



**Banco
Interamericano de
Desarrollo**

Sector de Capacidad
Institucional y
Finanzas

Ideas iniciales

**Acceso a financiamiento y
leyes de garantías mobiliarias
y quiebras**

Rosa Matilde Guerrero

Kurt Focke

Ana Cristina Mejía de Pereira

NOTAS TÉCNICAS

IDB-TN-124

Mayo 2010

Ideas iniciales

Acceso a financiamiento y leyes de garantías mobiliarias y quiebras

Rosa Matilde Guerrero
Kurt Focke
Ana Cristina Mejía de Pereira



Banco Interamericano de Desarrollo

2010

© Banco Interamericano de Desarrollo, 2010
www.iadb.org

Las “Notas técnicas” abarcan una amplia gama de prácticas óptimas, evaluaciones de proyectos, lecciones aprendidas, estudios de caso, notas metodológicas y otros documentos de carácter técnico, que no son documentos oficiales del Banco. La información y las opiniones que se presentan en estas publicaciones son exclusivamente de los autores y no expresan ni implican el aval del Banco Interamericano de Desarrollo, de su Directorio Ejecutivo ni de los países que representan.

Este documento puede reproducirse libremente a condición de que se indique que es una publicación del Banco Interamericano de Desarrollo.

1300 New York Ave. NW, Washington, D.C., U.S.A.

Contactos: Rosa Matilde Guerrero (ROSAG@iadb.org); Kurt Focke (KURTF@iadb.org)

Resumen *

Sistemas financieros bien desarrollados son fundamentales para el crecimiento económico y el alivio de la pobreza, ya que las imperfecciones del mercado financiero restringen el acceso de empresarios pequeños y hogares de bajos ingresos a servicios financieros. Mercados financieros desarrollados incluyen cuatro elementos: 1) respeto por los derechos de propiedad; 2) sistemas de divulgación y contabilidad que promuevan transparencia; 3) sistema legal que protege el cumplimiento de contratos; y 4) infraestructura regulatoria que proteja a los consumidores, promueva la competencia y controle la toma de riesgos excesivos. Los países cuyo sistema legal y regulatorio apoya a que los intermediarios financieros recuperen el total del valor presente de sus acreencias, tienen intermediarios financieros más eficientes que aquellos donde la ley es débil. Por tanto, la ejecución de procesos de reforma que mejoren el marco legal de garantías y quiebras contribuirá a que el sistema financiero promueva el acceso de amplios sectores de la población a sus servicios. La Organización de Estados Americanos aprobó en el 2006 una ley modelo de garantías mobiliarias, con el propósito de impulsar prácticas y regulaciones uniformes del crédito comercial colateralizado, aumentar el acceso a crédito de las PyME y facilitar el desarrollo de los mercados financieros. Hasta octubre de 2009, México (2000 y 2003), Perú (2006), Guatemala (2007) y Honduras (2009) habían aprobado la ley modelo. Varios países de la región han reformado los marcos legales aplicables a los procesos de bancarrota o quiebra empresarial, con el objetivo de alinear los incentivos empresariales de manera económicamente eficiente, mejorar la protección de los inversionistas y ampliar el acceso a crédito en sus mercados financieros.

* Rosa Matilde Guerrero es Especialista Líder en Mercados Financieros en la División de Mercado de Capitales e Instituciones Financieras del Sector de Capacidad Institucional y Finanzas del BID. Kurt Focke es Jefe de División de la División de Mercado de Capitales e Instituciones Financieras del Sector de Capacidad Institucional y Finanzas del BID. Ana Cristina Mejía de Pereira es consultora del BID. Los autores agradecen al consultor Marco Rodríguez por su valioso aporte bibliográfico, que permitió fortalecer esta nota técnica, y a Luis Jiménez Galarza, consultor internacional del BID, por su apoyo técnico en la revisión y edición del documento.

Desarrollo del mercado de servicios financieros, acceso a crédito y crecimiento económico en América Latina

Relaciones entre crecimiento económico y servicios financieros

La importancia del alcance de los servicios financieros para el desarrollo ha sido sólidamente establecida en la investigación económica¹. Existe una relación fuertemente positiva entre la profundización del acceso a servicios financieros y el crecimiento económico². Además, se ha demostrado ampliamente la importancia de un sistema financiero bien desarrollado para el crecimiento económico y el alivio de la pobreza, ya que las imperfecciones del mercado financiero, tales como las asimetrías de información (que producen selección adversa y riesgo moral), costos de transacción (que producen exclusión) y la debilidad institucional (que genera costos adicionales al proceso de cumplimiento de los contratos), son restricciones que actúan particularmente en contra de los empresarios pequeños y los hogares de bajos ingresos, dado que su carencia de garantías, relaciones e historial crediticio les obstaculiza el financiamiento de proyectos de inversión con potencial rendimiento, con la consiguiente pérdida de eficiencia en la asignación de recursos y efectos negativos sobre el crecimiento económico y la pobreza.

Además, en tanto que la falta de acceso al financiamiento impide el surgimiento de nuevas empresas, las restricciones financieras actúan también en contra del crecimiento de las empresas existentes, limitando un mejor aprovechamiento de las oportunidades económicas y el proceso de crecimiento de los países, y obstaculizando el proceso de “destrucción creativa” schumpeteriano, donde la reproducción del capital se origina por la asignación de recursos financieros a nuevos emprendedores más eficientes.

En los últimos años, el tema de acceso a servicios financieros ha despertado el interés especial de los formuladores de política y las instituciones internacionales, que encuentran en las imperfecciones del mercado un obstáculo que impide que los procesos de reforma del sistema financiero, emprendidos por la mayoría de los países a partir de los años ochenta, rindan los

¹ Véase Levine, Loayza y Beck (2000), Levine (2005), Beck, Demirgüç-Kunt y Levine (2004), Honohan (2004), Beck y De la Torre (2006), Claessens (2006) y Beck, Demirgüç-Kunt y Martínez Peria (2005).

² El Banco Mundial (2001) estima que duplicar el crédito al sector privado produce un aumento del 2% en la tasa de crecimiento del PIB.

beneficios esperados en materia del acceso a crédito de las PyME y los hogares de bajos ingresos, y en el aumento del crecimiento económico³.

Es ampliamente reconocido que el acceso a servicios financieros y su utilización no son sinónimos. Mientras que las limitaciones de acceso a servicios financieros están en función de alguna forma observable de restricción que impide el uso de servicios financieros por un grupo determinado, el uso real de servicios financieros puede estar afectado por la baja utilización de los mismos por parte de un segmento poblacional, ocasionada por factores como falta de voluntad, educación o información y costo. En este sentido, las limitaciones pueden ser geográficas (escasez de puntos de servicio o falta de proximidad a ellos), socio-económicas (inaccesibilidad por razones étnicas, de ingreso o culturales específicas) y de oportunidad (falta de garantías, relaciones o historial crediticio).

En la práctica, las restricciones pueden agruparse desde el punto de vista de la oferta de servicios financieros, centradas alrededor de los costos de prestación de servicios (costos fijos, tamaño del mercado, tecnología disponible, infraestructura y comunicaciones, ingreso per cápita y su distribución, políticas macroeconómicas y efectividad de los sistemas de información y contractuales), y de la demanda, centradas alrededor del ingreso, precio de los servicios, educación financiera y factores culturales. La oferta y demanda combinadas determinarán la proporción de población bancarizable, es decir, aquella a la cual el sector financiero llega con servicios de pagos, ahorro y crédito. Cuando la población bancarizable es una proporción muy baja de la población total en términos absolutos o cuando en dos países con grados similares de desarrollo relativo existe una brecha notable entre sus proporciones de población bancarizable, se puede identificar un problema de acceso a servicios financieros, que los encargados de formular la política económica tratan de resolver mediante la implementación de políticas destinadas a fomentar el desarrollo del mercado o a mejorar su funcionamiento, según sea la naturaleza del problema de acceso identificado.

Las políticas para desarrollar el mercado consisten en reformas estructurales que, además de incrementar el tamaño del mercado, expanden el alcance del sistema financiero mediante mejoras a sus instituciones y a factores como la infraestructura de transporte y comunicaciones, el régimen laboral y los costos generales de hacer negocios. Las políticas para mejorar el

³ Las reformas estuvieron encaminadas a eliminar los controles a las tasas de interés, privatizar los intermediarios financieros públicos, liberalizar la entrada de nuevos intermediarios y eliminar el crédito dirigido.

funcionamiento del mercado normalmente están orientadas a promover la competencia, crear estímulos y marcos regulatorios que incentivan la minimización de costos y crear mecanismos para una salida ordenada de intermediarios inviables, con el propósito de favorecer la consolidación del mercado, el surgimiento de instituciones más grandes y el aprovechamiento de economías de escala.

Un elemento esencial de un proceso exitoso de ampliación del acceso a servicios financieros es la identificación de reformas legales, regulatorias y de políticas que promuevan el desarrollo de los intermediarios financieros para influir positivamente en el crecimiento económico. Varios estudios comparativos realizados entre diferentes países encontraron que el grado al cual los intermediarios financieros pueden adquirir información acerca de las empresas, contratar legalmente y hacer cumplir los contratos puede influir positivamente en la habilidad de los intermediarios financieros para identificar emprendedores valiosos, administrar los riesgos, ejercer control corporativo, movilizar ahorros y facilitar el intercambio (Levine, Loayza y Beck, 2000; y De la Peña y Fleisig, 2002).

En este sentido, el acceso a servicios financieros debe considerarse como un bien público, en vista de que es esencial para habilitar la participación de sectores más amplios de la población en los beneficios de una economía moderna, basada en el buen funcionamiento del mercado, de forma análoga a la manera en que el acceso a agua potable, servicios de salud y educación promueve la mejora de la calidad de vida. Los países cuyo sistema legal y regulatorio otorga prioridad a que los intermediarios financieros recuperen el total del valor presente de sus activos frente a empresas y personas, tienen intermediarios financieros que funcionan mejor que aquellos países donde el sistema legal y regulatorio provee un apoyo más débil a los acreedores. La evidencia también sugiere que el cumplimiento de contratos, la transparencia en la información contable de las empresas y un sistema legal y regulatorio que favorece el cumplimiento de los derechos de los acreedores son factores que impulsan positivamente el desarrollo de los intermediarios financieros con repercusiones positivas sobre el crecimiento económico. De ahí que el sistema legal y regulatorio influye de forma fundamental sobre la capacidad de los intermediarios financieros para proveer servicios de alta calidad. Por lo tanto, la ejecución de procesos de reforma que reduzcan las brechas entre América Latina y otras regiones del mundo, donde el sistema financiero promueve el acceso de amplios sectores de la población a sus servicios, contribuye positivamente al aumento del crecimiento y al desarrollo económico.

El desarrollo de los servicios financieros en América Latina

Autores como Beck, Demirguc-Kunt y Martínez Peria (2005) y Rojas-Suárez (2007) han desarrollado metodologías para medir el acceso a servicios financieros a partir de indicadores cuantitativos de alcance de los servicios financieros, basados en variables como el número de puntos de servicio y otros elementos de la infraestructura bancaria, así como el número de cuentas y el tamaño promedio de crédito y depósitos relacionados con el número de habitantes de los países y el PIB, lo que permite realizar análisis comparativos y determinar las brechas existentes. Los datos de Rojas-Suárez en particular, construidos a partir de una encuesta ejecutada a través de la Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN) (2007), y comparados contra los datos de Beck, Demirguc-Kunt y Martínez Peria (2005) de 2003 y 2004, permiten reflejar las brechas, así como la tendencia de las mismas entre estos dos períodos.

Cuadro 1. Sucursales bancarias y cajeros automáticos por cada 100.000 habitantes en América Latina

Países	No. de sucursales		No. de cajeros automáticos		No. de Puntos de Servicio (PdS)
	Encuesta FELABAN Datos 2007	Encuesta Banco Mundial Datos 2003–2004	Encuesta FELABAN Datos 2007	Encuesta Banco Mundial Datos 2003–2004	Encuesta FELABAN Datos 2007
Argentina	9,70	10,01	19,47	14,91	n.d.
Bolivia	3,65	1,53	6,90	4,80	n.d.
Brasil	9,43	9,38	32,00	25,18	1.018,13
Colombia	8,57	8,74	15,64	11,87	163,70
Costa Rica	9,99	9,59	9,03	n.d.	232,21
Chile	10,58	9,39	31,09	24,03	243,90
Ecuador	7,84	9,30	8,07	6,32	n.d.
El Salvador	4,83	4,62	13,32	11,07	172,41
Guatemala	10,83	10,12	9,09	n.d.	234,31
Honduras	8,75	7,36	8,47	3,56	n.d.
México	8,09	7,63	24,95	16,63	297,11
Nicaragua	2,84	2,85	n.d.	2,61	n.d.
Panamá	15,83	12,87	22,25	16,19	267,00
Perú	4,81	4,17	8,90	5,85	n.d.
República Dominicana	7,38	6,00	17,31	15,08	262,10

Uruguay	9,28	6,39	11,59	n.d.	n.d.
Venezuela	11,16	10,24	16,64	16,60	n.d.
Promedio América Latina	8,45	7,66	14,98	12,48	n.d.
Promedio países en desarrollo		6,75		11,48	n.d.
Promedio países desarrollados		30,60		64,30	n.d.

Fuentes: Rojas-Suárez (2007), FELABAN (2007), Beck, Demirgüç-Kunt y Martínez Peria (2005).

Como se desprende de los datos presentados en el cuadro 1 anterior, a pesar de que, en promedio, el acceso a servicios financieros en América Latina medido a través del número de puntos de servicio (PdS) se ha reducido ligeramente entre 2003–2004 y 2007, y que el promedio regional latinoamericano es mayor al de los países en desarrollo de la muestra de Beck, Demirgüç-Kunt y Martínez Peria, los promedios de América Latina solo alcanzan un 27,6% en el caso de sucursales y 23,3% en el caso de cajeros automáticos, con respecto al promedio de los países desarrollados. No hay datos que permitan establecer comparaciones con relación al uso de PdS (puntos de venta), aunque estos puntos de servicio tienen un potencial de utilización importante por su capacidad para generar economías de escala.

Cuadro 2. Indicador de acceso de la población a servicios bancarios por individuos

Países	Indicador de acceso % de la población adulta	Clasificación según el grado de acceso a servicios financieros
Argentina	28,00	Bajo acceso
Bolivia	8,85	Bajo acceso
Brasil	43,00	Bajo a mediano acceso
Colombia	42,71	Bajo a mediano acceso
Costa Rica	40,38	Bajo a mediano acceso
Chile	60,00	Mediano acceso
Ecuador	35,80	Bajo acceso
El Salvador	38,12	Bajo a mediano acceso
Guatemala	32,00	Bajo acceso
Honduras	36,74	Bajo acceso

Países	Indicador de acceso % de la población adulta	Clasificación según el grado de acceso a servicios financieros
México	25,00	Bajo acceso
Nicaragua	13,08	Bajo acceso
Panamá	46,00	Bajo a mediano acceso
Perú	24,60	Bajo acceso
República Dominicana	29,00	Bajo acceso
Uruguay	42,00	Bajo a mediano acceso
Venezuela	49,47	Bajo a mediano acceso

Fuente: Rojas-Suárez (2007); categorías: Bajo acceso = un tercio o menos de la población adulta; Bajo a mediano acceso = alrededor del 40% de la población adulta; Mediano acceso = entre 50 y 60% de la población adulta; Alto acceso = mayor al 60% de la población adulta (ningún país).

En general, el acceso a servicios financieros en los países latinoamericanos medido en términos de la utilización de los mismos, como muestra el Cuadro 2, está entre bajo y mediano, con predominio del primero. Las conclusiones de Beck, Demirguc-Kunt y Martínez Peria (2005) sugieren que un alto grado de desarrollo en los intermediarios financieros ejerce un impacto positivo, grande y significativo sobre el crecimiento económico. Como determinantes del grado de desarrollo de la intermediación financiera se utilizan tres aspectos: los derechos legales de los acreedores, la solidez del cumplimiento de contratos a término sin modificaciones y el nivel de los estándares de contabilidad corporativos. Los derechos legales de los acreedores incluyen: 1) la reposición de garantías o liquidación de empresas después de la suspensión de pagos, 2) la remoción de administradores en las reorganizaciones corporativas y 3) un grado alto de prioridad en relación a otros reclamos en los procesos de quiebra para acreedores garantizados. En general, las estimaciones confirman que en los países donde los tres aspectos determinantes del desarrollo de la intermediación financiera funcionan correctamente, los intermediarios financieros son capaces de reducir los costos de transacción y de información, induciendo un proceso más eficiente de asignación de los recursos y un crecimiento más rápido.

Aunque la encuesta de FELABAN (2007) en que se basa el trabajo de Rojas-Suárez no exploró las razones para la baja utilización de servicios financieros en los distintos países de la muestra, sí detectó algunos sectores empresariales con problemas de acceso bien definidos: las PyME y las microempresas. En una muestra de 4 países (Colombia, Chile, El Salvador y Honduras), el crédito empresarial otorgado por el sistema bancario se canalizó en promedio en

un 65,4% a las empresas grandes, un 22,8% a las empresas medianas, un 9,51% a las empresas pequeñas y un 4,69% a las microempresas.

Entre los factores que limitan el acceso al crédito de las PyME y las microempresas, se encuentran tanto factores sociales (bajos ingresos, informalidad, falta de cultura financiera) como económicos (falta de colateral, costos, asimetrías de información), que no han podido ser resueltos por el mercado y que en todos los países latinoamericanos tienen alta importancia como obstáculos a la bancarización de estas empresas. Entre los factores institucionales se encuentran la regulación inadecuada de los derechos de los acreedores, problemas en la ejecución de garantías, cargas impositivas distorsionantes (es decir, el impuesto a las transacciones financieras en Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Perú y Venezuela), controles a las tasas de interés y los préstamos dirigidos. En general, en América Latina, cuando las PyME tienen acceso a crédito, las condiciones son mucho peores que, por ejemplo, en Estados Unidos; pagan tasas de interés más altas; obtienen préstamos relativamente más pequeños en función de su flujo de caja; y los plazos del crédito son mucho más cortos (De la Peña y Fleisig, 2002).

El factor de bajos ingresos no solo afecta a las PyME y microempresas, sino también a los hogares que padecen de la misma condición. Así, los hogares cuyo ingreso se encuentra en los dos quintiles más bajos de la distribución, las etnias, aquellos con mujeres y jóvenes cabeza de familia y los que no poseen vivienda están desproporcionadamente representados entre la población no bancarizable y con frecuencia tampoco reciben atención para pagos de servicios, ya que en muchos países, el acceso a estos servicios está condicionado a la titularidad de una cuenta de depósito. Las causas de esta exclusión financiera se relacionan con los bajos niveles de ingreso que no permiten la acumulación de excedentes para el ahorro, las altas tarifas que cobran los intermediarios por servicios, el requisito de saldos mínimos para mantenimiento de cuentas y la falta de cultura financiera, así como otros factores culturales.

La falta de garantías reales, en particular, causa que las condiciones del crédito para las PyME con acceso a crédito sean más onerosas. En Estados Unidos, el 82% de los préstamos por debajo de US\$100.000 son créditos con garantía real; el 96,5% de los créditos a un año, clasificados “sin riesgo”, son con garantía real sobre bienes (De la Peña y Fleisig, 2002). En América Latina, las PyME no pueden ofrecer bienes en garantía de manera aceptable para los intermediarios financieros, principalmente por diferencias en la legislación que rige la

constitución de garantías reales. La mayoría de las PyME operan en sectores de actividad donde la mayoría de los activos que comprenden su capital son bienes muebles. Cuando el sistema legal impide que estos bienes se utilicen eficientemente como garantía de créditos, el intermediario financiero no puede mejorar las condiciones en las que ofrece crédito a las PyME, ya que por la vía de la tasa de interés y otras condiciones del financiamiento debe recuperar los riesgos más altos en que incurre en la operación crediticia.

Aunque, en apariencia, la figura de la prenda está presente en casi toda la legislación comercial latinoamericana para su utilización como respaldo en transacciones de crédito, en la práctica, la operación económica de esta figura no permite que los acreedores puedan recuperar el valor presente de sus créditos, por distintas causas. En este contexto, el único sustituto para el crédito colateralizado con garantías reales es el crédito fiduciario (también denominado quirografario) o a sola firma, figura utilizada por muchos microempresarios y propietarios de PyME, que usan el crédito de consumo para financiar los negocios, como única alternativa disponible, con el inconveniente de que los montos a que tienen acceso son menores, los costos son más altos y los plazos son más cortos.

Elementos esenciales para el desarrollo de la intermediación financiera

De acuerdo al trabajo de Rajan y Zingales (2003), un mercado financiero desarrollado incluye cuatro elementos: 1) respeto por los derechos de propiedad; 2) un sistema de divulgación y contabilidad que promueve transparencia; 3) un sistema legal que protege el cumplimiento de contratos; y 4) una infraestructura regulatoria que protege a los consumidores, promueve la competencia y controla la toma de riesgos excesivos.

A los efectos de evaluar el cumplimiento de las legislaciones nacionales con las mejores prácticas internacionales en materia de protección de derechos, el Banco Mundial lideró un trabajo desarrollado en colaboración con otras instituciones financieras multilaterales en el que reunió una serie de 35 principios y líneas rectoras para sistemas eficientes de insolvencia y derechos de los acreedores que, a partir del año 2002, ha venido utilizando en conexión con el programa para desarrollar Informes sobre la Observancia de los Códigos y Normas (IOCN), y que sirve para ayudar a los países en el establecimiento de prioridades de reforma. Los temas cubiertos por los principios son: legislación, sistemas y procesos para los créditos garantizados y no garantizados y ejecución de los contratos; legislación sobre insolvencia empresarial,

liquidación y reorganización, administración societaria y papel de los acreedores, así como la prelación de los derechos; marco legislativo para acuerdos informales; y, finalmente, la implementación de los sistemas de insolvencia en la judicatura. Otros sistemas e indicadores permiten la evaluación comparativa entre países de los elementos de un mercado financiero desarrollado. En el Cuadro 3, seleccionamos entre los datos del informe *Doing Business 2010* (que compara 183 países) (Banco Mundial, 2010) los indicadores relevantes para los países de América Latina sobre los elementos de un mercado financiero desarrollado.

Cuadro 3. Clasificación de los países de América Latina en el índice *Doing Business 2010*. Rubros seleccionados

País	Posición global	Acceso a crédito	Protección a inversionistas	Cumplimiento de contratos	Cierre de una empresa
Argentina	118	61	109	46	86
Belice	80	87	119	168	25
Bolivia	161	113	132	136	62
Brasil	129	87	73	100	131
Chile	49	71	41	69	114
Colombia	37	61	5	152	32
Costa Rica	121	61	165	132	101
Ecuador	138	87	132	101	134
El Salvador	84	43	119	50	81
Guatemala	110	4	132	103	93
Honduras	141	30	165	175	118
México	51	61	41	81	24
Nicaragua	117	87	93	67	70
Panamá	77	30	109	119	75
Paraguay	124	71	57	104	119
Perú	56	15	20	114	99
Uruguay	114	43	93	96	46
Venezuela	177	177	178	74	151

Fuente: Banco Mundial (2010); la mejor posición en la clasificación entre 183 países está indicada por el número 1. La posición global incluye además la evaluación de otros elementos no registrados en este cuadro: trámites para iniciar un negocio, permisos de construcción, empleo de trabajadores, registro de propiedad, pago de impuesto y comercio extra-fronterizo.

En términos globales, entre los países de la región solo Colombia (posición 37) y Chile (posición 49) ocupan posiciones dentro de los primeros 50 países en el mundo con un buen clima de negocios, aunque en la medición de los elementos individuales relevantes a esta nota técnica,

existen disparidades importantes en los temas de cumplimiento de contratos y acceso a crédito para Colombia y cierre de una empresa y acceso a crédito para Chile. Las posiciones globales más bajas están ocupadas por Venezuela (posición 177) y Bolivia (posición 161). En Centroamérica, todos los países necesitan reformas para mejorar la protección a los inversionistas, aumentar la eficiencia y acortar los procesos de cierre de empresas por insolvencia y fortalecer el proceso contractual y su cumplimiento. En términos de los componentes del elemento de acceso al crédito, que también son pertinentes al desarrollo del mercado financiero, la evaluación se presenta en el Cuadro 4.

Cuadro 4. Subcomponentes del indicador de acceso al crédito (países de América Latina)

País	Índice de protección de derechos legales (0 a 10)	Índice de profundidad de la información financiera (0 a 6)	Cobertura de los organismos de crédito públicos (% de población adulta)	Cobertura de las agencias de crédito privadas (% de la población adulta)
Argentina	4	6	34,3	100,0
Belice	8	0	0	0
Bolivia	1	6	11,6	33,9
Brasil	3	5	23,7	59,2
Chile	4	5	32,9	33,9
Colombia	5	5	0	60,5
Costa Rica	5	5	24,3	56,0
Ecuador	3	5	37,2	46,0
El Salvador	5	6	21,0	94,6
Guatemala	8	6	16,9	28,4
Honduras	6	6	21,7	58,7
México	4	6	0	77,5
Nicaragua	3	5	16,0	28,4
Panamá	6	6	0	45,9
Paraguay	3	6	10,9	47,4
Perú	7	6	23,0	31,8
Uruguay	5	6	17,8	97,2
Venezuela	2	0	0	0

Fuente: Banco Mundial (2010).

Los indicadores sugieren amplio espacio para mejoras en los mercados de crédito, tanto en la protección de derechos de los acreedores, como en los sistemas de divulgación de la información financiera y en los de información de crédito. Entre los países centroamericanos, Costa Rica, El Salvador, Honduras y Nicaragua requieren todavía reformas orientadas a la protección de los derechos de los acreedores; todos los países requieren reformas orientadas a incrementar la profundidad y transparencia de la información financiera y, con excepción de las agencias privadas en El Salvador, la cobertura de los sistemas de información crediticia tiene amplio margen para expandirse.

Ante la evidencia empírica de que los países donde se respetan los derechos de los acreedores tienen mayores niveles de intermediación financiera, los organismos de cooperación internacional, las instituciones financieras multilaterales y los gobiernos de la región, reconociendo que la importancia de las instituciones en el desarrollo del sistema financiero es un elemento indispensable para acelerar y dar sostenibilidad al crecimiento económico, han promovido una segunda ola de reformas a dicho sistema.

Esfuerzos de reforma para ampliar el acceso a servicios financieros

Las relaciones financieras incluyen normalmente la participación de tres actores: un prestamista, que proporciona los recursos; un prestatario, que invierte esos recursos y se compromete a devolverlos junto con los intereses en una forma determinada; y el sistema judicial, que obliga al prestatario a cumplir su compromiso en caso de surgir una disputa entre este y el prestamista. Así, la función judicial es fundamental, pues castiga cualquier conducta oportunista por parte del prestatario, evita que tome riesgos excesivos o se comporte negligentemente o, simplemente, que utilice los fondos de manera incorrecta. Si esta función judicial no se ejerce cabalmente, el prestamista ni siquiera consideraría la posibilidad de otorgar un crédito, pues ante la posibilidad de que el prestatario se rehusara a pagar, quedaría en indefensión. Incluso si los contratos de crédito incluyeran la constitución de una garantía real, la misma se haría efectiva únicamente si existe un poder judicial capaz de asegurar esta adjudicación, en caso de que el prestatario no cumpla con el pago.

Una función judicial eficaz realiza los procesos y ejecuta las sentencias con eficiencia, a costos justos y en un plazo razonable; conduce los procesos de manera justa y transparente; emite resoluciones predecibles; y asegura el acceso a la justicia para todos los agentes (Arrieta y

Luy, 2002). En este sentido, la presencia de credibilidad o de confianza en la judicatura constituye una dimensión central de la fortaleza institucional necesaria para el desarrollo de los sistemas financieros en un país democrático. En este contexto, varios países de América Latina—entre ellos, El Salvador, Honduras, Nicaragua, Chile, Colombia, Brasil, Argentina y Ecuador—han emprendido procesos de reforma de su sistema judicial, apoyados por créditos, donaciones y asistencia técnica del Banco Mundial, el BID y USAID. Los cuatro objetivos principales de estos procesos de reforma incluyen: i) fortalecimiento de la independencia e imparcialidad de la judicatura; ii) mejoramiento de la eficiencia de las cortes; iii) facilitación del acceso a la justicia; y iv) creación de sistemas de rendición de cuentas para la judicatura. Estos elementos y la fortaleza del poder judicial no son considerados solo por su contribución al buen funcionamiento de la intermediación financiera sino, también, por su importancia dentro del contexto más amplio del buen funcionamiento del Estado en la adhesión de la sociedad al estado de derecho (*rule of law*) y en la confianza que deposita en este.

Sin embargo, es importante resaltar que las funciones de la justicia que son relevantes para el desarrollo de la intermediación financiera no solo se limitan a asegurar la ejecución de las garantías en caso de incumplimiento, sino que presentan otros aspectos igualmente importantes para la eficiencia económica. Por ejemplo, surge un problema de ineficiencia cuando, en caso de insolvencia de un prestatario, el prestamista se apropia de los bienes dados en garantía y los liquida separadamente, lo que, en la medida que esos activos posean mayor valor como conjunto, genera una pérdida de valor. En ese caso, la judicatura también puede proveer cierta defensa al prestatario, que le posibilite un procedimiento apropiado de bancarrota para disponer de sus activos en forma eficiente y ordenada, y así lograr la maximización de su valor. En síntesis, la legislación debe proteger los derechos de los acreedores, pero buscando un punto óptimo que no limite la oferta de crédito por un riesgo excesivo y que a su vez no desincentive la demanda por la posibilidad de que, en caso de incumplimiento, el prestamista cometa abusos.

En consecuencia, desde el punto de vista del desarrollo de los sistemas financieros, la segunda generación de reformas al sector financiero en América Latina procura el fortalecimiento y la modernización de la legislación e instituciones que sirven de apoyo al desarrollo de los mercados financieros y sus participantes, de acuerdo con las mejores prácticas internacionales. En este contexto, la expresión “mejores prácticas internacionales” se refiere en términos generales a aquellas prácticas e instituciones comerciales más eficientes, que la

costumbre ha creado en los países más desarrollados a través de los siglos y que no solo se encuentran todavía en uso, sino que son generalmente aceptadas por los comerciantes, aun por los originarios de países en desarrollo, en sus relaciones comerciales con sus contrapartes de países desarrollados, por tratarse de los medios más eficientes de realizar transacciones⁴. Entre estas instituciones, los procesos de reforma de segunda generación han hecho énfasis particular en las dos con mayor potencial para promover el desarrollo del mercado financiero y ampliar el acceso al crédito: la legislación sobre garantías mobiliarias y la regulación y procedimientos de quiebra empresarial.

Las reformas al régimen de garantías mobiliarias

Uno de los elementos subyacentes a los procesos de reforma, consiste en el reconocimiento de que la legislación comercial internacional debe tender a la uniformidad (Kozolchych, 2009). La razón para observar este principio es que el éxito de una transacción comercial requiere cooperación de las partes, independientemente del lugar donde se desarrolle. Además, las transacciones comerciales se reflejan en contratos con ingredientes legales, que pueden adoptar una multitud de formas, solo limitadas por las necesidades comerciales y financieras y la innovación tecnológica. Los procesos de reforma no están diseñados para “importar” leyes e instituciones de los países desarrollados a los países en desarrollo, sino para extender y poner al alcance de toda la sociedad, las mismas leyes, prácticas e instituciones que han hecho posible la incorporación de las actividades económicas modernas y relacionadas comercialmente con la economía del resto del mundo, relación que ha permitido a estas actividades tener niveles de ingreso y desarrollo superiores a los del resto de los sectores económicos.

Un estudio realizado por el Banco Mundial (2006), que abarcó 120 países, determinó que la mayor parte de la riqueza de un país, aproximadamente un 78%, está constituida por activos intangibles y esta medida incluye el capital humano y social, junto a los elementos de gobernabilidad que propulsan la productividad de la economía: un sistema judicial muy eficiente, claridad en los derechos de propiedad y un gobierno efectivo resultan en una riqueza total mayor y, por lo tanto, en un aumento en el capital intangible. Según este estudio, aproximadamente un

⁴ Es decir, la *letrera de cambio* genovesa del siglo XII, la contabilidad de doble entrada florentina del siglo XIV, los cheques creados en la Inglaterra del siglo XVII, las cédulas hipotecarias alemanas del siglo XVIII y la carta de crédito anglo-americana del siglo XIX (Kozolchych, 2009).

57% del capital intangible es resultado directo de un sistema legal efectivo, y un 36%, de un sólido sistema educativo.

La OEA, en consonancia con los objetivos de la segunda generación de reformas mencionados y con el propósito de impulsar prácticas y regulaciones uniformes para el tratamiento legislativo del crédito comercial colateralizado, aumentar el acceso a crédito de las PyME y facilitar el desarrollo de los mercados financieros en el hemisferio occidental, tomó en consideración que las prácticas y regulaciones en Estados Unidos y Canadá relativas al crédito comercial presentan uniformidad, a diferencia del resto del continente, y aprobó en el año 2006 una ley modelo de garantías mobiliarias, cuya adopción recomendó a todos los países miembros. La ley modelo está basada en los Doce Principios de la Ley de Transacciones Colateralizadas para las Américas del National Law Center for Inter-American Free Trade (NLCIFT). Hasta octubre de 2009, solo México (2000 y 2003), Perú (2006), Guatemala (2007) y Honduras (2009) habían aprobado la ley modelo, aunque en el caso de México y Perú, expertos del NLCIFT señalan divergencias del texto aprobado que dificultan su implementación (véase Kozolchyk, 2009). En El Salvador se debate su adopción, y los gobiernos de Ecuador y Costa Rica han expresado interés en llevar adelante esta iniciativa.

La Ley de Garantías Mobiliarias de Perú

El 1 de marzo de 2006 se publicó en *El Peruano* (Gaceta Oficial de Perú) la Ley 28677, Ley de Garantías Mobiliarias. De acuerdo al NLCIFT, existen en su contenido muchas contradicciones con los principios y la ley modelo de la OEA (Kozolchyk, 2009). Entre estas contradicciones se cuenta el requerimiento de aviso por parte de un notario público al “primer interés garantizado” de las garantías constituidas sucesivamente sobre el mismo activo, lo que al excluir los demás interesados constituye una provisión incompleta y costosa.

La ley peruana impide que los transportistas o almacenadores utilicen las mercancías como garantía de pago sobre servicios prestados y no pagados, y también malinterpreta lo que son activos procedentes en el caso de bienes manufacturados y cómo estos activos procedentes pueden ser utilizados como garantía, al requerir que los bienes fabricados a partir de otros, a los cuales reemplazan, deban ser de la misma clase. Otro inconveniente de la ley peruana es que, para registrar la garantía de un financiamiento, exige no solamente que se dé aviso al registro, como lo requiere la ley modelo, sino que además se presente el “acto jurídico constitutivo de la

garantía”, lo que convierte al registrador en un evaluador de la validez jurídica de los contratos de garantía y, además, exige elementos adicionales a los requeridos en la ley modelo para efectuar el registro. La ley peruana crea dos registros, un registro de propiedades muebles y otro de contratos de garantía, que se traslapan y compiten entre sí y, finalmente, no clarifica la relación entre estos dos registros y otros ya existentes, exigiendo además que los dos nuevos registros verifiquen los poderes de representación de los intervinientes en los acuerdos de garantía, así como la no interrupción de la cadena de propiedad de los bienes muebles utilizados como colateral.

La Ley de Garantías Mobiliarias de Guatemala

El 24 de octubre de 2007 se aprobó en el Congreso de Guatemala el Decreto 51-2007 contentivo de la Ley de Garantías Mobiliarias, que es la primera ley latinoamericana totalmente congruente con la ley modelo de la OEA. El proceso de elaboración y aprobación de la ley tomó cerca de tres años y su objetivo se definió como la habilitación de pequeños productores para utilizar sus herramientas, equipos, cosechas y cultivos como garantía de créditos, de modo de generar un aumento en el capital de trabajo de estos pequeños productores y fortalecer su capacidad productiva. La operativa de la ley guatemalteca ha sido limitada en parte por el hecho de que no se contó con fondos suficientes para el establecimiento de un registro definitivo, por lo que se tuvo que comenzar con un registro provisional rudimentario, cuya sustitución esta prevista en el futuro cercano.

La ley guatemalteca define el interés asegurado como el derecho preferente al colateral otorgado, en perfecta consonancia con los principios de la NLCIFT; permite el uso de garantías con y sin desplazamiento para el interés asegurado; requiere solo el consentimiento de las partes expresado por escrito en cualquier forma (incluso electrónica) para reflejar los acuerdos de creación del interés garantizado; y la publicación de la garantía en el registro es suficiente para perfeccionar el derecho preferente según el orden de la publicación, a favor del acreedor garantizado. Todos los tipos de activos mobiliarios, los productos obtenidos de su procesamiento, el dinero obtenido de su venta, derechos de cualquier tipo, títulos-valores y cuentas, inventarios, etc., incluso no negociables, pueden ser utilizados como garantía de crédito. Las provisiones sobre el cumplimiento son novedosas, ya que abarcan no solo las formas

previstas en la ley modelo, sino que incorporan los propios métodos judiciales, extra judiciales y expeditos disponibles en Guatemala.

La Ley de Garantías Mobiliarias de Honduras

El Congreso hondureño aprobó la Ley de Garantías Mobiliarias, convirtiendo a Honduras en el segundo país que cuenta con una legislación conformada siguiendo los doce principios de la NLCIFT y la ley modelo de la OEA. Además, la ley hondureña incorpora innovaciones que no se contemplan en ningún otro país de América Latina (Octavio Sánchez, 2009)⁵: 1) el manejo descentralizado del registro que se crea al colocar el control de estas garantías en manos de las Cámaras de Comercio para su administración; 2) la creación del registro como un proceso auto sostenible, electrónico y automatizado para que no suponga una carga al Estado, y la inscripción y consulta de la información en el mismo pueda ser hecha desde lugares remotos del país o del mundo; y 3) la inscripción que se hace se limita a la presentación de un formulario en el que las partes que contratan entre sí una garantía para ser inscrita en este registro indican una cantidad limitada de datos que se consideran suficientes para dar publicidad a esa garantía.

Los contratos, instrumentos públicos o documentos en los que se pactan esas garantías son archivados como anexos del formulario en mención. La aprobación de la ley, cuyo registro definitivo ya está listo para entrar en funcionamiento, permitirá la realización de nuevas y más seguras operaciones de financiamiento comercial, abriendo la posibilidad de constituir garantías sobre bienes inmateriales, garantías sobre bienes futuros, garantías individuales sobre bienes muebles adheridos a bienes inmuebles, garantías sobre contratos de suministro o contratos de producción y equipo a adquirir, y permite el uso de cadenas productivas o el factoraje revertido, además de facilitar la creación de mercados electrónicos de materias primas y alimentos. Se incluyeron en la ley disposiciones especiales que permiten aprovechar los nuevos vehículos de contratación internacional y venta de bienes por medios electrónicos, al abrirse la posibilidad a la inscripción de garantías sobre títulos-valores y títulos representativos de mercancías emitidos en forma electrónica o que, emitidos en papel, son convertibles en documentos electrónicos y de nuevo en documentos en papel.

⁵ A la fecha de elaboración de esta Nota Técnica, la ley hondureña no había sido sancionada por el Presidente de la República ni publicada en el Diario oficial *La Gaceta*, requisitos indispensables para su puesta en vigencia.

Grupos de interés y obstáculos a los procesos de reforma de los regímenes de propiedad

Las dificultades prácticas encontradas por los países para la ejecución de los procesos de reforma ejemplificados en los casos anteriormente descritos residen fundamentalmente en el contexto en el cual se inician los procesos. Dada la relación directa existente entre la facilidad para registrar propiedades, la posibilidad de contratar y hacer cumplir los contratos de crédito y la relación crédito/PIB, tomada como sinónimo de un aumento en el acceso al crédito derivado de mejores sistemas legales y de propiedad, la cuestión finalmente radica en las razones por las cuales persisten en muchísimos países tantas dificultades para contar con un régimen de propiedad sencillo, expedito y poco costoso.

Los modelos teóricos reconocen generalmente que en un entorno donde los derechos de propiedad son legalmente exigibles, los tomadores de crédito, en ausencia de restricciones a la información, contratarán préstamos con los prestamistas más eficientes, es decir, con aquellos cuyo costo marginal de fondos es más bajo, produciendo un equilibrio de mercado óptimo, donde el nivel de bienestar es máximo para prestamistas y prestatarios. A diferencia del mundo teórico ideal, la realidad presenta restricciones representadas en la incapacidad del prestatario de colateralizar una proporción suficiente de sus activos para tener acceso a la cantidad de crédito que necesita, o en la reacción del prestamista para responder a esta restricción ofreciendo cantidades limitadas de crédito a costos muy altos, especialmente a prestatarios potenciales muy pobres.

En la medida en que las reformas a los regímenes de propiedad resuelven las imperfecciones descritas, mejoran la situación de los prestatarios, que pueden aumentar la proporción de activos a colateralizar, accediendo a mayores cantidades de crédito en mejores condiciones, y transfieren poder a los prestamistas, que compiten por atraerlos, con el incentivo generado por un contrato más seguro. Sin embargo, estas mejoras en el funcionamiento del mercado solo son realizables cuando hay competencia entre los prestamistas en el mercado de crédito, donde se podría esperar que alternativas informales a las legales (como las relaciones, por ejemplo) no sean los mecanismos imperantes que rigen la relación de crédito. En ausencia de competencia, las mejoras de los sistemas de propiedad capacitan al prestamista con mayor poder de mercado para exigir al prestatario una mayor proporción de activos para colateralizar los contratos, sin necesidad de aumentar la cantidad prestada o mejorar las condiciones del préstamo

(Besley y Ghatak, 2009). Desde este punto de vista, no hay mejoras en la eficiencia del mercado y parecería conveniente mantener un régimen de propiedad menos desarrollado pero con una distribución de poder más equilibrada.

Cuando los mercados de crédito se rigen por relaciones sociales, como es el caso de muchos países en desarrollo, los prestamistas con poder político resistirían cualquier mejora del sistema de propiedad que promueva la competencia y el aumento del acceso a crédito, pues disminuiría su poder de mercado y su posición de fuerza frente a los prestatarios. Si los prestatarios son pobres y la competencia es débil, la creación de garantías mediante la mejora de los sistemas de propiedad no necesariamente resultará en un mayor acceso a crédito. En este sentido, para el éxito de los procesos de reforma a los regímenes de propiedad, es importante promover previa o simultáneamente condiciones competitivas en el mercado de crédito.

Incompatibilidades de las reformas con los códigos civiles o comerciales vigentes

Los códigos civiles en la mayoría de los países latinoamericanos se originaron en la legislación francesa del siglo XIX, la que a su vez está sujeta a la influencia del derecho romano. Así, las definiciones básicas, instituciones y disposiciones que contienen y que complementan la legislación comercial, entre otras leyes que rigen la actividad privada en la región, no facilitan el ejercicio de las actividades comerciales y las transacciones de negocios, principalmente por otorgar preeminencia al Estado sobre los derechos de los particulares y por su concepción de las actividades civiles como no lucrativas. Una característica particular de los códigos civiles de extracción francesa es que adscriben gran formalidad a la celebración de contratos y los revisten de formalidades costosas, los sujetan a certificación notarial, tipifican y clasifican las contrataciones que pueden efectuarse, sin consideración de aquellos acuerdos que pueden alcanzarse a través de las comunicaciones más informales que se utilizan diariamente en las transacciones comerciales modernas (Kozolchyck, 2009). Al definir con tanta precisión lo que es un contrato y distinguirlo permanente y universalmente de otros acuerdos que no conforman compromisos, estos códigos normalmente carecen de provisiones para transacciones realizadas entre dos partes distantes (inter ausentes) y para la protección de terceros que realizan financiamientos o adquisiciones sobre la base de registros públicos.

El requerimiento de una causa moral o legal como fundamento de un contrato válido (como un contrato de préstamo) arriesga los derechos de terceros, como en el caso de tenedores

subsiguientes de valores o instrumentos negociables emitidos por los deudores originales, sobre todo cuando el contrato es oneroso, ya que la usura es una actividad considerada inmoral e ilegal. Las provisiones contenidas en estos códigos civiles son también responsables del lento desarrollo de otras instituciones comerciales, como la venta con retención de dominio o las ventas en consignación y otras transacciones sin desposesión, ya que al definir las ventas como “consensuales” y requerir la transferencia de propiedad del vendedor al comprador desde el momento del acuerdo, hacen que la retención del dominio sea muy difícil de justificar.

Las características de estos códigos civiles, que dificultan el uso económico de la garantía prendaria y que son incompatibles con los principios de la ley modelo para garantías mobiliarias son: i) la prenda se constituye formalmente (en escritura pública o contrato privado); ii) se requiere una descripción detallada de la prenda en el contrato de garantía; iii) existe un número cerrado de activos mobiliarios que pueden emplearse como prendas y solo a favor de los participantes directamente interesados; iv) solo se prevén mecanismos judiciales para la recuperación o reposición; y v) existe una limitación en cuanto al valor de la garantía a recuperar exitosamente a favor del acreedor, definida por el valor del activo primario utilizado. En razón de tales incompatibilidades, las reformas legales para la creación de los regímenes de garantías mobiliarias en los distintos países se han creado al margen de los contenidos de los códigos civiles, sin producir reformas en los mismos y como una institución económica separada de las demás.

Por esta razón, la implementación de las leyes de garantías mobiliarias en Guatemala y Honduras va a requerir de un proceso lento de socialización y aprendizaje por parte de los usuarios de crédito y de los intermediarios financieros para asegurar el éxito esperado por la aprobación de la legislación y su uso extendido como elemento para ampliar el acceso al crédito de las PyME y los microempresarios.

Leyes de quiebra, procedimientos para la liquidación de activos empresariales y reformas en América Latina

Varios países de América Latina han reformado los marcos legales aplicables a los procesos de bancarrota o quiebra empresarial en los últimos años con el objetivo de alinear los incentivos empresariales de manera económicamente eficiente, mejorar la protección de los inversionistas y ampliar el acceso a crédito en sus mercados financieros. Un buen procedimiento de quiebra tiene

los siguientes elementos (Hart, 2000): i) debe generar un producto positivo, que maximiza el valor total de la empresa, disponible para ser dividido entre el deudor, los acreedores y otras partes interesadas; ii) debe preservar el carácter vinculante de las deudas, penalizando apropiadamente a la gerencia y los accionistas en estado de bancarrota, los que sin la existencia de consecuencias adversas tienen muy pocos incentivos para pagar las deudas; y iii) finalmente, debe preservar el orden de las obligaciones tal como fue definido al momento de la creación de los contratos, excepto que alguna porción del valor de los activos deba reservarse para los accionistas. Al mejorar sustancialmente la posibilidad de recuperación de valor para los acreedores en una quiebra empresarial, un régimen con estas características tiene efectos positivos inmediatos sobre el mercado financiero.

Araujo y Funchal (2005), utilizando datos del Banco Mundial (2003), establecieron que la región latinoamericana no tiene un procedimiento de quiebra eficiente, acorde con los tres elementos antes mencionados, que la región cuenta con un nivel muy bajo de protección a los derechos de los acreedores y que esto comprime y encarece la oferta de créditos. El estudio también establece que es la región de países de la OCDE la que cuenta con el mejor procedimiento. También concluye que si América Latina pudiera alcanzar el nivel de eficiencia promedio de los países de la OCDE en el procedimiento de quiebra, el margen de intermediación financiero sería 33% menor, el crédito al sector privado aumentaría 32,8% y la tasa de recuperación de los acreedores crecería en 25%. El objetivo primordial, en consecuencia, de cualquier proceso de reforma debería ser alcanzar la mayor tasa posible de recuperación para los acreedores en caso de una quiebra en un tiempo razonablemente corto, ya que esto mejora las expectativas de recuperación y, por ende, reduce el costo del capital, facilitando el financiamiento de las inversiones con deuda.

Entre los países latinoamericanos, Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México y Perú han realizado reformas en las leyes que rigen sus sistemas de insolvencia (Araujo y Funchal, 2005). La mayoría de las reformas se centraron en mejorar los procedimientos de reorganización para apoyar a empresas viables en períodos de dificultades financieras, así como en agilizar y reducir los costos de los procesos de quiebra. Bolivia, Colombia y Brasil, crearon un procedimiento extra judicial para la reorganización corporativa, mejorando en forma indirecta la tasa de recuperación para los acreedores.

La reforma en Chile definió claramente los derechos de cada acreedor y reemplazó on agentes privados a los oficiales que intervenían en el proceso. En conjunto con un buen sistema de garantías y una puesta en vigencia efectiva, la reforma bajó el costo del capital, promovió inversiones, aumentó la razón de crédito/PIB y produjo crecimiento. Todavía existen temas pendientes como la posibilidad de mantener empresas viables operando, la posibilidad de fraude, la larga duración del procedimiento y la ausencia de cortes especializadas en bancarrotas.

En México, la reforma generó una alternativa de reestructuración para deudores comerciales y un proceso ordenado para la liquidación de la masa; también se creó una estructura institucional estatal para la dirección, supervisión y administración del proceso. El país adoptó la ley modelo de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI) para problemas transfronterizos de insolvencia.

En Argentina, se han realizado varias reformas. La más reciente permite tanto la reorganización como la liquidación, es moderna y, en general, consistente con mejores prácticas. No obstante, en 2002, una ley de emergencia que se emitió para apoyar al sector corporativo después de la crisis impuso moratorias en la aplicación de todos los pasos del proceso y minó seriamente la credibilidad de la ley de quiebra.

La última reforma de Brasil introdujo seis cambios clave al proceso de bancarrota: 1) el crédito laboral fue limitado a 150 salarios mínimos; 2) al crédito garantizado se le dio prioridad sobre el crédito fiscal; 3) al crédito no garantizado se le dio prioridad sobre algunos créditos fiscales; 4) la empresa se vende (preferiblemente entera) antes de que se constituya la lista de acreedores, lo que agiliza el proceso y aumenta el valor de la masa liquidable; 5) los pasivos laborales, fiscales y otros pasivos no se transfieren al comprador de la propiedad adquirida en la liquidación; y 6) cualquier nuevo crédito extendido durante el proceso de reorganización es designado prioritario en la eventualidad de una liquidación y las empresas tienen un período de 180 días, durante los cuales no se les puede embargar ningún activo, lo que permite a la administración tiempo suficiente para presentar un plan. Este nuevo proceso de reestructuración de Brasil está inspirado en el capítulo 11 de la ley de bancarrota de los Estados Unidos.

Dadas las particularidades de los procesos de insolvencia en los distintos países y la tendencia, más acentuada en los países menos desarrollados, por la creación de instituciones altamente distorsionantes e ineficientes (a menudo en el intento de solucionar otras distorsiones),

no parece existir un único régimen de insolvencia óptimo que satisfaga todas las necesidades en todos los casos. Por eso, como los países aprenden de la experiencia de otros países, lo más adecuado es que las instituciones financieras multilaterales apoyen los procesos domésticos de consenso. Así proveyen asesoría internacional a abogados, jueces y economistas locales capaces de discernir las ineficiencias, obstáculos e incentivos provenientes de los procesos actuales, para que —con base en las mejores prácticas internacionales— se diseñe una reforma que cumpla con el objetivo general de maximizar la tasa de recuperación. Así preservan el valor de las empresas en dificultades financieras y el de los activos sociales en la economía.

En la medida en que este proceso sea exitoso, contribuirá positivamente al desarrollo de los mercados financieros, la reducción del costo del capital y la ampliación del acceso al crédito. En Centroamérica, las reformas para mejorar los procedimientos de quiebra están todavía por emprenderse. Ha habido iniciativas para reformar los procesos actuales, que en algunos casos ni siquiera se utilizan, dados su complejidad, costo y duración, pero, en la práctica, no se ha podido lograr la aprobación de una ley que cumpla con los elementos requeridos para promover el desarrollo de los mercados financieros.

Asignaturas pendientes: gobernabilidad corporativa, transparencia de la información y mercados de capital

Las economías latinoamericanas se caracterizan por la concentración de la propiedad empresarial, donde los bloques de accionistas mayoritarios expropian a los inversionistas minoritarios, en el marco de una legislación comercial que no impone límites a la extracción de beneficios en forma de ganancias pecuniarias y no pecuniarias por parte de los socios controladores de las sociedades privadas (Mendoza, 2008). Esta situación impide la formación de mercados de capitales suficientemente profundos y líquidos en los países latinoamericanos y, en consecuencia, la transferencia del control de las sociedades empresariales se realiza normalmente en forma privada y mediante el pago de una prima significativa, que refleja la posibilidad de extraer beneficios futuros de una corporación.

Un mercado de acciones sano es central para la innovación y el desarrollo, ya que permite a las empresas acceder a recursos públicos para capitalización a un costo económicamente eficiente; posibilita la aparición de fondos de capital de riesgo (*venture capital funds*), ya que las ofertas públicas iniciales (IPO, por sus siglas en inglés) les permiten a las empresas obtener

rendimientos significativos sobre su inversión y a los accionistas fundadores, retener o readquirir el control de la empresa inscrita. Los mercados de acciones también permiten la formación de portafolios diversificados para mitigar el riesgo y son una alternativa al financiamiento de las expansiones o inversiones de las empresas en presencia de restricciones al acceso a crédito.

En presencia de sistemas ineficientes para el control de los accionistas mayoritarios, la experiencia provee dos alternativas en materia de regulación: la primera proviene del exitoso Novo Mercado brasileño, donde las empresas inscritas se adhieren voluntariamente a estándares mucho más estrictos de gobernabilidad corporativa emitidos por la bolsa de valores (en este caso BOVESPA), conformando una estructura de capas superpuestas de regulación, donde reglas más flexibles coexisten con otras más estrictas; y la segunda, del Mercado de Inversión Alternativo (AIM) de la bolsa londinense, donde la regulación es más flexible y se adapta a las posibilidades de las empresas mediante mecanismos privados de asistencia, supervisión y cumplimiento de la regulación.

Estos mecanismos reconocen que un adecuado funcionamiento de los mercados de capital requiere un flujo adecuado de información de alta calidad y que la promoción de la transparencia no solo asegura este flujo, sino que homogeneiza la calidad de los datos que se proveen a los inversionistas, quienes de esta forma adquieren la capacidad de comparar entre diferentes prospectos de inversión. Apareando la regulación sobre gobernabilidad y la transparencia de la información, se resuelven los problemas de agencia en las empresas inscritas en los mercados organizados. No obstante, el cumplimiento de estas regulaciones tiene costos importantes para las empresas, por lo que su evaluación de los beneficios netos de inscribirse o no en un mercado organizado dependerá de que el éxito de la regulación en reducir el costo del capital compense con creces el aumento de los costos para las empresas inscritas en una jurisdicción determinada.

No obstante, aun si esta condición se cumple para un cierto sector corporativo, una estructura de costos homogénea puede obstaculizar la inscripción de compañías que no pueden costearla, como las PyME, o que derivan mayores beneficios de permanecer sin inscribirse, como las empresas familiares. En consecuencia y sin reducir el nivel de la regulación en el mercado principal, debería ser posible diseñar estructuras de costos “a la medida” de diferentes tipos de empresas, sin descuidar la necesidad de un nivel adecuado de revelación en la

información y la protección de los inversionistas. Estas distintas estructuras de costos tienen el potencial de producir una oferta compuesta por un rango más amplio de valores, diferenciados por el grado de rigor de la regulación aplicable y vinculados al beneficio de reducir los costos del capital para las PyME.

Los costos de inscripción de las empresas como emisoras de títulos de oferta pública en un mercado organizado provienen fundamentalmente del proceso inicial de inscripción y, posteriormente, de la permanencia de dicha inscripción en el tiempo. Así, las tarifas y/o comisiones de inscripción, los gastos legales y por otros servicios profesionales, los servicios contables y de auditoría, así como otros gastos de cumplimiento con la regulación (informes, política de conocer a su cliente, etc.), son costos directos que se suman a otros costos indirectos, como la pérdida de información propietaria y una posible subvaluación de la emisión inicial, la distorsión en la alineación de los incentivos de la administración y los objetivos de los accionistas y, en ocasiones, el aumento de los gastos judiciales por litigación. Esos costos se comparan contra los beneficios de obtención de los fondos necesarios para financiar los planes de expansión o mantenimiento ante el aumento de la competencia, la reestructuración o eliminación de deuda existente, la reducción de los costos del capital, el acceso a financiamiento de más largo plazo, la existencia de un medio de salida para alguna de sus clases de accionistas y el fortalecimiento del prestigio y la visibilidad de la empresa.

Ya sea que la regulación de los mercados principales evolucione normalmente en respuesta a la necesidad de resolver alguna falla del mercado producida por una burbuja especulativa, que se genere una crisis corporativa debido a factores económicos negativos o por algún escándalo resultante de conductas inapropiadas de los administradores de empresas inscritas o que se importe directamente de mercados organizados de países desarrollados con mercados más grandes y diversificados e inversionistas más sofisticados, la estructura de costos que produce puede ser excluyente⁶. También puede inhibir la inscripción de emisores menos capacitados para obtener un beneficio neto positivo de su participación en un mercado organizado de oferta pública.

⁶ Como la crisis de las acciones de compañías *dot com* en 2001 en Estados Unidos, el escándalo de Enron, World Com o Parmalat, y más recientemente, la crisis de los derivados sobre hipotecas de alto riesgo en el mercado inmobiliario estadounidense que se extendió a todo el mundo o el esquema Ponzi de B. Madoff.

La segunda generación de reformas a las regulaciones y apoyo institucional del funcionamiento de los mercados financieros requiere prestar atención a la promoción de mercados de capital integrales mediante la armonización de la necesidad de preservar los niveles de protección a los inversionistas y proveer a los mercados un flujo suficiente de información uniforme y consistente en calidad, con la necesidad económica y social de permitir a las empresas más pequeñas acceso a mecanismos de financiamiento alternativos. Esto es particularmente importante en aquellos mercados donde predomina la presencia de intermediarios financieros bancarios, dado que la regulación de estos intermediarios y su necesidad de reducir el riesgo puede resultar en la exclusión financiera de empresas e inversiones económicamente viables y afectar las posibilidades de crecimiento económico de la región.

Referencias bibliográficas consultadas

- Araujo, Aloiso, y Bruno Funchal. 2005. “Bankruptcy Law in Latin America: Past and Future”. *Economía*. Otoño: 149–216. Proyecto MUSE, Fundación Getulio Vargas, Brasil.
- Arrieta, Alejandro, y Manuel Luy. 2002. “Tiempo de ejecución de garantías y su impacto en el mercado crediticio”. Superintendencia de Bancos y Seguros. Documento de Trabajo DT/01/2002, Lima, Perú.
- Banco Mundial. 2001. “Principios y líneas rectoras para sistemas eficientes de insolvencia y de derechos de los acreedores”. Washington D.C.: Banco Mundial.
- . 2006. *Where Is the Wealth of Nations? Measuring Capital for the 21st Century*. Washington, D.C.: Banco Mundial.
- . 2010. *Doing Business 2010: Reforming through Difficult Times*. Washington, D.C.: Banco Mundial, IFC y Palgrave MacMillan.
- Barr, Michael. 2004. “Banking the Poor: Policies to Bring Low-Income Americans into the Financial Mainstream”. University of Michigan Law School. The John M. Olin Center for Law & Economics Working Paper Series, Paper 48. The Berkeley Electronic Press.
- Beck, Thorsten, y Augusto De la Torre. 2006. “The Basic Analytics of Access to Financial Services”. World Bank Policy Research Working Paper 4026, Washington, D.C.: Banco Mundial.
- Beck, Thorsten, Asli Demircuc-Kunt y María Soledad Martínez Peria. 2005. “Reaching Out: Access To and Use of Banking Services across Countries”. World Bank Research Department, Washington, D.C.: Banco Mundial. Documento mimeografiado.
- Besley, Timothy, y Maitreesh Ghatak. 2009. “The de Soto Effect”. Distributional Analysis Research Programme Discussion Paper, London School of Economics and Political Science, Suntory and Toyota International Centres for Economics and Related Disciplines.
- Caskey, John P. 2002. “Bringing Unbanked Households into the Banking System”. Center on Urban and Metropolitan Policy, The Brookings Institution, Washington, D.C.

- Claessens, Stijn. 2006. "Access to Financial Services: A Review of the Issues and Public Policy Objectives". *The World Bank Research Observer* 21(2): 207–40.
- Claessens, Stijn, y F. Leora Klapper. 2005. "Bankruptcy around the World: Explanations of Its Relative Use". *American Law and Economics Review* 7(1): 253–83.
- Congreso República del Perú. 2006. *Ley de la Garantía Mobiliaria*, Lima, Perú.
- De la Peña, Nuria, y Heywood Fleisig. 2002. "Las pequeñas y medianas empresas y sus garantías". Nota Breve No. 3. Center for the Economic Analysis of Law, Washington, D.C.:
- Díaz Zeceña, Leonel. 2008. "Comienza a operar ley de garantías mobiliarias". Guatemala: Prensa Libre.
- FELABAN. (Federación Latinoamericana de Bancos). 2007. "Promoviendo el acceso a los servicios financieros. ¿Qué nos dicen los datos sobre bancarización en América Latina?". Estudio basado en la encuesta de FELABAN sobre bancarización, Corporación Andina de Fomento (CAF) y Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN), Quito.
- Firpo, Janine. 2005. "Banking the Unbanked: Technology's Role in Delivering Accessible Financial Services to the Poor". SEMBA Consulting, McKinsey Company.
- Kozolchyk, Boris. 2006. "Comentarios a la Ley de Garantías Mobiliarias del Perú". *National Law Center for Inter-American Free Trade*. Tucson, Arizona.
- . 2009. "Modernization of Commercial Law: International Uniformity and Economic Development". *Brooklyn Journal of International Law*. 34(3): 709–56.
- Kozolchyk, Boris, y Dale Beck Furnish. 2006. "The OAS Model Law on Secured Transactions: A Comparative Analysis". *Southwestern Journal of Law & Trade in the America* 12: 235–302.
- Kozolchyk, Boris, y John Wilson Esq. 2002. "The Organization of American States' Model Inter-American Law on Secured Transactions". National Law Center for Inter-American Free Trade.
- La Porta, Rafael, y Florencio López de Silanes. 1998. "Capital Markets and Legal Institutions". Harvard University. Documento mimeografiado.

- La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny. 1998. “Law and Finance”. *The Journal of Political Economy* 106(6): 1113–55
- . 1999. “The Quality of Government”. *The Journal of Economics and Organization* 15(1): 222–79.
- . 2000. “Investor Protection and Corporate Governance”. *Journal of Financial Economics*, Elsevier 58 (1-2): 3–27.
- Levine, Ross. 2005. “Law, Endowments and Property Rights”. *Journal of Economic Perspectives* 19(3): 61–88.
- Levine, Ross, Norman Loayza y Thorsten Beck. 2000. “Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes”. *Journal of Monetary Economics*, Elsevier 46(1): 31–77.
- Ley Modelo Interamericana sobre Garantías Mobiliarias. Organización de Estados Americanos. Washington, D.C.
- Medina, Myriam Jarquin de. 2008. El Registro de Garantías Mobiliarias como Instrumento para el Desarrollo Económico. Presentación. Managua, Nicaragua.
- Mendoza, José Miguel. 2008. “Securities Regulation in Low-Tier Listings Venues: The Rise of the Alternative Investment Market”. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* XIII(2).
- Musacchio, Aldo. Mayo 2005. “Law and Finance in Historical Perspective: Politics, Bankruptcy Law, and Corporate Governance in Brazil 1850–2002”. Dissertation submitted to the Department of History and the Committee on Graduate Studies of Stanford University for the Degree of Doctor of Philosophy.
- National Law Center for Inter-American Free Trade. 2006. 12 Principles of Secured Transactions Law in the America.
- . 2007. Implementación de la Ley hondureña de Garantías Mobiliaria (plan de trabajo). Reporte de Resultados. Millenium Challenge Account (MCA-Honduras). Tegucigalpa, Honduras.

- Rajan, Raghuram y Luigi Zingales, 2003. "The Emergence of Strong Property Rights: Speculation from history," NBER Working Papers 9478. National Bureau of Economic Research, Inc., Cambridge, MA.
- Reglamento del Registro Público de Comercio. 2003. Diario Oficial de la Federación. República de México.
- Rojas-Suárez, Liliana. 2007. "Promoviendo el acceso a los servicios financieros: ¿Qué dicen los datos sobre bancarización en América Latina?" Center for Global Development, Miami, FL.
- Sánchez, Octavio. 2009. "La nueva Ley de Garantías Mobiliarias y las posibilidades que ofrece para ampliar el acceso a crédito". *Leyes y Regulaciones, Boletín de la Fundación para la Promoción de la Democracia y el Bienestar Social* 4(3). Tegucigalpa, Honduras.
- Santizo, Carlos. 2003. "The Elusive Quest for the Rule of Law: Promoting Judicial Reform in Latin America". *Brazilian Journal of Political Economy* 23(3): 112–34.
- Singh, Anoop. 2006. "Macroeconomic Volatility: The Policy Lessons from Latin America". IMF Working Paper WP/06/166. Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.