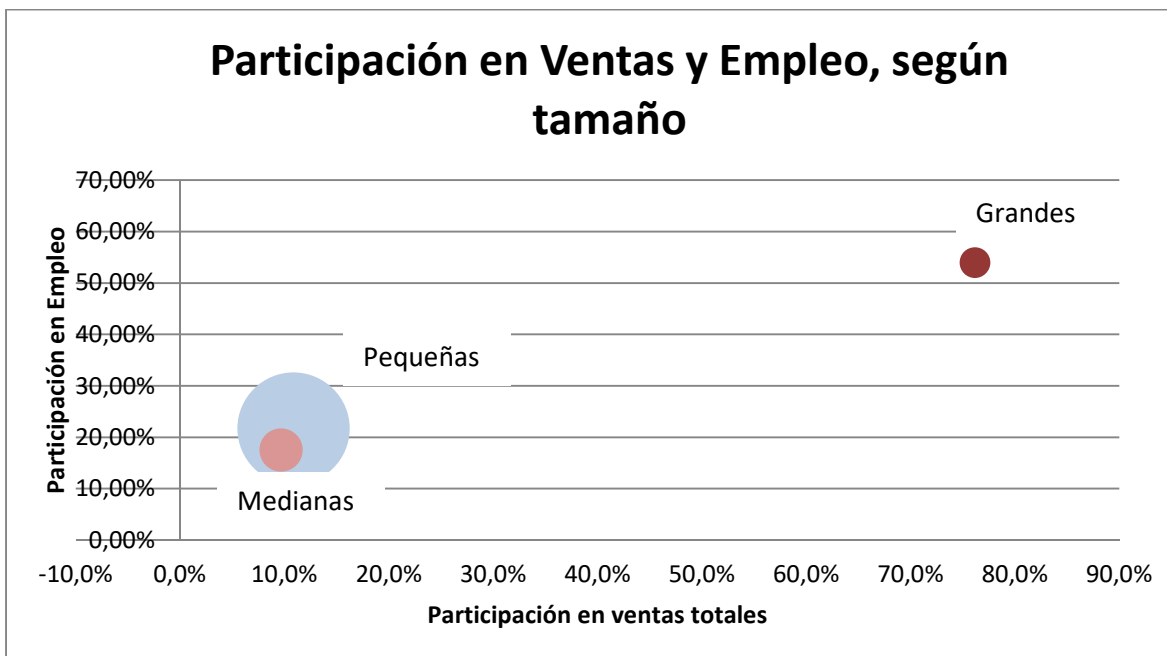
Gráfico 1.1 Participación en número de empresas, por tamaño de empresa.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Servicio de Impuestos Internos de Chile.

Resulta interesante ahondar en el gráfico 1.2, dado que podemos desprender que la agregación “PYME” puede ser injusta para las empresas medianas; las cuales tienen un aporte al empleo parecido a las pequeñas empresas, tienen una participación de las ventas totales parecidas a las pequeñas también, pero estas ventas totales y empleo son generados por una cantidad de empresas medianas que es considerablemente menor a aquellas que son pequeñas. Esto deja en claro que existen diferencias claves no sólo entre PYMEs y grandes empresas, sino que también dentro de la misma clasificación de PYME. El problema es que esta heterogeneidad podría generar juicios no realistas a la agregación por parte de agentes económicos y, otro problema no menor, invertir en políticas de fomento a empresas de este segmento con objetivos poco focalizados, lo que podría disminuir su efectividad para el apoyo al desarrollo de estas empresas, muchas veces en necesidad.

Gráfico 1.2 Participación en Ventas y empleo según tamaño.



Nota: En el eje ordenado se muestra la participación de las empresas por tamaño en el empleo formal, mientras que las abscisas representan el promedio (2008-2015) de participación en ventas. Cada esfera representa al agregado Pequeña, Mediana o Grande empresa, y su tamaño indica el número de estas que existe en promedio para dichos años. Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Servicio de Impuestos Internos de Chile.

Las primeras conclusiones que se van desprendiendo son:

Conclusión 1: Aun Cuando las PYMEs representan la gran mayoría de empresas existentes, aquellas que son medianas son más parecidas en número a las grandes que a las pequeñas empresas; estas relaciones y proporciones se mantienen en el periodo 2008-2015.

Conclusión 2: Aun cuando las PYMEs representan la gran mayoría de las empresas existentes, estas sólo representan una menor participación en las ventas totales. Nuevamente las empresas medianas están más cerca de las empresas grandes que de las pequeñas en esta relación Número/Ventas totales; esta lógica de pirámide invertida se mantiene en los periodos 2008-2015.

Conclusión 3: El aporte de las PYMEs al empleo es de aproximadamente un 40%, sin embargo, esta cifra podría estar sub estimada dada la alta prevalencia de empleos informales en el segmento de pequeñas y medianas empresas.

1.3 Revisión de literatura y marcos teóricos utilizados hasta el momento

Como mencionamos en un principio, los problemas o diferencias que han enfrentado las PYMEs al momento de financiarse han sido estudiados ampliamente por muchos investigadores de los más diversos pensamientos, sin embargo, en su mayoría han tratado de entender:

- ¿Cuándo existe una PYME?
- ¿Por qué se hace una distinción por tamaño de empresa en el acceso y costo del financiamiento?
- ¿Fracasan más las PYMEs que las empresas grandes?

A continuación exponemos tres marcos teóricos que se han utilizado para contestar a estas preguntas, cada uno con el ejemplo de algún trabajo donde se utilizó, los resultados o conclusiones a las que se llegó y, al final de cada marco, se expone la visión del presente trabajo y algunos datos que dan luces de la veracidad de estas métricas o juicios.

1.3.1 ¿Cuándo existe una PYME?

Esta pregunta no sólo ha tenido cabida en trabajos de investigación con base empírica, sino que también ha encontrado respuestas en la teoría. El documento Benavente, J., Galetovic, A., & Sanhueza, R. (2005), muestra con datos de la Encuesta Nacional Industrial Anual (ENIA) que las empresas –por tamaño- no se distribuyen de manera uniforme en los distintos sectores o actividades de la economía.

Así por ejemplo, muestran que cerca del 85% de las plantas que fabricaban aceites y grasas vegetales eran grandes, o que la industria básica del cobre y la fabricación de cemento y yeso, también eran en su mayoría empresas grandes (78% y 75% respectivamente). Por otro lado, las actividades que mayor concentración de empresas pequeñas y medianas acaparaban eran por

ejemplo: producción de productos de panadería (89% PYMEs), producción de calzados de cuero (84%), o por ejemplo los aserraderos y barracas (73%).

Los argumentos utilizados por los autores se sustentan, por ejemplo, en lo exhibido en el libro de Tirole, J. (1988): *"The Theory of Industrial Organization"*. Cada vez que una industria presenta altas barreras de entrada, escala de producción óptima relevante, altos costos fijos para operar o indivisibilidades; las PYMEs pueden existir, pero es considerablemente menos probable que estas sean económicamente viables. Esto se debe a que si existen grandes inversiones hundidas, costos fijos elevados o indivisibilidades, el punto de equilibrio –para ser económicamente viable- es mayor. Por lo tanto, sólo se justifica la entrada a estas industrias o sectores cuando existen grandes volúmenes de producción y de venta, lo que contradice la definición de PYME –o por lo menos la definición chilena-.

Para contrastar con otra fuente distinta y más actualizada, hicimos el mismo ejercicio que se expuso, pero en lugar de asignarle un peso a cada tamaño de empresa en cada actividad, le asignamos a cada actividad una participación dentro de un mismo tamaño de empresa. Así podemos mostrar, del total de empresas pequeñas, medianas o grandes, el porcentaje de cada una de ellas que se dedica a cada actividad.

Los datos corresponden a los publicados por el Servicio de Impuestos Internos de Chile (SII) para el año tributario 2016 –año comercial 2015-. Por otro lado, las categorías o sectores especificados son los utilizados para efectos tributarios. La información se muestra en la tabla 1.4, donde excluimos del análisis a las microempresas y aquellas que no presentan información o ventas –por la gran abundancia de ellas, y muchas veces ser utilizadas como “empresas de papel”-.

Tabla 1.4 Distribución de actividades por tamaño de empresa, año tributario 2016 (año comercial 2015).

	Pequeña	Mediana	Grande
AGRICULTURA, GANADERIA, CAZA Y SILVICULTURA	10,54%	8,95%	7,22%
PESCA	0,78%	0,71%	1,05%
EXPLOTACION DE MINAS Y CANTERAS	0,72%	1,15%	1,74%
INDUSTRIAS MANUFACTURERAS NO METALICAS	5,63%	6,55%	9,56%
INDUSTRIAS MANUFACTURERAS METALICAS	4,73%	4,96%	4,58%
SUMINISTRO DE ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA	0,36%	0,60%	1,66%
CONSTRUCCION	10,69%	10,69%	9,87%
COMERCIO AL POR MAYOR Y MENOR, REP. VEH.AUTOMOTORES/ENSERES DOMESTICOS	28,18%	28,83%	28,24%
HOTELES Y RESTAURANTES	4,04%	2,77%	1,40%
TRANSPORTE, ALMACENAMIENTO Y COMUNICACIONES	8,14%	6,20%	5,53%
INTERMEDIACION FINANCIERA	7,21%	10,33%	14,83%
ACTIVIDADES INMOBILIARIAS, EMPRESARIALES Y DE ALQUILER	12,50%	12,71%	10,80%
ADM. PUBLICA Y DEFENSA, PLANES DE SEG. SOCIAL AFILIACION OBLIGATORIA	0,02%	0,05%	0,10%
ENSEÑANZA	1,85%	3,19%	1,55%
SERVICIOS SOCIALES Y DE SALUD	3,40%	1,33%	1,05%
OTRAS ACTIVIDADES DE SERVICIOS COMUNITARIAS, SOCIALES Y PERSONALES	1,18%	0,97%	0,81%
CONSEJO DE ADMINISTRACION DE EDIFICIOS Y CONDOMINIOS	0,01%	0,00%	0,00%
ORGANIZACIONES Y ORGANOS EXTRATERRITORIALES	0,00%	0,00%	0,01%
SIN INFORMACION	0,01%	0,00%	0,00%
Total	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia a partir información del Servicio de Impuestos Internos de Chile.

La primera ventaja que obtenemos de utilizar estos datos por sobre los obtenidos de la encuesta ENIA, es que en esta última sólo se consideran en el estudio las plantas manufactureras, marginando del análisis al sector servicios que ha ido cobrando cada vez más relevancia dentro del Producto Interno Bruto chileno. En ese sentido, sin considerar la minería en Chile, se pierde representatividad si sólo se centra el estudio en plantas manufactureras, excluyendo aquellas que ofrecen servicios en las más diversas áreas.

Entrando a los datos, observamos que efectivamente una baja porción de empresas pequeñas se dedican a actividades cuyas inversiones iniciales son grandes o en las cuales los costos fijos son considerables. Es el caso, por ejemplo, del suministro de electricidad, gas y agua;

donde existe una bajísima proporción de empresas pequeñas, mientras que una mayor proporción de empresas medianas y grandes se dedican al suministro de electricidad, gas y agua.

Lo mismo pasa en la explotación de minas y canteras, donde sólo el 0,72% de las pequeñas empresas se dedican a esta actividad; mientras que esta proporción crece conforme crece el tamaño de las empresas estudiadas. Otro caso es la intermediación financiera, las empresas pequeñas se dedican en un 7,21% mientras que esta proporción crece nuevamente hasta las empresas grandes, de las cuales un 14,83% se dedican al sector de la intermediación financiera; sector al cual se le exigen en algunas ocasiones grandes garantías para constituirse desde un principio –barreras de entradas elevadas-.

Por el contrario, se observa que las empresas pequeñas predominan como proporción de ellas mismas en sectores como la hotelería y restaurantes (4,04%) mientras que en ese mismo sector, las empresas grandes están presentes, pero sólo en una menor proporción (1,40%). También por ejemplo se nota la mayor ponderación de pequeñas empresas en transportes, almacenaje y comunicaciones; y levemente en construcción. Los sectores donde tienen mayor presencia empresas pequeñas, como los antemencionados, si bien son sectores donde existen grandes actores, son industrias que permiten entrada y funcionamiento rentable de empresas a una escala de proyecto menor –pequeños restaurantes, hostales, cabañas, pequeñas constructoras de remodelación, empresas de transporte pequeñas, entre otros-.

Parece ser, según las dos fuentes de evidencia, que la teoría describe bastante bien bajo que escenarios es más probable que una PYME pueda operar de manera viable. Sin embargo, esta evidencia no explica porque no se promueve –o se promueve poco- el desarrollo de empresas de este segmento a través de formas de financiamiento externas. En ese sentido, no se toma en cuenta el factor de avance tecnológico, el cual ha creado la evidente oportunidad de crear y

desarrollar empresas pequeñas o medianas con costos fijos e inversiones iniciales considerablemente menores; por ejemplo el caso de Uber, que es capaz de ser una de las empresas de taxis y transporte más grandes del mundo, sin tener que invertir en vehículos propios –el caso de la tecnología como reductor de barreras de entrada se repite en varias industrias, como el caso de Amazon -.

Otro punto importante de recalcar, es el sesgo existente al sólo estudiar empresas manufactureras. Resultan algo evidentes los resultados que obtienen los autores al estudiar únicamente plantas manufactureras que contestan la encuesta ENIA, dado que se deben incurrir justamente en mayores inversiones para adquirir o establecer una planta manufacturera. Sin embargo, este es un problema de interpretación y no de la misma encuesta ENIA, que era la única fuente de información manufacturera en Chile, la cual fue descontinuada y cuya última versión fue el año 2014.

1.3.2 ¿Por qué se hace una distinción por tamaño de empresa en el acceso y costo del financiamiento?

De las tres interrogantes planteadas en la introducción de esta sección, el por qué se hace una distinción -o una discriminación- en el acceso y el costo del financiamiento basada en el tamaño de las empresas, parece haber sido una de las interrogantes que mayor atención ha acaparado en las investigaciones hechas hasta el momento.

Y es que no es menor el hecho que se hagan distinciones tan sistemáticas y marcadas como las que se hacen en el mercado del crédito, documentadas por ejemplo en el Informe de Resultados de la tercera versión de la Encuesta Longitudinal de Empresas (ELE, 2015), llevado a cabo por la unidad de estudios del Ministerio de Economía, Fomento y Turismo de Chile. Dicho informe destaca que, según los datos de la encuesta longitudinal de empresas, existen diferencias

en el acceso al crédito por tamaño de empresa; pero que también, existen *spreads* en las tasas que enfrentan las empresas según su tamaño. Dichas diferencias en tasas existen para todos los créditos, pero se acentúa en cierto tipo de créditos –siempre siendo más caro para pequeñas y medianas empresas-.

En la teoría del consumidor, así como en la teoría del productor, se expone el aumento en bienestar o en utilidad que conlleva la posibilidad de trasladar consumo, producción o inversión del presente al futuro o viceversa, según las preferencias y necesidades de cada agente económico. Ese consumo, producción o inversión que se puede trasladar no se hace en especies, sino que en recursos financieros que poseen o se poseerán con cierta probabilidad en el futuro. Además, el costo o ingreso que permite trasladar estos recursos entre periodos, es la tasa de interés que rige cada mercado. Es claro que la prohibición de poder trasladar recursos entre periodos, o poder hacerlo a un costo mayor, disminuye el beneficio del agente económico.

El beneficio que tiene trasladar consumo, inversión o producción en el tiempo es vital no sólo para el mejor funcionamiento de una empresa, sino que también para su subsistencia. Lo anterior no es ajeno a empresas de mayor tamaño, ya que, una de las razones por las cuales las empresas quieren trasladar recursos al presente, es cubrir ciclos de ingresos bajos para financiar capital de trabajo -69%, 66% y 64% para grandes, medianas y pequeñas empresas respectivamente, según la tercera versión de la Encuesta Longitudinal de Empresas-.

Volviendo a la teoría, en un mercado que funciona bien y no presenta fallas, todas las empresas que están dispuestas y desean endeudarse a la tasa de interés de mercado reciben el crédito que buscan. En mercados perfectos, la tasa de interés imperante debería ser aquella que iguala la oferta de recursos con la demanda por estos mismos. Por otro lado, en este tipo de mercados, las decisiones de inversión y producción son independientes de la forma o fuente de

financiamiento. Cada vez que esto no se da, una empresa no recibe crédito, o este es más caro por arbitrariedad, existe una falla en este mercado que está impidiendo que los agentes económicos puedan desarrollarse de la forma que quisieran.

Estos mercados que a veces son incompletos –como el mercado del crédito- han sido una fuerza recesiva para el desarrollo, pero también una fuerza regresiva. El hecho que sea regresivo implica que esta falta de financiamiento no sólo se da más en empresas pequeñas y medianas, sino que la falta de financiamiento, de existir a través de todos los tamaños de empresa, afectaría más a las PYMEs –se puede ahondar sobre este efecto en el capítulo IV del libro *“Neoestructuralismo y corrientes heterodoxas en América Latina y el Caribe a inicios del siglo XXI”* del investigador Ricardo Ffrench-Davis el año 2015-.

En resumen, este problema de mercados incompletos afecta el desarrollo de las PYMEs, pero también impacta a una gran cantidad de personas -que en su mayoría son menos capacitados- dada la gran heterogeneidad estructural que presentan economías como la chilena. Esta heterogeneidad estructural provoca que ante un mismo estímulo –por ejemplo la falta de financiamiento- la respuesta o impacto sobre los agentes sea heterogénea, afectando en mayor proporción a aquellos actores menos capacitados, más pequeños y con menor capacidad de respuesta y adaptabilidad.

Como ya presentamos (i) en un mercado perfecto no deberían existir empresas marginadas o discriminadas, (ii) sólo imperfecciones en estos mercados llevarían a explicar la evidencia de menor acceso y de mayor costo que se desprende, por ejemplo, de la Tercera Encuesta Longitudinal de Empresas. Además, (iii) estas imperfecciones serían nocivas para el desarrollo, además de ser regresivas.

En este contexto, este problema fue abordado por Benavente, Galetovic, & Sanhueza (2005), además de los esfuerzos de Cooley y Quadrini (2001) argumentando que la falla de este mercado sería la información imperfecta, específicamente la asimetría de información. Efectivamente cuando una empresa pide financiamiento, esta posee conocimiento casi perfecto de su comportamiento crediticio, conoce de mejor forma el proyecto, el uso que se le dará a este financiamiento si se otorgan los recursos, entre otros aspectos relevantes a la hora de evaluar un crédito.

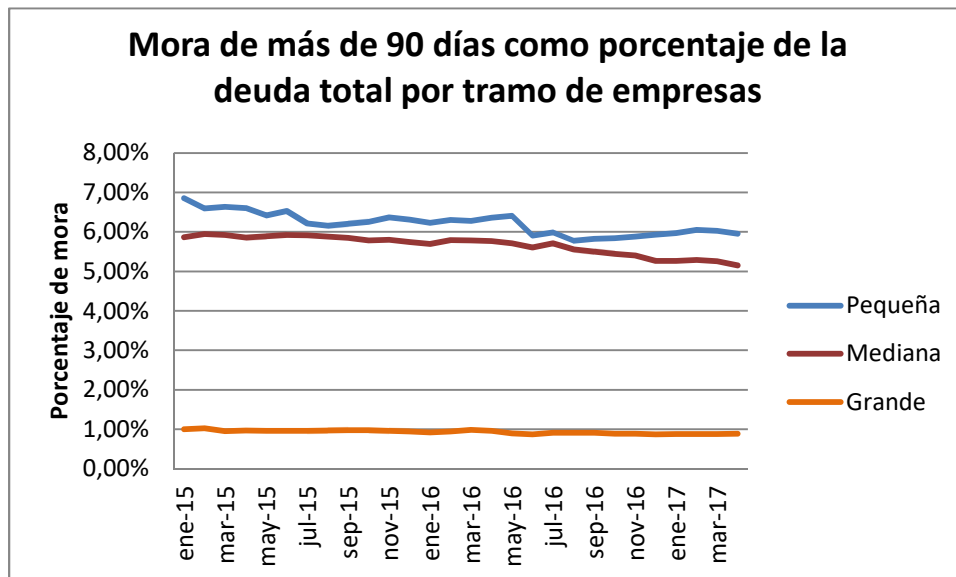
Posterior a indicar que existe una manifiesta asimetría de información, se apoyan en el clásico ejemplo expuesto en Akerlof (1970) sobre el mercado de los autos usados. Haciendo la analogía con el mercado del crédito desde un principio, Akerlof predice que existe una cierta proporción de empresas que son buenas pagadoras y una proporción complementaria de malos pagadores. Ante esta incertidumbre, las instituciones financieras que otorgan créditos prefieren hacer un promedio de los costos –valoraciones en el ejemplo original- ponderados por la probabilidad existente de que la empresa sea una buena o mala pagadora. Haciendo la matemática, es evidente que ante un escenario de incertidumbre, las instituciones financieras cobrarán una tasa mayor a la que deberían cobrar a los buenos pagadores, y una menor a la que debería cobrarle a los malos pagadores.

El resultado del ejercicio anterior es que los mejores pagadores, al saber su buen comportamiento, no aceptan la mayor tasa que se les cobra y se auto marginan de este mercado. Por otra parte, los malos pagadores son en cierta manera subsidiados por aquellos buenos pagadores que siguen en el mercado –aquellos para los cuales el aumento de tasa todavía no es relevante para su decisión- enfrentándose a tasas menores a las que les deberían cobrar, dado su mal comportamiento crediticio.

Posteriormente, Stiglitz y Weiss (1981) aplican este ejemplo directamente al mercado del crédito, y concluyen que la dinámica de este comportamiento tiene una consecuencia categórica. Indican que a medida que esta proporción de malos pagadores va creciendo, el mercado empieza a ajustar las tasas de los créditos de manera tal que va desincentivando cada vez con mayor fuerza a los buenos pagadores, los cuales se van marginando de este mercado. El resultado final, en palabras de Stiglitz, Weiss y Akerlof, es que el mercado queda constituido sólo por malos pagadores, las tasas de recuperación son mínimas, y el mercado termina por desaparecer.

Como la información es más asimétrica y más escasa en el segmento de las empresas de menor tamaño, el gráfico 1.3 corrobora las consecuencias presentadas en el párrafo anterior. Donde la existencia de asimetrías de información es mayor, la presencia de malos pagadores también lo es.

Gráfico 1.3 Porcentaje de la deuda total que presenta atraso en más de 90 días por tamaño de empresa.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).

Sin embargo, sin dar mayores antecedentes, en Benavente, Galetovic, & Sanhueza (2005) se sostiene que dado este problema que se describió de asimetría de información o información de baja calidad, las instituciones financieras restringen el crédito a pequeñas y medianas empresas por dos principales razones. La primera dice relación con los costos fijos de gestionar un crédito, por lo cual menores montos de crédito –los que solicitan empresas pequeñas y medianas con mayor frecuencia- tienen una mayor carga fija por unidad monetaria de crédito, lo que provocaría mayores tasas.

Segundo, y en el argumento en el que nos centraremos, es el hecho que una de las pocas variables fácilmente observables para establecer políticas de riesgo crediticio es la *performance* que tiene un segmento de empresas. En esta dimensión, Benavente, J., Galetovic, A., & Sanhueza, R. (2005) establece que las PYMEs son discriminadas porque estas fracasan –quiebran- más. Para contrastar este argumento, utilizamos una base de datos del Servicio de Impuestos Internos, donde hacemos un catastro completo de todas las empresas existentes en Chile, el año de su inicio de actividades y el año del término de su giro.

Además, introducimos una metodología que no se utiliza en otros trabajos similares. Deliberadamente excluimos de las quiebras anuales a las microempresas y aquellas sin información o sin ventas. Por último, no se consideran los términos de giro automáticos que lleva a cabo el Servicio de Impuestos Internos por inactividad. Lo anterior tiene como objetivo no mezclar quiebras por inactividad o quiebra de empresas no productivas –de papel- con quiebras de empresas productivas.

La evidencia resulta interesante, como mostramos en la tabla 1.5, efectivamente las empresas que más quiebran en un año son las pequeñas, alejadas de las medianas que poseen un número de quiebras similar al de las empresas grandes. Sin embargo, estas quiebras como

proporción del total de empresas de cada tamaño, son menos frecuentes en empresas de menor tamaño.

Tabla 1.5 Quiebras anuales por tamaño de empresa*.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pequeñas	151	178	176	198	156	192	181	328
Como % del total	0,11%	0,13%	0,12%	0,12%	0,09%	0,11%	0,10%	0,17%
Medianas	54	45	54	47	58	45	68	116
Como % del total	0,26%	0,22%	0,24%	0,20%	0,22%	0,17%	0,24%	0,41%
Grandes	64	49	62	57	74	55	84	146
Como % del total	0,61%	0,48%	0,55%	0,47%	0,58%	0,41%	0,59%	1,03%

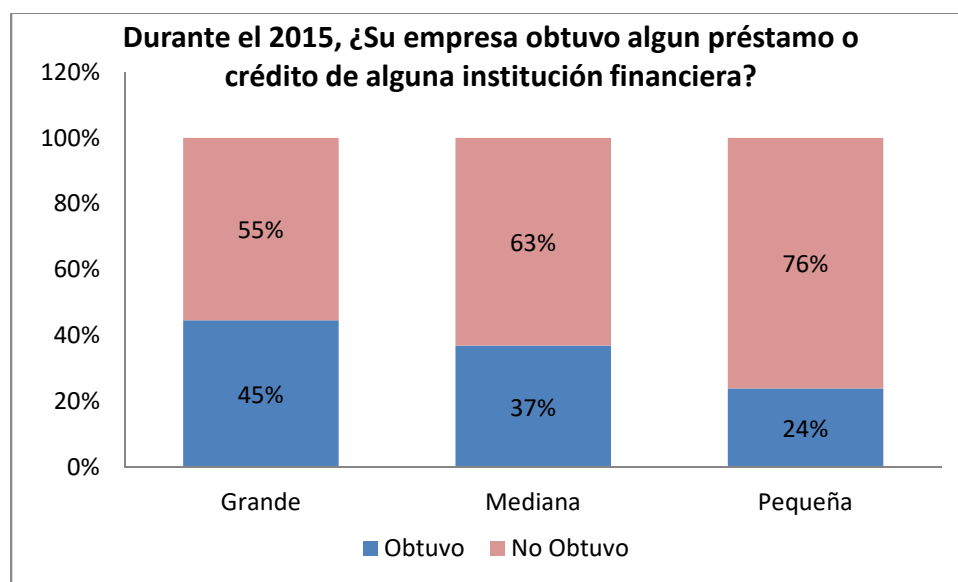
Nota*: El número de quiebras por tamaño de empresas fue calculado con una metodología que no considera los términos de giro por inactividad. Lo anterior para evitar, en lo posible, comparar quiebras de empresas productivas con quiebras de empresas de papel. Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Servicio de Impuestos Internos de Chile.

Además del hecho que las medianas empresas se parecen más a las grandes que a las pequeñas en esta métrica, se destaca que aun cuando las pequeñas quiebran más en un año determinado, estas quiebras en relación al número total de empresas por tamaño son menos para las PYMEs. En otras palabras, aun cuando en el año 2015 quebraron 328 empresas pequeñas, 116 medianas y 146 empresas grandes, esas cifras en relación al total de estas empresas forman una lógica de pirámide como la que presentamos en el principio de este trabajo, pero en esta ocasión las empresas pequeñas y medianas son las más favorecidas; mostrando mayor número de quiebras, pero considerablemente menor probabilidad de encontrar una quiebra en el total de dichos segmentos.

Otro aspecto importante de notar, es el abrupto incremento del número de quiebras observado en el año 2015. Lo cual atribuimos al reemplazo de la Ley de Quiebras por la nueva Ley de Insolvencia, Reorganización y Liquidación o Ley de Insolvencia y Reemprendimiento, que debutó hacia fines del año 2014 en Chile. La nueva Ley de Insolvencia y Reemprendimiento da espacio para que las empresas puedan auto declarar su quiebra de forma organizada y programada.

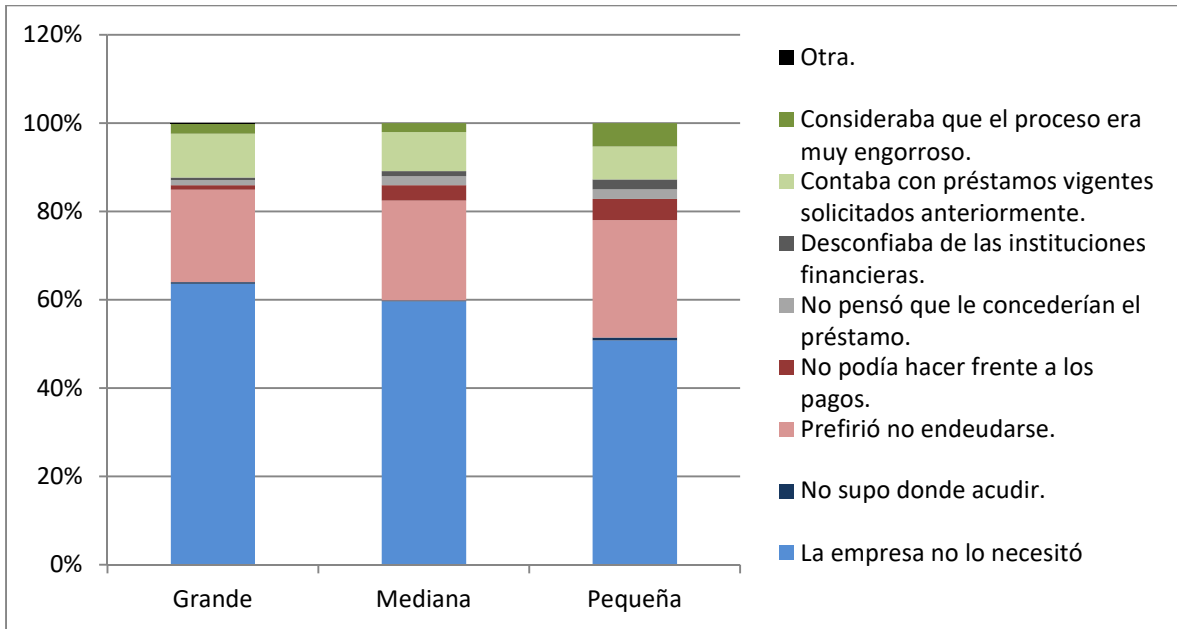
Mostrando otros aspectos del financiamiento y de las políticas de riesgo, los gráficos 1.4 y 1.5 evidencian claramente que si bien las empresas pequeñas no adquirieron préstamos o créditos de instituciones financieras en gran medida, tampoco lo hicieron las medianas y grandes. Esta información se complementa con el gráfico 1.5, donde se evidencia algo transversal a todos los tamaños de empresa, la mayor razón por la cual las empresas no adquieren créditos es justamente porque no los han solicitado. Esto avala en algún grado la conclusión de Stiglitz, Weiss y Akerlof; existe una gran proporción de empresas que prefieren no solicitar nuevos créditos. Por el contrario, las que si lo adquieren –presumiblemente la porción de malos pagadores- presentan moras en sus obligaciones, las cuales son más abundantes en los segmentos de pequeñas y medianas empresas, donde la información relevante es más asimétrica.

Gráfico 1.4 Proporción de empresas por tamaño que obtuvieron un préstamo o crédito por parte de una institución financiera durante el año 2015.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la cuarta versión de la Encuesta Longitudinal de Empresas (4ELE).

Gráfico 1.5 Distribución de razones por las cuales las empresas (según tamaño) no adquirieron un préstamo o crédito por parte de una institución financiera durante el año 2015.



Fuente: Elaboración propia a partir de la cuarta versión de la Encuesta Longitudinal de Empresas (4ELE).

Con la información expuesta, podemos resumir el punto 1.3.2 con las siguientes afirmaciones avaladas por los datos:

Conclusión 1: En relación al total, las medianas y pequeñas empresas no quiebran significativamente más que aquellas grandes. Es más, el número de quiebras de pequeñas empresas en relación al total de pequeñas empresas, es menor a la misma métrica aplicada a empresas grandes. En otras palabras, las medianas y pequeñas empresas, en relación a sus totales, quiebran menos que las empresas grandes como especificamos en la tabla 1.5.

Conclusión 2: Efectivamente existe un menor acceso al crédito por parte de empresas medianas y pequeñas, sin embargo, en la gran mayoría de los casos, esta exclusión del mercado del crédito es auto impuesta por las empresas, las cuales no solicitan nuevos créditos.

Conclusión 3: Existe evidencia que respalda la conclusión de Stiglitz, Weiss y Akerlof, en la cual no sólo existe información asimétrica, sino que esto provoca sucesivas selecciones adversas que desatan un racionamiento del crédito por abundancia de malos pagadores.

Conclusión 4: Al prevalecer la incertidumbre y la información escasa, los oferentes reducen significativamente el financiamiento y esta reducción es desigual por tamaño de empresa –siendo las más pequeñas las más perjudicadas-. Este efecto se agudiza en periodos de contracción de crédito, como se expone en Bernanke y Gertler (1995).

Conclusión 5: Tanto PYMEs como grandes empresas tienen la misma razón para pedir financiamiento externo: Financiar capital de trabajo a través de sus ciclos de ingresos favorables y desfavorables.

1.3.3 ¿Fracasan más las PYMEs que las empresas grandes?

Esta pregunta se ha tratado de entender siempre desde la perspectiva de la supervivencia de las empresas según su tamaño. En otras palabras, cuantos años vivió una empresa, condicional a que esta quiebra. Y este ejercicio se lleva a cabo separando por tamaño de empresa. Esta interrogante tiene importancia al momento de estudiar el financiamiento de empresas, dado que sería completamente legítimo, por parte de prestamistas o inversionistas, discriminar el acceso al financiamiento de largo plazo a empresas que se sabe no llegarán vivas a esos horizontes.

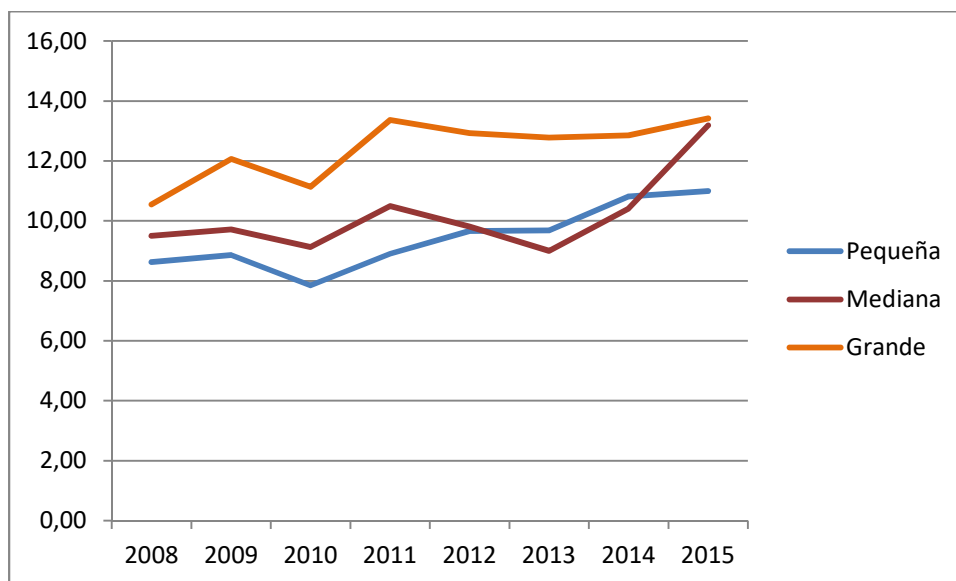
Uno de los estudios que ya mencionamos en la pregunta anterior sostiene que las empresas pequeñas y medianas fracasan más, lo que demostramos, puede no ser del todo cierto. Sin embargo, Álvarez y Vergara (2007) introducen un modelo Probit en el cual capturan cuales son los factores que más inciden en la quiebra de empresas manufactureras por tamaño en Chile para distintos periodos, basados en la encuesta ENIA.

Como mencionamos con anterioridad, la utilización exclusiva de plantas manufactureras le quita representatividad si se quiere describir al agregado. Sin embargo, la evidencia que encuentran es contundente, mostrando que la probabilidad de supervivencia en horizontes de 5 y 3 años para empresas manufactureras es mayor para aquellas que son medianas y grandes, por sobre aquellas pequeñas para todos los periodos estudiados.

Contrastando esta evidencia, procedemos a calcular la edad promedio a la cual terminan su giro las empresas según su tamaño con datos del Servicio de Impuestos Internos de Chile. Esta métrica nos parece interesante, ya que, de las tres interrogantes presentadas, esta última tiene incidencia directa en la evaluación crediticia de una empresa que solicita un crédito o préstamo. Ejemplificando en términos más simples la explicación de la introducción, nadie financiaría un tipo de empresa con un instrumento de 10 años, si este tipo de empresa quiebra en promedio a los 5 años.

El gráfico 1.6 muestra que las pequeñas empresas, cuando quiebran, quiebran más jóvenes que aquellas medianas y grandes. Vuelve a existir una cercanía de las medianas empresas a las grandes, observándose incluso que en el año 2008 parten en una edad promedio de quiebra bastante cercana, las cuales han ido convergiendo o divergiendo a lo largo de los años sin alejarse diametralmente en el periodo analizado. Es notable de recalcar que la edad promedio a la quiebra de empresas medianas ha convergido con la de empresas grandes desde el año 2013 a la fecha.

Gráfico 1.6 Edades promedio de quiebra por tamaño de empresa en Chile 2008-2015.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Servicio de Impuestos Internos de Chile.

Tenemos que mencionar que la métrica anterior en ningún caso indica la supervivencia de un tipo de empresa. Por ejemplo, si para un año las empresas grandes que quiebran, lo hacen a los 10 años, no significa que una empresa grande en promedio quiebra a los 10 años de iniciadas sus actividades; quiere decir que condicional a que una empresa grande quiebra, estas vivieron en promedio 10 años.

Por último, como explicamos la importancia de suavizar la producción, inversión o consumo a través del tiempo para obtener mayor utilidad a través de ciclos de bajos o altos ingresos para financiar, por ejemplo, capital de trabajo, podemos caer en cuenta de la importancia de una relación o fuente duradera y estable de financiamiento. Observamos algo que si bien puede parecer obvio, puede ser de gran ayuda para el entendimiento del problema y dar luces de posibles propuestas: Muchas PYMEs son el lecho de muerte de grandes y medianas empresas.

Tabla 1.6 Proporción de empresas pequeñas y medianas quebradas, distribuidas por su tamaño de empresa en el periodo anterior a su quiebra.

	Sin Inf.	Pequeña t-1	Mediana t-1	Grande t-1
Pequeñas Quebradas	24,1%	63,1%	9,8%	3,0%
Medianas Quebradas	18,1%	14,7%	53,4%	13,8%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Servicio de Impuestos Internos de Chile.

De la totalidad de empresas pequeñas quebradas en 2015, un 12,8% provenía de un tramo de venta superior. Esta relación es parecida para las empresas medianas, de las cuales, las que quebraron en 2015, un 13,8% provenía de un tramo superior de ventas. De esta evidencia y la anterior se puede concluir lo siguiente:

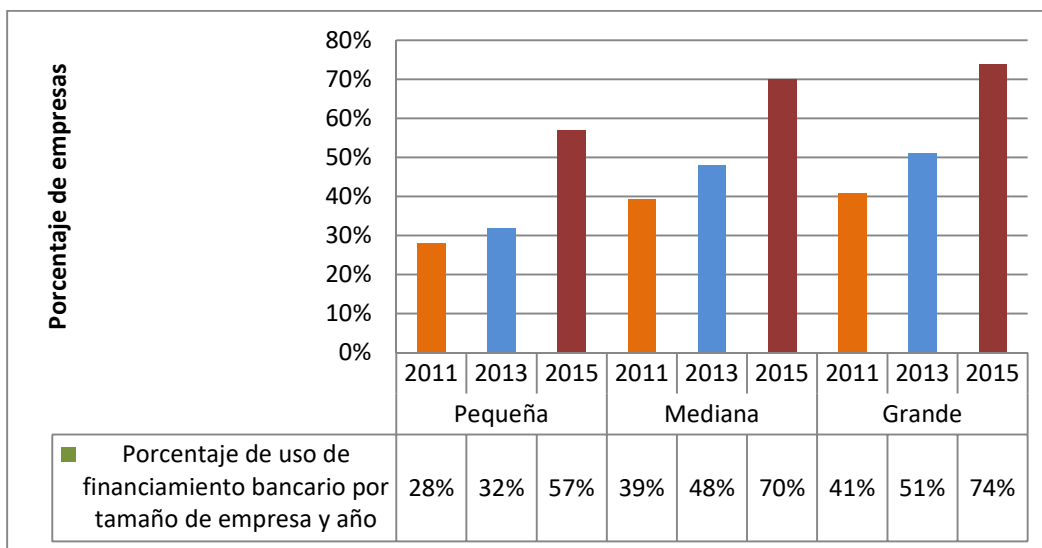
Conclusión 1: Las empresas pequeñas efectivamente sobreviven menos años que las grandes y medianas, pero esta diferencia no es relevante. Entre los años 2008-2015, la diferencia en sobrevivencia entre grandes y medianas empresas fue en promedio 2,23 años. La misma diferencia, pero entre grandes y pequeñas empresas fue para los mismos años de 2,96 años.

Conclusión 2: Las empresas medianas son tan aptas como aquellas grandes para responder a las obligaciones de un crédito o préstamo, en términos de años de vida a su quiebra. La edad promedio a la quiebra de medianas empresas ha ido convergiendo desde el año 2013 a la fecha.

2. Los bancos como fuente de financiamiento: Contexto y Política.

La banca es una de las principales fuentes de financiamiento para empresas de menor tamaño en Chile. Según las cifras de la Segunda Encuesta Longitudinal de Empresas (ELE) del año 2011, el 28% de las pequeñas empresas reconocen haber obtenido algún tipo de financiamiento bancario. La misma cifra se eleva para empresas medianas y grandes, que para la misma versión de la encuesta, presentaron un 39% y 41% de participación respectivamente en el uso de financiamiento bancario. Sin embargo, como mostramos en el gráfico 2.1, el porcentaje de empresas que utilizó algún tipo de financiamiento bancario aumentó para todos los tamaños de empresas como muestra la Tercera y Cuarta versión de la Encuesta Longitudinal de Empresas - 2013 y 2015-. Esta evidencia indica que los bancos son una fuente de financiamiento cada vez más utilizada por las empresas, independiente de su tamaño, y que en el año 2015 el porcentaje de empresas que utilizó algún tipo de financiamiento bancario fue de 57%, 70% y 74% para pequeñas, medianas y grandes empresas respectivamente.

Gráfico 2.1 Porcentaje de uso de financiamiento bancario por tamaño de empresa y año.



Nota: Se considera financiamiento bancario a créditos en cuotas, líneas de crédito, leasing, factoring, entre otros productos. Fuente: Elaboración propia en base a Encuesta Longitudinal de Empresas (ELE) 2011, 2013 y 2015.

Si bien ha aumentado el uso de financiamiento bancario para todos los tamaños de empresa, las empresas de menor tamaño todavía encuentran obstáculos financieros en las condiciones de este tipo de financiamiento. Específicamente los que dicen relación con la sobre garantización de créditos y cómo estas garantías se administran a lo largo de la vida de un crédito, así como también el elevado spread que existe en créditos a PYMEs en comparación a créditos de mayor tamaño, como se sostiene en Bravo, D. (2002).

En Chile, han existido principalmente dos iniciativas que buscan mitigar el impacto de estas elevadas exigencias sobre el financiamiento de las PYMEs. La primera consiste en el Fondo de Garantía para Pequeños Empresarios (FOGAPE), que es básicamente un fondo estatal de administración privada que cubre y garantiza un porcentaje del capital de los créditos contratados por micro y pequeños empresarios. El objetivo de este fondo es complementar las escasas garantías que pueden ofrecer proyectos de menor escala a los bancos para el otorgamiento de créditos u otras formas de financiamiento.

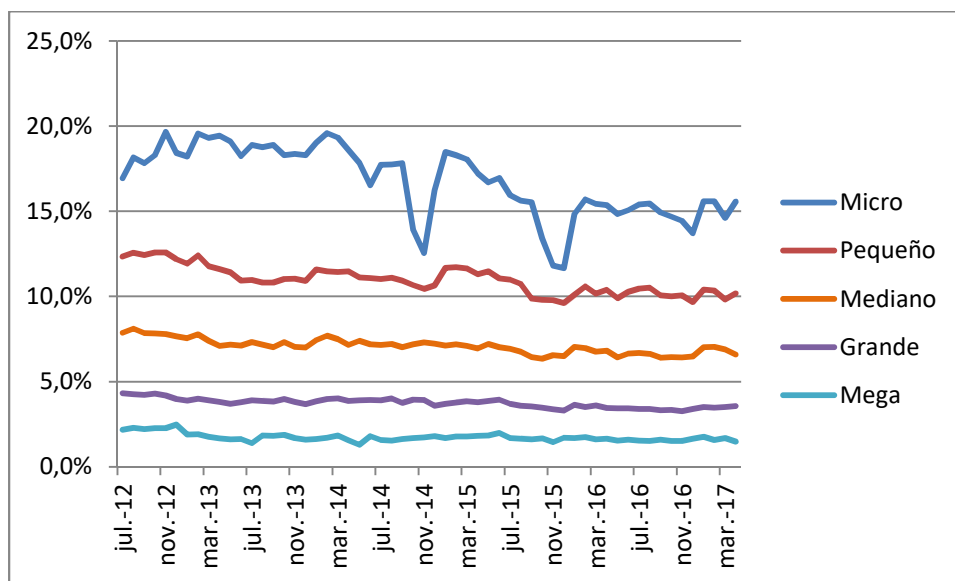
Esta primera iniciativa va en la dirección correcta como se sostiene por ejemplo en Galetovic, A., & Sanhueza, R. (2006), donde se explica el mecanismo de acción y el éxito que ha significado el FOGAPE para aumentar la cobertura de financiamiento bancario. Sin embargo, la regulación actual no contempla un sistema para que los bancos reduzcan las exigencias de garantías a través de la vida de un crédito a medida que este se va amortizando. De esta manera, las empresas pequeñas ven capturada la totalidad de su garantía –o la totalidad de la garantía cubierta por el FOGAPE-, lo cual hace imposible contratar un nuevo crédito con un segundo banco utilizando la porción de la garantía que se va liberando paulatinamente. Esta dinámica genera que las empresas deban postergar la obtención de nuevos créditos hasta la liberación total de su garantía. Muchas veces lo

anterior pasa por la imposibilidad de subdividir el valor de un activo dado en garantía, lo cual genera una sobre garantización de los créditos a medida que estos se van amortizando.

La segunda iniciativa es la Ficha Estadística Codificada Uniforme para PYMEs (FECU-PYME). Esta busca estandarizar el reporte de información financiera necesaria para obtener un crédito bancario con el fin de reducir la asimetría de información, presente en mayor medida en empresas de menor tamaño. Esta iniciativa disminuye los costos en tiempo y de capital humano necesarios para elaborar, analizar y presentar información financiera adecuada y estandarizada.

La importancia de reducir estas asimetrías de información radica en la relevancia de estos antecedentes para los bancos al momento de evaluar el riesgo de un crédito. La ausencia de esta información se puede traducir en mayores spreads, sin necesariamente ser un crédito de menor calidad. Si bien la implementación de esta iniciativa ha logrado mitigar en parte la asimetría de información, no ha disminuido la diferencia en costo de financiamiento. Lo anterior queda plasmado en el grafico 2.2, donde mostramos los spreads de los créditos comerciales desagregados por tamaño de operación –Todos comparados con un Swap de Tasas Promedio de Cámara, el cual provee información del costo promedio de fondo de estas operaciones para la banca-.

Gráfico 2.2 Spreads para créditos comerciales por tamaño de operación.



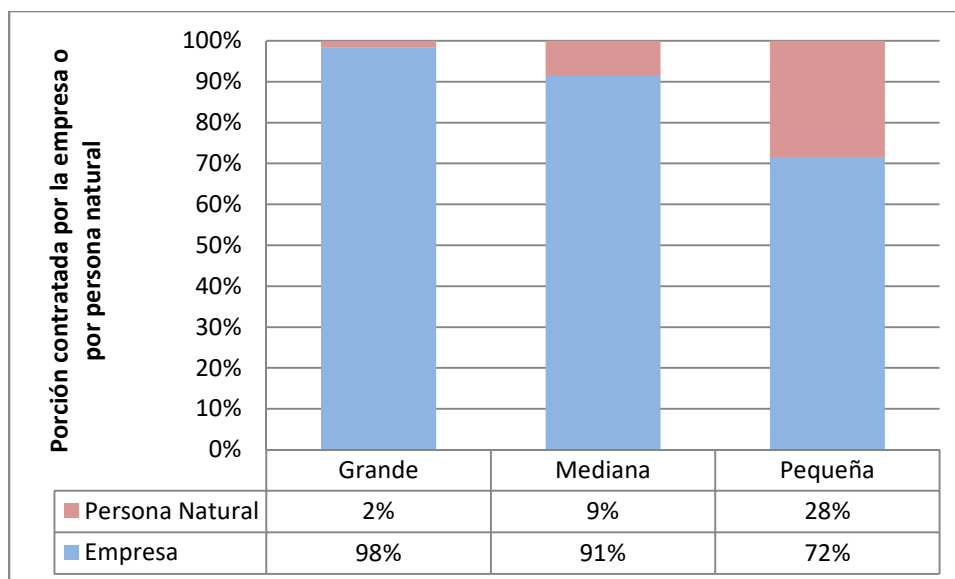
Nota: Spreads se muestran como diferencia de tasas de créditos comerciales por tamaño de operación, en contraste a la tasa de un Swap de Tasas Promedio de Cámara. Fuente: Elaboración propia a partir de información de la SBIF y la ABIF.

El gráfico anterior muestra la diferencia en el costo de financiarse vía créditos comerciales en Chile para empresas de tamaño pequeño. Podemos observar que, además de la considerablemente mayor volatilidad que presentan los spreads de créditos comerciales de menor tamaño, la diferencia entre los spreads para créditos de menor tamaño en comparación a los de mayor tamaño es alta relativa a la evidencia internacional que presentaremos más adelante. El spread promedio de créditos comerciales de tamaño micro para el periodo que presentamos fue de un 16,8%, para los créditos pequeños fue de 11%. Por otro lado, el mismo spread para operaciones comerciales grandes y megas fue de 3,7% y 1,7% respectivamente. Con esta información, podemos afirmar que para créditos comerciales, la diferencia promedio de tasas cobradas a pequeños y grandes créditos en el periodo fue de 7,2 puntos porcentuales. Esta diferencia podría ser elevada en el contexto de la evidencia internacional que presentaremos a continuación, las menores tasas de quiebra de empresas de menor tamaño, estables tasas de mora y edades de quiebra crecientes de las PYMEs.

Como hemos indicado, esta diferencia en tasa que se da en Chile es elevada cuando la comparamos con la de países Americanos –superado ampliamente por Colombia- y es incluso mayor cuando se compara a la de los países europeos, asiáticos y de Oceanía. Los spreads específicos van de los 1,9 a 4,5 puntos porcentuales para países como España, Nueva Zelanda, Dinamarca, Canadá y México; y de 0,5 a 1,9 puntos porcentuales para países como Italia, Suiza, Corea, Francia, Estados Unidos y el Reino Unido (OECD, 2016a). El mismo estudio sitúa el spread promedio para Chile en 6,5 puntos porcentuales. Si bien la evidencia es sensible a los datos que se utilice y a los años considerados en los estudios, tanto el spread que sugiere la información del gráfico 2.2 como el que muestra el documento de la OECD, sitúan a Chile entre los países donde se encuentran mayores diferencias en costo de financiamiento por tamaño de empresa.

Sin embargo, en la práctica se pueden observar diferencias en costo de financiamiento por tamaño de empresa y spreads incluso mayores a las presentadas en el gráfico 2.2. Esto debido a que, por un lado, las empresas que contratan operaciones de crédito grandes y megas no siempre lo hacen nacionalmente, por lo que empresas de este segmento enfrentan costos de financiamiento incluso menores al tener la posibilidad de arbitrar internacionalmente. Por otro lado, muchos empresarios de menor tamaño no usan créditos comerciales, sino que de consumo, hipotecarios u otros a título y con garantías personales como mostramos en el gráfico 2.3 –datos de la Encuesta Longitudinal de Empresas del año 2015-. En este gráfico evidenciamos que las empresas de menor tamaño contratan, con mayor frecuencia que empresas grandes, productos bancarios a nombre de personas naturales para financiar sus empresas. Las anteriores conductas de financiamiento hacen que los spreads presentados en el gráfico 2.2 no nos entreguen un panorama integral de las diferencias en costo de financiamiento en Chile por tamaño de operación.

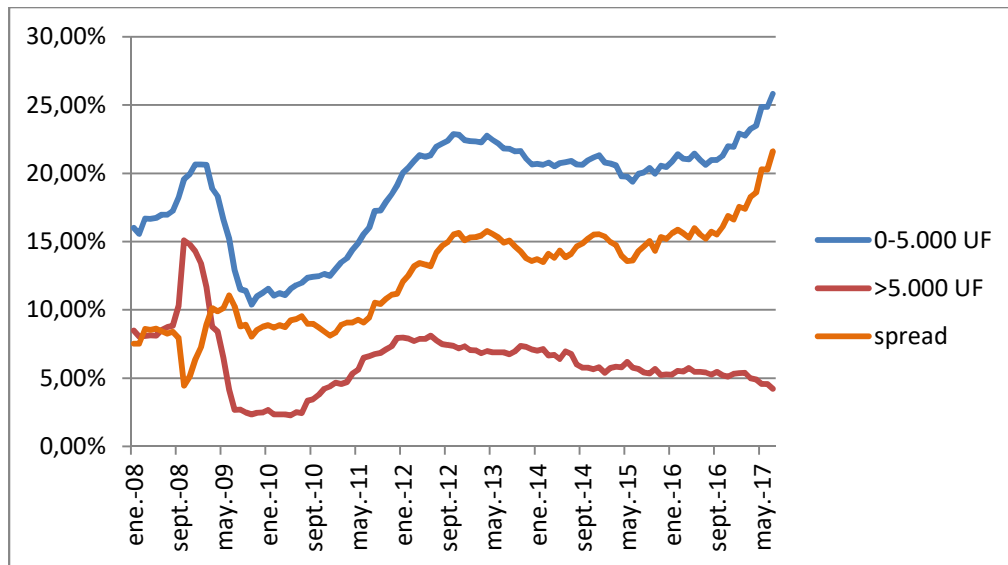
Gráfico 2.3 Proporción de créditos otorgados durante 2015 a nombre de empresas o persona natural por tamaño de empresa.



Fuente: Elaboración propia en base a la Cuarta Encuesta Longitudinal de Empresas (ELE) 2015.

Dado que existe evidencia que las empresas de menor tamaño utilizan financiamiento bancario no sólo en forma de crédito comercial, consideramos interesante complementar el análisis con información adicional, que incorpore las tasas de operaciones de crédito que no sólo contemplen las operaciones comerciales. En el gráfico 2.4 presentamos las tasas promedio ponderado del sistema bancario por tamaño de operación, mostrando una creciente diferencia entre las tasas de operaciones pequeñas y aquellas que son grandes –hasta 5.000 UF o superior a 5.000 UF en moneda no reajutable hasta 90 días-.

Gráfico 2.2 Tasas de interés por tamaño de crédito en Chile y spread entre pequeños y grandes créditos del 2008-2017 para las operaciones del sistema bancario.



Nota: Tasas de interés de pequeñas y grandes operaciones en moneda nacional no reajutable hasta 90 días. Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Como exponemos en el gráfico 2.4 el spread que existe en operaciones de crédito de menor escala en Chile ha aumentado sistemáticamente desde el año 2008 a la fecha, presentando crecientes saltos desde el año 2011 y 2013. Este spread si bien parte en valores cercanos a los 7,48 puntos porcentuales, presentó un promedio de 12,55 puntos porcentuales en todo el periodo estudiado, alcanzando incluso máximos de 21,62 puntos porcentuales en julio del 2017. Si bien la evidencia del gráfico 2.4 es más general, complementa la cifra de 7,2 puntos porcentuales de diferencia entre créditos de menor y mayor tamaño provista por el gráfico 2.2, sugiriendo que esta diferencia podría estar en el rango de los 7,2 a 12,55 puntos porcentuales.

Una posible explicación que le damos al creciente spread del gráfico 2.2, es la promulgación de la nueva Ley de Tasa Máxima Convencional en el año 2013. La anterior Ley pudo presumiblemente haber empujado a las empresas hacia otros productos bancarios o informales, al establecer un techo legal a la tasa de interés, lo que excluye a las personas y empresas más riesgosas dispuestas a pagar una mayor tasa para compensar su riesgo. Como sostiene SBIF (2017), el mayor impacto

en desbancarización lo han sufrido los clientes bancarios de menores ingresos y los productos bancarios de menores montos. El documento estima entre 151.000 y 227.000 los clientes potencialmente excluidos del acceso al crédito, lo que va en la misma línea que Hurtado, A (2016).

Este último trabajo estima que el cambio en el cálculo de la Tasa Máxima Convencional tendría impactos de desbancarización, disminución de montos prestados a clientes de segmentos cuyas tasas máximas son menores y aumento de montos prestados a clientes de segmentos cuyas tasas máximas son mayores. Sin embargo, no existen mayores antecedentes que den cuenta de una relación de sustitución entre créditos comerciales por otros productos bancarios o informales, por lo que proponemos ahondar en este posible impacto sobre el costo de financiamiento de las pequeñas y medianas empresas en Chile, lo que requiere información bancaria desagregada a nivel de deudor, la cual es confidencial.

Las dos iniciativas públicas presentadas en este capítulo han apuntado a disminuir las barreras de acceder a financiamiento bancario para empresas de menor tamaño. Sin embargo, estos esfuerzos no se han visto traducidos en menores costos de financiamiento para las empresas de este segmento. Lo anterior llama la atención en el contexto de estables tasas de mora de PYMEs, bajas tasas de quiebra de estos segmentos y crecientes edades de quiebra. Proponemos con estos antecedentes no sólo el fortalecimiento de las dos iniciativas actuales y el perfeccionamiento de la gestión de garantías exigidas por los bancos, sino que también el aumento de la competencia de la oferta de fondos con nuevos actores y propuestas. Las diferencias en tasas son relativamente altas comparadas con los países que presentamos, pero además, comparados con el costo de fondo de esas operaciones, los spreads de operaciones comerciales en segmentos menores no reflejan una oferta de fondos competitiva.

3. Inversionistas Institucionales en Chile

Como quedo de manifiesto con las cifras que hemos expuesto hasta este punto, las empresas de menor tamaño se enfrentan a un mayor costo de financiamiento en un contexto de mejora de su performance. Las tasas de mora estables, las bajas tasas de quiebra en relación al total de PYMEs y la creciente edad a la que estas empresas quiebran, no se condicen con la diferencia de tasas de créditos bancarios de menor tamaño que se observan desde hace unos años. Por lo demás, el alto spread de créditos de menor escala, en el contexto que hemos explicado, puede ser un claro síntoma de un mercado poco competitivo.

En un contexto de baja competencia de la oferta de fondos, resulta beneficioso para las empresas que encaran un mayor costo la entrada de nuevos oferentes, nuevas alternativas de inversión e innovadores instrumentos financieros que respondan a las necesidades de financiamiento de empresas excluidas de este mercado. En este trabajo, proponemos un rol más activo por parte de inversionistas institucionales.

Como se puede desprender de la contabilidad básica de las cuentas nacionales, en una situación de equilibrio, el ahorro total de una economía es igual a la inversión total de esta misma. Como bien esquematiza Fabozzi, F, Modigliani, F., & Ferri, M. G. (1996) en su libro "Mercados e instituciones financieras", los ahorros o excesos de ingresos por sobre el gasto, son captados por instituciones financieras. A su vez, estas instituciones los invierten o los prestan para su inversión en proyectos productivos. Al canalizar estos recursos de ahorrantes a inversores, estas instituciones financieras reciben el nombre de Inversionistas Institucionales, de los cuales destacan Fondos Mutuos, Compañías de Seguro y Fondos de Pensiones.

Si ponemos en perspectiva los ahorros que administran estas instituciones financieras, podemos caer en cuenta de la relevancia de estos actores en la asignación de recursos en la

economía. Para especificar más, en contraste a la banca chilena que aglutina activos totales por cerca de USD 320.000 millones a mayo del año 2017, el inversionista institucional más relevante son los fondos de pensiones. Estos últimos administran en total recursos por más de USD 100.000 millones -representando sobre el 65% del PIB-. Los dos últimos que se consideran usualmente tienen una participación algo menor a esta última, los cuales corresponden al patrimonio de los fondos mutuos y las inversiones de las compañías de seguro.

En el contexto de nuevos canales de financiamiento para las PYMEs y la promoción de mayor competencia en la oferta de fondos, el rol que estos inversionistas institucionales pueden jugar es gravitante. Por lo demás, el administrar tal cantidad de recursos financieros, no sólo supone una responsabilidad para con los ahorrantes a nivel individual, sino que también representa un tremendo costo de oportunidad para la sociedad.

Teniendo en cuenta el escenario que hemos planteado, tenemos que descartar algunos de los inversionistas institucionales que presentamos en los párrafos anteriores. De partida, hemos descartado a las compañías de seguros por el tipo de instrumento financiero que estas buscan. Las inversiones financieras que estas compañías realizan se planifican y evalúan en horizontes bastante largos, lo que las hace inclinarse por instrumentos financieros de renta fija, estable y de largo plazo, incompatibles a nuestro juicio con las necesidades de financiamiento que buscan las PYMEs. Por otro lado, el patrimonio de los fondos mutuos presenta el problema contrario, al buscar rentabilidades de corto plazo y enfocarse en el lado más transaccional de sus inversiones.

Por lo tanto, a nuestro juicio, el inversionista institucional que presenta mejores características y un perfil de inversión más adecuado para este cometido, son los fondos de pensiones. Por otro lado, la estabilidad de los montos administrados y los plazos en los cuales los pasivos de los fondos son exigibles son datos altamente predecibles. Además, al existir una

estructura de multifondos que se diferencian por nivel de riesgo, se puede hacer una mejor autoselección de los dueños de estos ahorros previsionales según su tolerancia al riesgo. Lo anterior es una oportunidad para aumentar el abanico de inversiones que hacen los fondos de pensiones, sin que estas nuevas inversiones constituyan un perjuicio para los actuales cotizantes, al ser voluntaria la elección de afiliación a cualquiera de los multifondos.

3.1 Costos del financiamiento de PYMEs con ahorros previsionales.

Cuando se habla de beneficios y costos de financiar pequeñas y medianas empresas con ahorros previsionales, se debe apuntar a una relación de inversión que genere beneficios pecuniarios bidireccionales. Lo anterior se debe a la forma en la cual se ha defendido esta idea en otros países, argumentando que los afiliados deberían tener mayor poder de decisión sobre las decisiones inversión de sus ahorros, apelando muchas veces a que hay inversiones directas que reportan una rentabilidad social que es deseable por los cotizantes. En otras palabras, se han propuesto inversiones que buscan exclusivamente rentabilidades sociales en desmedro, algunas veces, de la rentabilidad privada.

Los resultados y los argumentos sobre los cuales se basan este tipo de inversiones por parte de los fondos de pensión se presentan en diversos trabajos, notablemente en Jackson. (1996), Campbell, y Josephson. (1983) o en Carmichael. (2000). En los cuales se describe la importancia de la democratización de las decisiones de inversión, cómo se gestó y qué resultados ha tenido en Canadá.

Sin embargo, el problema de esa iniciativa o de decisiones de inversión directa en proyectos específicos –como podría ser el de financiar a proyectos de PYMEs en Chile- es que el sistema de pensiones chileno es distinto al de países que han ampliado el espectro de inversiones de sus fondos de pensión. Como mostramos en la tabla 3.1, los sistemas previsionales que han

implementado alternativas de inversión no convencionales no siguen la misma estructura del sistema previsional chileno, el cual es de contribución definida y abierto.

Tabla 3.1 Esquemas previsionales: Chile vs Canadá.

Beneficio Definido		Contribución Definida	
Abierto	Ocupacional	Abierto	Ocupacional
-	Canadá	Chile	-

Como muestra la tabla 3.1, en Canadá y otros países que presentan la misma estructura, los fondos de pensiones son de afiliación ocupacional –dependiendo de la ocupación del afiliado- y de beneficio definido. Lo anterior hace más fácil las inversiones directas en proyectos específicos, dado que los afiliados que componen los fondos son los mismos a través de los años. Por el contrario, en el caso chileno la afiliación a los distintos fondos es abierta, por lo que la movilidad entre ellos es mayor, haciendo que las inversiones tengan un carácter más anónimo y transaccional. En ese sentido, la alternativa para los fondos de pensiones chilenos de invertir alternativamente sus recursos es a través de instrumentos financieros y no en forma de inversión directa con beneficios sociales o privados, dados los incentivos y la estructura de los afiliados que participan en los fondos.

Un costo o consideración que se debe tomar en cuenta es la sensibilidad política y económica que supone el correcto funcionamiento del sistema de seguridad social imperante. El hecho que la población sea en muchos casos miope y consuma sus ingresos en el presente, en desmedro de su futuro –inconsistencia inter temporal- hace justamente que estos ahorros sean en muchos casos forzosos, obligando a los trabajadores a juntar una porción de los frutos de su trabajo para la posteridad. Con este problema, por mucho que existan beneficios potenciales que

hagan atractivas otras formas de inversión, se debe restringir las inversiones que no aseguren con alta probabilidad beneficios considerables; lo cual está implícito incluso en el artículo 45 del DL 3.500 -ley que regula el funcionamiento de los fondos de pensiones en Chile-. Con esto en mente, la implementación de nuevas alternativas de inversión debe ser monitoreada y limitada en un principio, como es el caso de inversión inmobiliaria por parte de los fondos de pensión.

Otro costo o traba a la que actualmente se enfrenta la oferta de financiamiento cuando atiende las necesidades de las PYMEs –y en especial a las pequeñas- son las tasas de morosidad que presenta este segmento. En efecto, según datos de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, a septiembre de 2015 el coeficiente de morosidad para pequeños deudores era de 6,63%, mientras que la misma métrica para deudores grandes era de 1,66%. Sin embargo, este problema, como se expuso en la primera sección, se puede deber a la selección adversa de las instituciones financieras por problemas de asimetrías de información, haciendo que ese alto nivel de coeficiente de morosidad se deba a que los mayores costos que enfrentan empresas de este tamaño desalienten a los buenos pagadores, prosperando aquellos que son malos. La diferencia en costo de financiamiento lo expusimos en la sección anterior, mostrando que los spreads son elevados comparados con otros países, y comparados también con los spreads del pasado. Este elevado costo desalienta a aquellos actores de dichos segmentos que son buenos pagadores. Sin embargo, el problema de morosidad es más relevante para actores como los bancos, para los cuales los desfases en sus flujos son la clave de su operación; no tan así para los fondos de pensión.

Por último, una traba no menor es la que dice relación con las políticas de riesgo de los fondos de pensiones. En este ámbito, un riesgo que cobra cada vez más importancia dentro del quehacer de una administradora de fondos de pensión es el riesgo reputacional. Dados los

grandes montos invertidos por las administradoras, y los presumibles menores montos demandados por pequeñas y medianas empresas, el hecho que una empresa de menor tamaño quiebre, aun cuando no signifique una gran pérdida para los fondos, podría generar una sobre reacción de los afiliados de este fondo. Lo anterior provoca una reticencia por parte de los administradores de fondos de pensión a desviarse de las inversiones convencionales y al *benchmark* de las otras administradoras –benchmark de rentabilidad y variedad de instrumentos-.

3.2 Beneficios del financiamiento de PYMEs con ahorros previsionales.

Como se menciona no solo en este trabajo, sino que en casi todos los que se han esforzado por entender este problema de financiamiento, la importancia del buen funcionamiento de las empresas de menor tamaño tiene que ver con muchos más aspectos que sólo su aporte al producto total. Se destaca mucho la gran cantidad de empleos que este tramo de empresas otorga. El primer beneficio de extender el financiamiento a PYMEs es mejorar sus herramientas disponibles para enfrentar los costos del capital de trabajo –como lo son los sueldos de gran porcentaje de la fuerza laboral del país- en épocas de menores ingresos, así como el financiamiento de proyectos para su correcto desarrollo y adopción de tecnología. Como se mencionó en la sección anterior, dada la heterogeneidad estructural existente, la falta de recursos para estos efectos no solo es recesiva sino que también regresiva, y afecta en mayor medida a empresas menores, empleados menos capacitados, entre otros agentes; acentuando estas brechas y estancando la estructura económica en su conjunto.

Por otro lado, un beneficio que se defiende en Audretsch (2002) sobre el funcionamiento de las PYMEs, dice relación con las ventajas que muestran empresas pequeñas y medianas para adaptarse a la competencia externa. Por ejemplo, se enfatiza el rol de estas empresas como fuentes de innovación, crecimiento, capacidad exportadora y competitividad. Estas ventajas se

darían, entre otras cosas, por la flexibilidad que les otorga su escala de operación y su menor burocracia interna. Pero Audretsch no es el único que respalda la idea que las PYMEs son una fuente indiscutible de innovación y competencia, Acs, et al. (1996) exponen que una de las razones por las cuales estas empresas serían un motor de innovación, es el hecho que en empresas de menor escala es más probable que los innovadores puedan capturar los beneficios de sus innovaciones.

Por último, un beneficio extra a la mera canalización de recursos a empresas pequeñas y medianas, es el impacto sobre el gobierno corporativo de las empresas de tener inversionistas o *stake holders* que no sean pasivos, con otra visión sobre el desarrollo del negocio y que tengan algún grado de voz o incidencia en las decisiones que se toman en la empresa como mencionan Theurillat, Corpataux, y Crevoisier (2008). Este punto lo ejemplificamos con casos probados como el de Southern Cross Grupo, en el cual se asocian inversionistas externos, pero que además agregan valor con aporte de capital humano. Este mismo ejemplo se da también en Chile con empresas como Endurance Investments, que se dedican a lo mismo, pero enfocándose únicamente en empresas medianas de alta proyección –dentro de las cuales destaca la empresa Lippi-.

En resumen, el gran beneficio de financiar proyectos medianos y pequeños en Chile con ahorros previsionales es el de aprovechar proyectos de alta proyección que han sido desestimados por la actual oferta de fondos como los bancos. Eliminar este sesgo en contra de las PYMEs y encontrar una forma adecuada de financiarlas podría generar altos beneficios no explotados por mera falta de competencia y sesgo en contra de este segmento de empresas.

4. Propuestas Internacionales, Oportunidades y Mejoramiento de propuestas Nacionales.

Como se ha ido concluyendo de a poco a lo largo de este trabajo, las pequeñas y medianas empresas han sido ampliamente atendidas por los investigadores a través del globo. Las conclusiones que muestran alto grado de acuerdo son las que se han arraigado en la conciencia colectiva: las PYMEs son una gran fuente de puestos de trabajo, producción e innovación.

Sin embargo, existen opiniones divididas cuando se habla sobre su acceso al financiamiento externo. Para algunos investigadores, el hecho que este sea escaso y más caro es un cliché y no responde a la realidad. Sin embargo, extensa evidencia empírica avala el hecho que las empresas menores en tamaño adquieren en menor grado financiamiento externo de fuentes formales, pero como se comentó anteriormente, este problema presumiblemente se debe al alto costo que existe de contratar este financiamiento. La causa serían los problemas de asimetría de información, alta presencia de malos pagadores, selección adversa y numerosas quiebras junto con la baja *performance* presentes en empresas pequeñas.

Como mencionamos en un principio, después de revisar los esfuerzos de investigación el lector podría preguntarse si el financiamiento hacia las PYMEs es escaso por el bajo rendimiento que estas presentan, o si la dirección de esta causalidad es al revés. Ambas direcciones están avaladas en los datos, estudios empíricos recabados y muchas veces también en la literatura. Sin embargo, no existe información o evidencia contundente que dé cuenta de la real dirección de esta causalidad. Este punto es relevante al momento de diseñar políticas de fomento a la completitud de los mercados de crédito u otros instrumentos financieros, ya que ayudan a orientar y enfocar a los *policimakers* en el agente sobre el cual actuar: el lado de la demanda de recursos, la oferta de estos, una combinación o un tercero que podría ser el mismo Estado.

Luego de una búsqueda de esta dirección, la evidencia es dividida. Si bien existen argumentos que explican el bajo rendimiento de algunas PYMEs, también existe evidencia de la importancia de contar con financiamiento para el desarrollo de proyectos en sus inicios, más aún cuando los ingresos son cíclicos y no alcanzan para financiar el capital de trabajo –principal razón por la cual las empresas requieren financiamiento como se expuso anteriormente-. Lo anterior ha hecho que las políticas adoptadas internacionalmente sean esfuerzos combinados sobre la oferta y la demanda, en conjunto con la coordinación del Estado.

La siguiente tabla resume algunas de estas políticas, y el principal objetivo sobre el cual intentan actuar. Es claro que la preocupación y las políticas de fomento a pequeñas y medianas empresas en el mundo se llevan a cabo considerando un papel activo por parte del Estado y de las mismas instituciones financieras. Tanto oferta como demanda son atendidas y los objetivos son específicos y diversos.

Tabla 4.7 Resumen de políticas internacionales enfocadas en el financiamiento de PYMEs.

Enfoque	País	Detalle
Mejora en acceso al crédito	Italia	Central Credit Guarantee Fund: Principal instrumento gubernamental para el apoyo del financiamiento de PYMEs. Crea un fondo que cubre los préstamos a PYMEs en forma de garantía. Desde 2009 se expande y relaja la elegibilidad de empresas sujetas a este beneficio.
Mejora en acceso al crédito	Japón	Credit Risk Database: Se crea una base con información de más de 2 millones de PYMEs con instrumentos de deuda activos. La información se hace pública para organismos públicos y privados, disminuyendo los costos de estudios crediticios.
Mejora en acceso al crédito	Francia	Mediateur du Credit: Instancia de mediación entre PYMEs e Instituciones financieras, a través de mediadores dispuestos por el Banco Central. Mediaciones para mantención, ajuste u obtención de financiamiento en situaciones de problemas de liquidez. Desde el año 2009.
Mejora en acceso al crédito	Irlanda	Code of Conduct for Business Lending to SMEs: Requiere que los acreedores estipulen de antemano e implementen procedimientos específicos para tratar con sus clientes PYMEs en escenarios de dificultades financieras. Desde 2009, modificado en 2011 y 2015.
Aumenta la variedad de instrumentos disponibles	Austria	AWS Guarantees for Mezzanine Investments: Garantías de una agencia pública provistas para inversiones mezzanine que apunten a modernización de PYMEs, expansión de estas o adquisición de otra empresa.
Aumenta la variedad de instrumentos disponibles	Italia	Mini-bonds: Regulación creada en 2012 para nuevos instrumentos de deuda securitizada, que puede ser colocada por PYMEs bajo ciertas circunstancias.
Aumenta la variedad de instrumentos disponibles	Alemania	Mittelstand bonds: Creación de bonos de mediana capitalización para canalizar recursos hacia PYMEs. Intento por abaratar costos de colocar bonos en el mercado.
Aumenta la variedad de instrumentos disponibles	Estados Unidos	SBA CAPLines Programme: Líneas de crédito renovables, basadas en activos de la empresa para el financiamiento de capital de trabajo de corto plazo y cíclico. Transaction Reporting and Compliance Engine (TRACE): Requisitos de información para los distribuidores de bonos, para aumentar la transparencia y reducir los costos de transacción.
Esfuerzos Públicos Específicos	Francia	Bpifrance: Banco público de desarrollo creado en 2013 como la fusión de diversos operadores públicos. Apoya la innovación, distintos servicios e instrumentos financieros para PYMEs, como garantías, co-financiamiento, créditos directos o fondos de equity.
Esfuerzos Públicos Específicos	Reino Unido	British Business Bank: Funcionando desde 2014, se enfoca en potenciar la competencia y diversidad en los mercados financieros enfocados en PYMEs. Ayuda a bancos de menor escala, agencias clasificadoras y plataformas financieras con el fin de ayudar a las PYMEs a acceder a financiamiento en el mercado.

Destacamos los esfuerzos de Japón con su mecanismo para recopilar, analizar, ordenar y presentar información financiera de pequeñas y medianas empresas para su posterior uso por parte de inversionistas. Por otro lado se recalca que, además de la mitigación de problemas de asimetrías de información, existe una búsqueda detrás de estas políticas de instrumentos financieros que sean útiles para las PYMEs, como lo son los *mittelstand bonds* alemanes, los mini bonds italianos o las diversas formas de garantías o colaterales ofrecidos tanto por empresas privadas como por agencias públicas. Lo anterior se hace destacando el hecho que estos instrumentos tienen que generar beneficios parecidos a los instrumentos actuales, pero con características que aminoren los costos de acceder a estos de manera que no sólo sea una idea rentable, sino que también factible y viable en el tiempo.

Con los antecedentes antes expuestos en consideración, y con los presentados a través de este documento, se presenta un set de propuestas:

Propuesta 1: Actualizar la escala de clasificación de empresas por tamaño. Se propone añadir más variables y condiciones para clasificar empresas por tamaño, con el objetivo tal de que la clasificación se adapte a la realidad y no al revés. Esto tiene consecuencias en la mejor focalización de los proyectos y programas de fomento a las empresas más desfavorecidas.

Propuesta 2: Cambiar la agregación de empresas por tamaño. En ese sentido, proponemos agrupar empresas con características similares y separarlas de aquellas que se comportan de manera diferente. Específicamente, proponemos agrupar en los estudios a empresas medianas con aquellas que son grandes, ya que, como han mostrado las métricas vertidas en este trabajo, el desempeño de empresas medianas es más parecido a aquel que muestran empresas grandes. La agrupación con empresas pequeñas podría estar estigmatizando injustamente el esfuerzo y

desempeño de empresas medianas. Lo anterior podría sesgar las decisiones de agentes económicos como inversionistas institucionales y bancos.

Propuesta 3: Incentivar el uso de FECU-PYME y lograr simplificar los formularios actuales. Además, proponemos una instancia de publicación de los datos obtenidos por los formularios de FECU-PYME como en el caso de Japón, donde la información se hace pública a entidades públicas y privadas.

Propuesta 4: Crear un sistema complementario al de DICOM que resalte las buenas conductas crediticias de pequeñas y medianas empresas. Lo anterior dada la escasa historia crediticia que tienen algunos proyectos de menor escala, lo que puede condicionar el costo que tienen que pagar finalmente por un crédito.

Propuesta 5: Incentivar que los fondos de pensiones diversifiquen sus inversiones a empresas de tamaños medianas y pequeñas –como el caso de Suiza- ampliando la acotada gama de inversiones que tienen en sus portafolios actualmente. Lo anterior en búsqueda de mayores rentabilidades no explotadas y desarrollo de nuevos proyectos, a través de instrumentos que se adapten a las necesidades de las pequeñas y medianas empresas.

Propuesta 6: Canalizar la inversión en pequeñas y medianas empresas a través de instrumentos financieros, dada la dificultad existente de hacerlo de manera directa.

De la última propuesta, nace la clara dificultad de la situación actual del mercado del crédito, donde abundan empresas pequeñas con comportamientos de pago desfavorables. En ese sentido, sería contraproducente partir replicando la misma forma de financiamiento que la actual, por lo que proponemos:

Propuesta 7: Buscar formas de colateralizar el financiamiento de empresas medianas a cambio de una compensación. Ya que estas presentan un menor riesgo, y pueden empezar a generar historia crediticia sin implicar mayores riesgos. Esta propuesta puede ser implementada como una iniciativa complementaria al FOGAPE, enfocada en medianas empresas, que busque incrementar el fondo de garantías o hacer divisible las garantías de las PYMEs para que estas puedan ser liberalizadas a través de la vida de un crédito con un mecanismo de compensación hacia los fondos de pensión.

Propuesta 8: Creación de una instancia de evaluación de proyectos y empresas focalizadas como el caso de Japón, externo a los fondos y estandarizado. Lo anterior para la facilitación de creación de nuevos instrumentos financieros y poder decidir entre las distintas alternativas de financiamiento, desde mini-bonos como en Italia y Alemania, hasta instancias de Venture Capital.

Propuesta 9: Empezar las evaluaciones y propuestas estrictamente por empresas medianas y no por aquellas que son pequeñas.

Propuesta 10: Disminuir los costos fijos burocráticos asociados a la aprobación de un crédito o contratación de un instrumento financiero, como son timbres o notaría entre otros. Esto para abaratar los costos fijos de gestionar un crédito, y que este costo fijo no se traduzca en mayor tasa para montos menores.

Para concluir esta sección, destacamos la gran oportunidad de mejorar el mercado del crédito. Los beneficios van más allá de los percibidos por los que adquieren financiamiento. Expandir el financiamiento donde hoy en día es más escaso es beneficioso para la innovación, empleo, crecimiento y para los agentes que ofertan estos recursos. Por otro lado, la incorporación de la tecnología ha hecho que algunas barreras de entrada se aminoren y que además, algunos costos fijos no tengan que ser desembolsados. Lo anterior provoca que cada vez más empresas medianas

puedan obtener beneficios netos incluso mayores que empresas grandes sin la necesidad de vender más que estas, lo que podría ser aprovechado por inversionistas que no tengan una visión estigmatizada de aquellas empresas que caen en estratos inferiores de ventas brutas.

5. Conclusiones

Se concluye primeramente que las clasificaciones de empresas por tamaño en Chile y en gran parte de Latinoamérica no son satisfactorias para los usos que los analistas y *policy makers* le dan. Lo anterior ha generado que muchos análisis no sean realistas y las empresas medianas subsidien los resultados de las pequeñas, “manchando” el esfuerzo que hacen las medianas. Lo anterior ha generado diversas ideas que se han transformado para la sociedad en hegemónicas, haciendo que las personas asocien la clasificación PYME a empresas con menos recursos, menos ventajas, mas desposeídas o capaces de menos.

Por otro lado, varios han sido los estudios e informes que documentan el menor acceso de pequeñas y medianas empresas a formas de financiamiento formales, sin embargo, una interesante respuesta surge de las conclusiones de Stiglitz, Weiss y Akerlof; las asimetrías de información producen en el mercado del crédito que los buenos pagadores salgan de este, prevaleciendo aquellos malos pagadores que se benefician de mejores tasas. El resultado final, como predice la teoría y mostramos en este trabajo, es efectivamente un menor acceso, pero también una auto-exclusión del mercado del crédito por parte de los buenos pagadores. En otras palabras, el mercado para este segmento disminuye considerablemente y solo prevalecen los malos pagadores. Esta conclusión es importante, dado que la evidencia apoya la teoría, mostrando que la asimetría de información es más pronunciada en empresas de menor tamaño, donde también existen mayores tasas de mora. La iniciativa FECU-PYME hace un esfuerzo por mejorar esta situación, sin embargo, junto con el FOGAPE no han logrado revertir la diferencia en acceso y costo de pequeñas y medianas empresas en el mercado del crédito en Chile. La diferencia en costo de financiamiento la estimamos en rangos de 7,2 a 12,55 puntos porcentuales, que resultan claramente más altas que la presentada por países desarrollados o en vías de desarrollo.

La actual oferta de fondos hacia las PYMEs ha sido principalmente desde el sector bancario. Sin embargo, como mostramos en el desarrollo de este documento, existen spreads elevados para los créditos de menor tamaño en comparación con los de países europeos y desarrollados. En ese sentido se hace necesario un mayor nivel de competitividad por el lado de la oferta de fondos y el rol activo de nuevos actores.

Un hecho que da luces de la falta de competitividad es la evidencia que muestra que las hoy catalogadas medianas empresas se comportan como las más grandes y prestigiosas que se vengan a la imaginación, mostrando tasas de quiebra menores a empresas grandes, un promedio de edad a la muerte que cada vez converge más hacia la edad de quiebra de empresas grandes y una tasa de mora que se ha mantenido estable en los últimos años. Por lo anterior, concluimos que la diferencia en costo de financiamiento se debe más a una diferencia discriminatoria más que a una diferencia competitiva. Este aumento en los spreads de créditos pequeños puede haber sido influenciada por la nueva Ley de Tasa Máxima Convencional, impacto que proponemos estudiar con mayor atención por su posible efecto no deseado sobre el costo de financiamiento en Chile.

De las potenciales fuentes de financiamiento, destacamos los inversionistas institucionales por los volúmenes administrados y su incidencia en la transformación de ahorro en inversión. Por temas de horizontes de inversión, el inversionista institucional más adecuado para tener un rol activo en la oferta de fondos para empresas de menor tamaño son los Fondos de Pensiones.

Muchas han sido las propuestas e iniciativas llevadas a cabo por empresas y gobiernos para mejorar las lógicas de financiamiento de pequeñas y medianas empresas a nivel internacional. Se observa un rol activo tanto por parte del Estado como de actores en el lado de la demanda y oferta de fondos. Estos esfuerzos son conscientes de la gran importancia que supone

su existencia, junto con el ambiente propicio que se da en empresas de este segmento, facilita la adopción de nuevas tecnologías y de innovación.

En muchos sentidos la del 2008 fue una crisis que dio un importante puntapié inicial para renovar las instituciones que prevalecían en ese entonces y la regulación de esos años. Estas modificaciones dan espacio para innovaciones en las estructuras existentes, por lo que el tiempo para plantearse las propuestas para comenzar a construir una sociedad donde no se repliquen las mismas lógicas de concentración y baja competencia es hoy. La responsabilidad de no repetir las mismas estructuras que han regido hasta el momento, exige de la adopción de políticas que no se han implementado hasta el momento. La regulación y la institucionalidad no son macroeconómicamente neutras, por lo que deberían tener un rol más activo e innovador en la agenda económica.

Es momento de potenciar el desarrollo de proyectos de menor escala de manera justa y viable, para realmente adoptar de forma activa una macroeconomía para el desarrollo, donde todos los individuos se vean beneficiados del crecimiento, desde el más grande de los agentes hasta el actor más pequeño. El desarrollo de largo plazo depende del avance de la productividad y la tecnología que podrían descansar en el plan de negocio de una pequeña o mediana empresa que nunca prosperó.

6. Bibliografía

- (1) Acs, Z. J., Morck, R., Shaver, J. M., & Yeung, B. (1997). The internationalization of small and medium-sized enterprises: A policy perspective. *Small business economics*, 9(1), 7-20.
- (2) Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The quarterly journal of economics*, 488-500.
- (3) Álvarez, Á. E., & Vergara, S. (2007). Sobrevivencia de Pymes en Chile: ¿ha cambiado a través del tiempo?: ¿difiere por industrias? Banco Central de Chile.
- (4) Audretsch, D. B. (2002). The dynamic role of small firms: Evidence from the US. *Small Business Economics*, 18(1), 13-40.
- (5) Banco Interamericano de Desarrollo (2004), *Unlocking Credit*, Washington, Banco Interamericano de Desarrollo.
- (6) Beck, T., & Demirguc-Kunt, A. (2006). Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking & finance*, 30(11), 2931-2943.
- (7) Benavente, J., Galetovic, A., & Sanhueza, R. (2005). LA DINÁMICA INDUSTRIAL Y LA FINANCIACIÓN DE LAS PYME. *El Trimestre Económico*, 72(286(2)), 217-254.
- (8) Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission (No. w5146). National bureau of economic research.
- (9) Bleger, L., & Rozenwurcel, G. (2000). Financiamiento a las PyMEs y cambio estructural en la Argentina. Un estudio de caso sobre fallas de mercado y problemas de información. *Desarrollo Económico*, 40(157), 45-71. doi:10.2307/3455855
- (10) Bravo, D. (2002). Desarrollo se escribe con PyME: el caso chileno: desafíos para el crecimiento. FUNDES.
- (11) Campbell, Beverley Ross, and William Josephson. 1983. "Public Pension Trustees' Pursuit of Social Goals." *Journal of Urban and Contemporary Law*, Vol. 24, No. 3, 43-120.

- (12) Canadian Labour Congress. 1993. *Towards Democratic Control of our Economy: The Case for a National Investment Fund*. Ottawa: Social and Economic Policy Department of the Canadian Labour Congress Working Papers (June 16)
- (13) Carmichael, Isla. 1996. "The Development and Control of Occupational Pension Plans by Workers in Canada: The Ontario Public Service Employees' Union Pension Trust." Toronto: Unpublished research paper.
- (14) Carmichael, Isla. 2000. *"Union Pension Funds, Worker Control, and Social Investment in Canada."* Toronto: University of Toronto, Unpublished doctoral dissertation.
- (15) Cooley, T. y V. Quadrini (2001). "Financial Markets and Firm Dynamics", *American Economic Review*, 91(5):1286-1310.
- (16) Fabozzi, F. J., Modigliani, F., & Ferri, M. G. (1996). *Mercados e instituciones financieras*. Pearson Educación.
- (17) Galetovic, A., & Sanhueza, R. (2006). *Fogape: an economic analysis*. Santiago.
- (18) Gindin, Sam. 1989. "Playing a Capital Game: The Quebec Solidarity Fund." *Our Times*, March, 24–25.
- (19) Hardin, G. (2009). *The Tragedy of the Commons**. *Journal of Natural Resources Policy Research*, 1(3), 243-253.
- (20) Jackson, Ted. 1996. "ETIs: A Tool for Responsible Pension Fund Investment." *Making Waves*, Vol. 8, No. 2, 2–3.
- (21) Minsky, H. P. (1992). *The financial instability hypothesis*.
- (22) *Neoestructuralismo y corrientes heterodoxas en América Latina y el Caribe a inicios del siglo XXI*, Libros de la CEPAL, N° 132 (LC/G.2633-P/Rev.1), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2015.

- (23)OECD (2016a), Financing SMEs and Entrepreneurs 2016: An OECD Scoreboard, OECD Publishing, Paris. http://dx.doi.org/10.1787/fin_sme_ent-2016-en.
- (24)OECD (2016b), Entrepreneurship at a Glance 2016, OECD Publishing, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/22266941>
- (25)Osteryoung, Jerome S. and Newman, Derek (1993) "What Is a Small Business?," *Journal of Small Business Finance*: Vol. 2: Iss. 3, pp. 219-231.
- (26)Perry, G., Maloney, W., Arias, O., Fajnzylber, P., Mason, A., & Saavedra-Chanduvi, J. (2007). Informalidad: escape y exclusión. World Bank, Washington DC.
- (27)SBIF (2017). "Tercer informe anual sobre los efectos de la aplicación de la Ley N° 20.715", Documentos SBIF, marzo de 2017.
- (28)Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 71(3), 393-410.
- (29)Theurillat, T., Corpataux, J., & Crevoisier, O. (2008). The impact of institutional investors on corporate governance: A view of Swiss pension funds in a changing financial environment. *Competition & Change*, 12(4), 307-327.
- (30)Tirole, J. (1988). *The theory of industrial organization*. MIT press.