



Factores críticos de éxito para la creación de un mercado alternativo de emisión de valores para las pymes en el Perú

Alfredo Mendiola
Carlos Aguirre
Solangie Chuica
Roberto Palacios
Miguel Peralta
Jesy Rodríguez
Emilia Suárez



Factores críticos de éxito para la creación de un mercado alternativo de emisión de valores para las pymes en el Perú

Factores críticos de éxito para la creación de un mercado alternativo de emisión de valores para las pymes en el Perú

Alfredo Mendiola • Carlos Aguirre • Solangie Chuica
Roberto Palacios • Miguel Peralta • Jesy Rodríguez
Emilia Suárez



esan
ediciones

50
AÑOS

ESAN/Cendoc

MENDIOLA, Alfredo ; AGUIRRE, Carlos ; CHUICA, Solangie ; PALACIOS, Roberto ; PERALTA, Miguel ; RODRÍGUEZ, Jesy ; SUÁREZ, Emilia

Factores críticos de éxito para la creación de un mercado alternativo de emisión de valores para las pymes en el Perú. – Lima : Universidad ESAN, 2014. – 200 p. – (Serie Gerencia para el Desarrollo ; 40)

ÉXITO / MERCADO FINANCIERO / EMISIÓN DE BONOS / PEQUEÑAS EMPRESAS / EMPRESAS MEDIANAS / PERÚ

HG5394.3 M45

ISBN 978-612-4110-30-6

Factores críticos de éxito para la creación de un mercado alternativo de emisión de valores para las pymes en el Perú

Serie Gerencia para el Desarrollo 40

ISSN de la serie: 2078-7979

© Alfredo Mendiola, Carlos Aguirre, Solangie Chuica, Roberto Palacios, Miguel Peralta, Jesy Rodríguez, Emilia Suárez, 2014

© Universidad ESAN, 2014

Av. Alonso de Molina 1652, Surco, Lima-Perú

www.esan.edu.pe

esanediciones@esan.edu.pe

Primera edición

Lima, julio del 2014

Tiraje: 80 ejemplares

Hecho el Depósito Legal en la
Biblioteca Nacional del Perú N.º 2014-10347

DIRECCIÓN EDITORIAL

Ada Ampuero

CORRECCIÓN TÉCNICA Y EDICIÓN

Juan Carlos Soto

CORRECCIÓN DE ESTILO

Óscar Carrasco

DISEÑO DE CARÁTULA

Alexander Forsyth

DISEÑO DE INTERIORES Y DIAGRAMACIÓN

Ana María Tessey

IMPRESIÓN

Cecosami Prerensa e Impresión Digital S. A.

Calle Los Plateros 142, Ate

Lima, Perú

Impreso en el Perú / Printed in Peru

Índice

Introducción	11
Capítulo 1. Marco teórico y conceptual	15
1. Las pequeñas y medianas empresas (pymes)	15
2. Financiamiento actual de las pymes en el Perú	17
2.1. Requisitos para un préstamo	17
2.2. Procedimiento para otorgar créditos	18
2.3. Tamaño del financiamiento	20
2.4. Costos de financiamiento	23
2.4.1. Factores que influyen en el costo de la tasa de interés en el Perú	23
2.4.2. Evolución de las tasas de interés por segmentos	24
2.4.3. Análisis comparativo de los financiamientos directo e indirecto	27
2.4.4. Impacto del sector bancario	28
3. El buen gobierno corporativo (BGC)	29
4. Asimetría de información	31
4.1. Selección adversa	32
4.2. Riesgo moral	32
5. El concepto de mercado y el mercado de capitales	34
5.1. El mercado de valores como opción de financiamiento frente al sistema bancario	34
5.2. La Bolsa de Valores de Lima (BVL) y sus participantes	35
5.2.1. La institución de compensación y liquidación de valores (ICLV): Cavali	35
5.2.2. La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)	36
5.2.3. Las clasificadoras de riesgo	37
5.3. Los valores mobiliarios que se negocian en el mercado de capitales	38
5.3.1. Bonos	38
5.3.2. Acciones	39

5.3.3. Instrumentos de corto plazo	39
5.4. Los inversionistas institucionales	40
5.4.1. Fondos de pensiones: las AFP	40
5.4.2. Fondos mutuos	41
5.4.3. Fondos de inversión	41
6. Ley del Mercado de Valores	41
Capítulo 2. Marco legal del mercado alternativo de valores (MAV) en el Perú	43
1. Ley del Mercado de Valores	43
2. El mercado alternativo	45
3. El mercado alternativo de valores en el Perú	45
4. Reglamentación del mercado alternativo de valores	47
4.1. Oferta pública primaria de valores en el MAV	48
4.2. Transparencia y seguridad para los inversionistas	49
4.3. Tratamiento para la negociación secundaria	51
Capítulo 3. Metodología de la investigación e identificación de los factores críticos de éxito	55
1. Justificación, alcances y limitaciones de la investigación	55
2. La metodología de Richard A. Caralli para la identificación de los factores críticos de éxito (FCE)	56
3. El método del <i>benchmarking</i> : recolección de datos	59
Capítulo 4. Experiencias de otros mercados alternativos de emisión de valores para pymes y el primer caso peruano: Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar	63
1. España: mercado alternativo bursátil (MAB)	63
2. Reino Unido: Alternative Investment Market (AIM)	64
3. Canadá: la TSX Venture Exchange (TSXV)	65
4. Colombia: segundo mercado	65
5. Argentina: mercado de capitales para pymes	65
6. Primer caso en el Perú: Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar	66
6.1. Perfil de la empresa	67
6.2. Operaciones de la empresa	70
6.3. Análisis financiero	71

6.4. Proyección de los estados financieros	72
6.4.1. Primer análisis: mantener financiamiento bancario	73
6.4.2. Segundo análisis: emisión de instrumentos de corto plazo	74
6.4.3. Tercer análisis: programa de bonos corporativos	76
6.5. Escenarios y sensibilidad de los costos efectivos de una emisión de bonos	83
6.5.1. Evaluación del primer escenario: emisión en el mercado general	89
6.5.2. Evaluación del segundo escenario: emisión en el MAV	91
6.5.3. Evaluación del tercer escenario: propuesta de mejoras para el MAV	92
6.6. Evaluación de los resultados y <i>covenants</i> financieros	95
6.6.1. Ventas	95
6.6.2. Endeudamiento	97
7. Otros casos peruanos: compañía A. Jaime Rojas y la empresa Tritón Trading	102
Capítulo 5. Factores críticos de éxito en la emisión de valores en el MAV para las pymes peruanas	103
1. Identificación de los mercados alternativos en el extranjero	103
2. Identificación de los factores críticos de éxito	104
2.1. Definición del alcance del análisis	104
2.2. Recopilación de datos	105
2.3. Análisis de datos y determinación de los FCE	105
3. Evaluación de los FCE	144
4. Determinación de la matriz de FCE	147
Conclusiones y recomendaciones de la investigación	157
1. Conclusiones	157
2. Recomendaciones	158
Bibliografía	161
Glosario	169
Anexos	171

1. Clasificación de las pymes	173
2. Inicio de los mercados alternativos	175
3. Programa Avanza de la Bolsa de Valores de Lima	177
4. España: Mercado Alternativo Bursátil	178
5. Inglaterra: Alternative Investment Market	183
6. Canadá: Toronto Stock Exchange Venture	188
7. Colombia: Segundo Mercado	192
8. Argentina: Régimen para pymes	196
Sobre los autores	199

Introducción

Actualmente, la economía peruana atraviesa por una etapa de crecimiento sostenido. Esto le ha permitido minimizar los efectos de la última crisis financiera internacional, que afecta a diferentes países europeos. Los indicadores macroeconómicos —tales como el consumo interno, la inversión privada, las reservas internacionales y el crecimiento del PBI— son evidencias del desarrollo de la economía peruana en la última década.

Por otra parte, a partir de la década de 1990, los mercados bursátiles internacionales se han convertido en una fuente importante de financiamiento para las empresas. En el Perú, sin embargo, este mecanismo no se utiliza mucho, puesto que las empresas se financian primordialmente mediante el endeudamiento con terceros (préstamo bancario) o la reinversión de utilidades.

Según Peru Top (2011), las pequeñas y medianas empresas (pymes) peruanas aportan con alrededor del 70% del empleo y contribuyen al PBI con más del 40%. Su crecimiento, por tanto, impacta de manera importante sobre la economía peruana; contribuye, en parte, a garantizar, de una manera diversificada, su crecimiento sostenido. Por esta razón, el incremento en el número de pymes, así como el nivel de rentabilidad que puedan alcanzar, y, sobre todo, la forma en la cual financian sus proyectos de crecimiento permitirán mejorar los niveles de producción del país.

Las pymes, sin embargo, se financian básicamente a través del sistema bancario, con altas tasas de interés; y esto se debe a que se encuentran calificadas como empresas de alto riesgo crediticio. Asimismo, la mayor parte de ellas desconoce las opciones que tienen para financiarse a través del mercado de valores. Muchas carecen de información sobre la forma en la que podrían maximizar sus oportunidades y potenciar su crecimiento al participar en el mercado de capitales peruano.

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

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

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

El objetivo general que se ha planteado el presente trabajo de investigación es determinar los factores críticos de éxito (FCE) para la creación de un mercado alternativo de emisión de valores en el que puedan hallar financiamiento las pymes en el Perú.

Y con el propósito de alcanzar el objetivo general, se han trazado las siguientes metas específicas:

- Investigar las condiciones actuales que existen en el mercado para fomentar el mercado de valores para pymes, tanto de ofertantes y demandantes.

- Analizar las leyes, normas y reglamentos que rigen el mercado de valores en general y el mercado alternativo de valores.
- Identificar las condiciones que requieren tanto las pymes como los inversionistas para emitir e invertir, respectivamente, en dicho mercado alternativo.
- Identificar las condiciones necesarias para lograr el desarrollo del mercado de valores para las pymes en el Perú.

El libro consta de cinco capítulos. En el primero, se describe el marco teórico y conceptual: a partir de la definición de pymes, se analizan las características del financiamiento, la evolución del acceso al crédito y los factores que determinan el costo del crédito para las pymes en el sistema bancario peruano. Asimismo, se describen el funcionamiento y la estructura del mercado de valores peruano, los principales ofertantes y demandantes, los agentes participantes y reguladores, además de los tipos de instrumentos financieros que se emiten.

En el segundo capítulo, se describen y analizan las normas legales vigentes que rigen el mercado de valores en el Perú; se destaca las diferencias entre los requisitos del mercado general y los del mercado alternativo de valores, en especial, la oferta pública primaria de valores, los trámites de inscripción, la transparencia, la seguridad para los inversionistas y los mecanismos de la negociación secundaria.

En el tercer capítulo, se expone la metodología de investigación que se aplicará y que persigue los objetivos trazados —a pesar de las limitaciones—. De esta manera, a través del análisis de informes, de artículos de revistas y de estudios de casos de éxito en mercados alternativos —como los del Reino Unido, España, Canadá (caracterizado por listar empresas de alto riesgo), Colombia y Argentina (estos últimos, por ser países latinoamericanos similares al Perú)—, así como también de entrevistas a expertos en mercados bursátiles, agentes representantes de posibles emisores e inversionistas y funcionarios de los participantes y reguladores del mercado de valores, se efectúan el diagnóstico, la identificación y el análisis de los factores críticos de éxito sobre la base de la metodología propuesta por Richard A. Caralli, junto con la ayuda de la herramienta *benchmarking* para la recolección de datos de los países elegidos.

En el capítulo cuarto, se presentan las experiencias de los cinco mercados alternativos mencionados donde las pymes han logrado emitir papeles de deuda, de los cuales se identifican los rasgos similares y relevantes. Asimismo, se expone el caso de la empresa Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar SAC, primera pyme emisora peruana de deuda en el MAV, a través del análisis comparativo de costos con una emisión en el mercado general y con las propuestas de mejora hechas por los entrevistados.

En el quinto capítulo, se presentan los factores críticos de éxito (FCE) identificados a partir de las experiencias internacionales revisadas, las entrevistas a expertos y participantes del mercado alternativo, así como de la información hallada en la documentación relevante relacionada con el tema del presente trabajo.

Finalmente, se exponen las principales conclusiones y recomendaciones del estudio sobre la base de los FCE encontrados en la investigación.

1

Marco teórico y conceptual

En el presente capítulo se incluye información relevante sobre las pymes, así como las características y condiciones actuales del financiamiento de este importante sector productivo. También se presenta el mercado de valores, su estructura, los agentes participantes y la dinámica de las interacciones para su funcionamiento.

1. Las pequeñas y medianas empresas (pymes)

Acerca de lo que es una pyme¹, existen opiniones y definiciones muy diferentes, puesto que cada grupo de interés plantea su propio enfoque y la define de acuerdo con los objetivos que persigue. Algunos ven en ellas «pequeñas grandes empresas», con mucho potencial de crecimiento por sí mismas; otros, en cambio, las conciben simplemente como aquellas que solo pueden evolucionar «remolcadas» por grandes empresas (Julien, 2003: 483).

Por otro lado, muchos tratan de definir a las pymes señalando su composición cuantitativa, prestando atención al número de empleados, los niveles de activos, las ventas anuales, etc. Apelar a estos criterios, sin embargo, no

1. Pymes, para la presente investigación serán las pequeñas y medianas empresas en el Perú.

basta para describirlas y caracterizarlas en su totalidad; se podría, incluso, caer en error al incluir o excluir a muchas empresas.

Sobre la base de la información recogida de diversas fuentes, hemos hecho una clasificación de empresas teniendo como fundamento el número de empleados y el volumen de las ventas anuales (ver cuadro 1.1).

Cuadro 1.1. *Clasificación de empresas por número de empleados y ventas anuales*

Clasificación de la empresa	N.º de empleados	Ventas anuales (en soles)
Microempresa	1 a 10	Hasta S/. 400,000
Pequeña empresa	11 a 100	S/. 400,000 a S/. 6.2 millones
Mediana empresa	101 a 250	S/. 6.2 millones a S/. 70 millones
Gran empresa	251 a más	Más de S/. 70 millones

Fuente: INEI, 2011; Sunat, 2011; Peru Top, 2011.
Elaboración propia.

Cuando se trata de clasificar a las pymes por el número de empleados que trabajan en ellas, encontramos que este criterio difiere de un país a otro; de igual forma, dentro de un mismo país, existen discrepancias al respecto, según el sector económico que las quiera distinguir; lo mismo ocurre con las definiciones que dan el Estado, las instituciones financieras, el fisco y otros interesados² (ver anexo 1).

Es por ello que López Pascual y Rojo Suárez (2004) apuestan por definir a las pymes por el aspecto cualitativo: sostiene que se caracterizan por su extrema heterogeneidad y pocas similitudes o rasgos en común entre ellas. Afirma, por otra parte, que es precisamente esta heterogeneidad, así como la volatilidad de su existencia³, lo que hace difícil su estudio y definición. Bajo este criterio, no obstante, podemos, por lo menos, distinguir a las pymes tanto de las grandes empresas como de las empresas corporativas.

Adicionalmente, encontramos que el Bolton Committee ha añadido a la definición de pymes la noción de mercado, señalando la circunstancia

2. Por ejemplo, una empresa de 200 empleados en el sector de la consultoría podría ser considerada grande, mientras que para el sector manufactura, una empresa de 200 empleados puede ser considerada como mediana o pequeña.
3. Las pymes se están creando y recreando constantemente, desapareciendo muchas de ellas en sus primeros años de existencia.

de que estas no tienen el control de una parte importante de este (Julien, 2003: 483).

Con todo ello, podemos definir a las pymes como aquellas empresas que se caracterizan por su heterogeneidad, tanto en lo gerencial como en lo organizativo, y que no controlan de manera individual una parte importante del mercado.

En el Perú hay quienes se inclinan por incluir los conceptos de *microempresa* y *mediana empresa*; señalan que esta última se caracteriza por su mayor capacidad de innovación, su articulación hacia arriba y hacia abajo, además de una alta productividad.

La situación actual muestra una economía con una mediana empresa en continua expansión, donde las empresas peruanas, recurriendo a la inversión directa, comienzan a expandirse de manera más constante hacia el extranjero.

Basados en la información de Peru Top (2011), podemos observar que, en los últimos cinco años (2007-2011), la mediana empresa en el Perú se ha expandido en un 40.51%, a un promedio anual de 9.12%, porcentaje que supera del incremento promedio de la economía peruana, que fue del 7.06% en el mismo periodo.

2. Financiamiento actual de las pymes en el Perú

En este acápite se analizan las características del financiamiento de las pymes, la evolución de su acceso al crédito en el sistema financiero y los factores determinantes del costo del crédito. El objetivo de este análisis es identificar las oportunidades que tienen las pymes para reducir sus costos de financiamiento mediante la utilización del mercado de capitales, el cual se describe más adelante, como fuente alternativa de fondeo.

2.1. Requisitos para un préstamo

Según la entrevista realizada a la administradora de una agencia de una caja municipal en el Cusco, los requisitos para el otorgamiento de un préstamo son los siguientes:

- Garantía real constituida por hipoteca a favor de la caja municipal, con lo cual se obtiene una cobertura al 80%.
- Demostrar solvencia económica.
- Presentar los estados financieros (balance general, estado de ganancias y pérdidas, estado de cambios en el patrimonio neto, estado de flujo de efectivo) y notas a los estados financieros del último año. Esta información debe ser actualizada cada seis meses.
- Declaración del impuesto a la renta de los dos últimos años.

2.2. Procedimiento para otorgar créditos

Comprende un conjunto de procedimientos previos (recolección y análisis de información de los potenciales prestatarios) y posteriores (cobranza y monitoreo) al otorgamiento del crédito. Tienen por finalidad estimar la capacidad y la voluntad de pago del prestatario. Toma en cuenta los siguientes aspectos metodológicos:

a) Evaluación y otorgamiento de crédito. Analiza lo siguiente:

- El perfil del cliente respecto de su capacidad técnica, valores, cultura y experiencia.
- El capital y el proceso de acumulación del empresario.
- Las condiciones del entorno de la actividad económica.
- La verificación *in situ* de la unidad económica: familia y empresa.
- La comprobación de la información dada por el prestatario.
- El riesgo de crédito, tanto cualitativo como cuantitativo (situación financiera y operación del negocio).
- La diversificación de cartera (monto, cliente, actividad económica y área geográfica).
- También se suele emplear el *scoring* cuando se dispone de información.
- Historia crediticia de clientes con similares características.

b) Recuperaciones y relaciones de largo plazo. Comprende:

- El seguimiento preventivo y oportuno que identifique los potenciales riesgos.

- Monitoreo y negociación.
- El mantenimiento de una relación de largo plazo con el sujeto de crédito.

Según lo declarado por la mencionada administradora en la entrevista, el flujo del proceso de evaluación del crédito se resume en:

- Realizar una exposición ante un comité de crédito integrado por un grupo de analistas comerciales. Este procedimiento tarda aproximadamente tres días.
- El analista evaluará cuáles son las garantías que respaldan al solicitante, cuál es su capacidad de endeudamiento, cuál es su liquidez. Esto puede llevar tres días.
- Análisis por el área de riesgos, para aprobación. Tarda dos días.
- Firma de declaración de salud mediante un examen médico.
- Se eleva el contrato y el testimonio a registros públicos.
- Todo el proceso suma alrededor de siete días hábiles.

Actualmente, las fuentes de financiamiento de las pymes se basan en fondos propios, créditos de proveedores y de bancos. En su estudio, Bloch y Granato llegan a la siguiente conclusión:

... que la falta de acceso a fuentes institucionales como el crédito bancario o el capital de riesgo se traduce en una dependencia excesiva sobre el crédito comercial de corto plazo y un exceso de capitalización que limita las posibilidades de expansión de las Pymes y les resta competitividad (2007: párr. 15).

Las entidades del sistema financiero reúnen información relevante para la evaluación de riesgo crediticio del solicitante; lo hacen a través de diferentes fuentes de información cualitativa y cuantitativa, como centrales de riesgo, proveedores, el sistema financiero, entre otras (ver figura 1.1).

Según la presentación de Paul Lira, de USAID, en finanzas y financiamiento existen dos fuentes para conseguir información. La más importante es aquella que proporciona el propio cliente, y que brinda información cualitativa y cuantitativa, como la que corresponde a los aspectos general y legal, operacional, patrimonial, crediticio, a los estados financieros y comprobantes

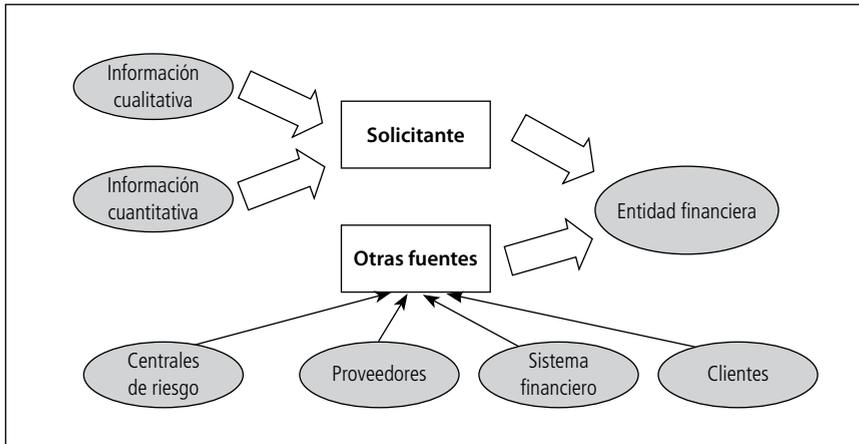


Figura 1.1. Información para la entidad financiera

Fuente: Weinberger, 2009.
Elaboración propia.

de pagos de IGV e impuesto a la renta, lo cual está normado por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) (Lira Briceño, 2009: 35).

En cuanto a las otras fuentes de información, dependerá del monto del crédito, pero siempre se recurrirá a las centrales de riesgo para recabar datos acerca del cumplimiento de aquellas obligaciones contraídas anteriormente.

Las empresas financieras solicitan garantías⁴, las cuales se hacen efectivas al préstamo impago producto de la venta o adjudicación hasta donde este alcance (ver figura 1.2).

2.3. Tamaño del financiamiento

La Resolución SBS N.º 11356-2008 define a la mediana empresa en función de su endeudamiento. Así, pues, se considera como tal a la persona jurídica cuyo endeudamiento total en el sistema financiero supera los trescientos mil nuevos soles (S/. 300,000) en los últimos seis meses y que no reúne las características necesarias para ser clasificadas como corporativas o grandes empresas (SBS, 2008).

4. Garantías que permiten proteger al acreedor del posible incumplimiento del pago por parte del deudor.

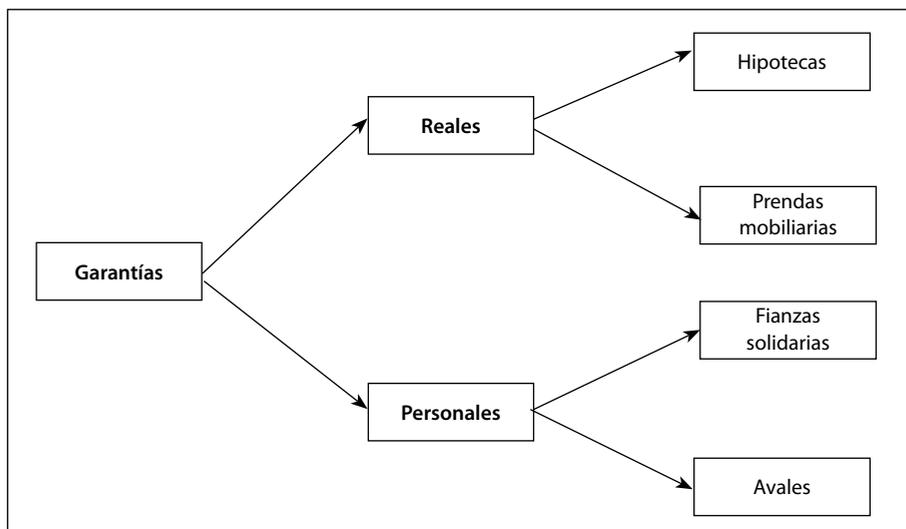


Figura 1.2. Clases de garantías

Fuente: Weinberger, 2009.
Elaboración propia.

En cuanto a la segmentación, los créditos se caracterizan de acuerdo con lo que se detalla en el cuadro 1.2.

Cuadro 1.2. Características de los créditos

Segmento	Monto	Plazo promedio	Garantía	Utilización
Corporativo	Elevado	Variable	No específica	Productivo
Mediana empresa	Mediano	Variable	Específica	Productivo
Pequeña empresa	Pequeño	Un año	Específica y solidaria	Productivo
Consumo alto/medio	Variable (hasta US\$ 30,000)	Hasta tres años	Específica, no específica y solidaria	Consumo
Microfinanzas	US\$ 300 en promedio	Un año	Aval de terceros, solidaria	Productivo Consumo
Hipotecario	No más de US\$ 100,000 en promedio	Usualmente doce años	Hipotecaria	Compra y construcción de inmuebles

Fuente: BCRP, 2006.
Elaboración propia.

Los créditos financieros se han incrementado a lo largo del tiempo, tanto en el número de colocaciones como en los montos de los préstamos.

Entre setiembre del 2011 y setiembre del 2012, el número de empresas que obtuvo financiamiento del sistema financiero aumentó en 12% (ver cuadro 1.3). Dicho crecimiento ocurrió principalmente en las medianas y pequeñas empresas, y fue del 21% en cada una de estas categorías. En lo que respecta al saldo de la deuda, el incremento ascendió a cerca del 15%, y en este ámbito las pymes estuvieron ampliamente representadas, con casi el 48%.

Cuadro 1.3. *Detalle de colocaciones*

Segmento	N° de deudores			Saldo de deuda (en millones de soles)		
	Setiembre 2011	Setiembre 2012	Variación %	Setiembre 2011	Setiembre 2012	Variación %
	Corporativo	509	542	6.5%	23,404	24,064
Gran empresa	1,710	1,940	13.5%	21,329	24,107	13.0%
Mediana empresa	17,106	20,746	21.3%	22,543	27,901	23.8%
Pequeña empresa	275,881	333,026	20.7%	16,362	20,258	23.8%
Microempresa	1,435,474	1,584,404	10.4%	8,128	8,763	7.8%
Total	1,730,680	1,940,658	12.1%	91,766	105,093	14.5%

Fuente: BCRP, 2012a.

Elaboración propia.

Si clasificamos las colocaciones en el sistema financiero según el tipo de empresa, los porcentajes muestran un representativo 26% para las empresas medianas y 19% para las empresas pequeñas (BCRP, 2012b) (ver figura 1.3).

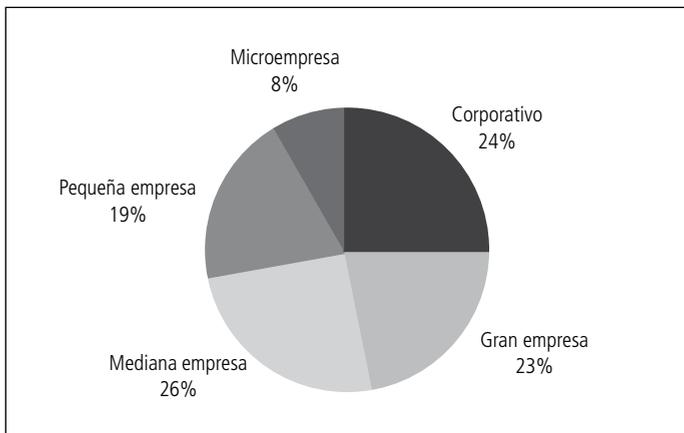


Figura 1.3. Estructura de las colocaciones por tipo de empresa

Fuente: BCRP, 2012a.

Elaboración propia.

2.4. Costos de financiamiento

Los costos de financiamiento varían en función de la institución financiera que otorga el crédito, del destino y del plazo de los fondos, así como de la calificación que las pymes hayan obtenido al momento de su evaluación crediticia.

2.4.1. Factores que influyen en el costo de la tasa de interés en el Perú

El último estudio del costo del crédito realizado por el BCRP establece como supuesto que los bancos definen un objetivo de ganancia esperada, en función del segmento al cual orientan sus colocaciones (BCRP, 2006: 23-24). Bajo este planteamiento, el estudio propone que la determinación de la tasa de interés resulta de agregar las siguientes fuentes de costo:

- a. Costo de fondos, tomado como un promedio ponderado de la tasa de interés pagada a las distintas fuentes de fondeo (depósitos y adeudos).
- b. Costos operativos, asociados a la colocación de recursos.
- c. Riesgo de crédito, expresado como una prima de riesgo.
- d. Características de la demanda.
- e. Ganancia esperada, medida como proporción del capital.

La incidencia de estos factores sobre la tasa se explica de la siguiente manera:

La tasa de interés determinada por esta agregación de factores, puede estar, en algunos casos, por debajo, igual, o por encima de la tasa de mercado [...]. La tasa de interés de mercado determinará, en definitiva, la cuantía de crédito asignada a cada segmento. Esto significa que la tasa de interés le permite a los bancos definir el grado de racionamiento de crédito entre segmentos, con la finalidad de alcanzar la ganancia esperada. Esto puede implicar para algunos bancos atender solamente a aquellos clientes cuyo perfil permita alcanzar los niveles esperados de ganancia (BCRP, 2006: 25).

Para conocer cómo influye la demanda del crédito sobre la tasa de interés, se debe considerar:

Una característica fundamental que incidirá en la determinación de las tasas de interés activas del mercado (segmento), es la sensibilidad (elasticidad) de los prestatarios a las tasas de interés. Mientras mayor sea esta sensibilidad, un incremento en las tasas de interés por parte de los bancos hará que el potencial prestatario decida no demandar el crédito, por ejemplo, porque tiene acceso a otras fuentes alternativas de financiamiento. Esta sensibilidad es claramente diferente entre los diversos segmentos existentes y está asociada a las características de los prestatarios (nivel de información, grado de cultura crediticia, acceso a fuentes alternativas, entre otras) (BCRP, 2006: 31).

Según estimaciones realizadas por el BCRP con respecto a los componentes del costo del crédito, existen marcadas diferencias entre segmentos en lo correspondiente a la parte del riesgo de crédito, costos operativos y utilidades ex-post diversas (BCRP, 2006: 23-24) (ver cuadro 1.4).

Cuadro 1.4. *Componentes del costo por segmento*

Segmento	Tasa de interés	Costo de fondos	Riesgo de crédito	Costos operativos	Utilidad
Corporativo	5.4	2.0	0.8	0.9	1.6
Mediana empresa	11.8	2.0	3.3	2.7	3.8
Pequeña empresa	28.0	1.9	9.9	9.9	6.4
Consumo alto/medio	33.7	2.2	5.0	15.1	11.4
Microfinanzas	49.8	5.9	6.8	20.3	16.8
Hipotecario	14.0	4.9	1.4	2.0	5.6

Fuente: BCRP, 2006.

Elaboración propia.

La tasa de interés para el segmento de mediana y pequeña empresa contiene un mayor objetivo de ganancia esperada (utilidad), a fin de compensar la disminución de las utilidades provenientes del segmento corporativo, que en los últimos años se ha dirigido sostenidamente al mercado de capitales para buscar alternativas de financiamiento.

2.4.2. Evolución de las tasas de interés por segmentos

El análisis de los factores que influyen en las tasas de interés por segmentos permite observar, en la evolución trimestral, que existe una diferencia promedio de 17% entre las tasas en soles para pequeña empresa y el segmento corporativo, mientras que para las tasas en dólares el diferencial promedio se mantiene alrededor del 11% (ver figuras 1.4 y 1.5).

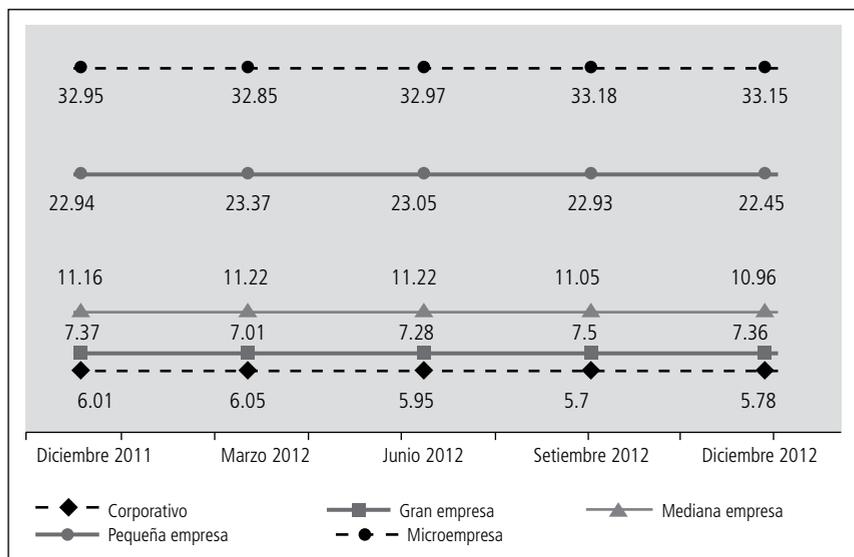


Figura 1.4. Tasas de interés por tipo de crédito en soles

Fuente: SBS, 2013.

Elaboración propia.

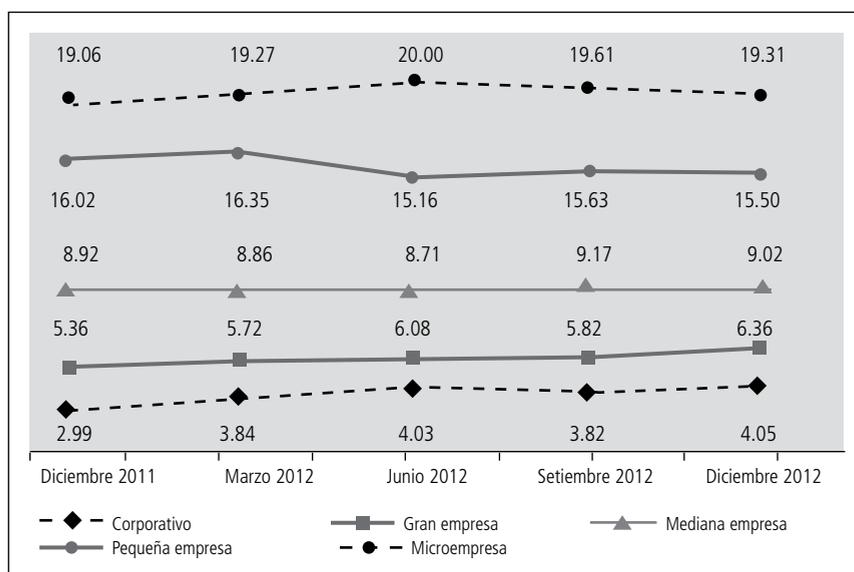


Figura 1.5. Tasas de interés por tipo de crédito en dólares

Fuente: SBS, 2013.

Elaboración propia.

Del análisis de información de tasas a febrero del 2013, se observa que la tendencia sobre el diferencial del costo del crédito para pymes en relación con los otros segmentos se mantiene en 17% para soles y 9% para dólares (ver cuadro 1.5).

Cuadro 1.5. *Tasa de interés promedio anual hacia febrero del 2013*

Segmento	Moneda nacional	Moneda extranjera
Pequeña empresa	22.41%	13.57%
Corporativo	5.78%	4.05%

Fuente: SBS, 2013.
Elaboración propia.

Según la Gerencia de Estabilidad Financiera del BCRP, los principales factores que determinan las diferencias entre los segmentos son:

- Costos unitarios: captación, evaluación, recuperación y seguimiento.
- Riesgo de crédito: costos de provisión, prima de riesgo.
- Poder de mercado: acceso a otras fuentes, sensibilidad ante cambios en la tasa.

El continuo diferencial de las tasas de interés entre los segmentos señalados que se observa en las comparaciones trimestrales de las figuras 1.4 y 1.5 no internaliza las reducciones de los costos unitarios que propone el crecimiento de las colocaciones, descrito en el punto 4.2, ni las mejoras en la tecnología crediticia y en la adecuación a Basilea II realizadas para acotar el riesgo de crédito.

Queda como tarea pendiente propiciar alternativas que permitan diversificar las fuentes de financiamiento de las pymes y que promuevan, a su vez, la reducción de los costos asociados al poder de mercado. Las medidas que para ello propone el BCRP en su estudio son:

- Perfeccionar los mecanismos de ejecución de contratos y garantías.
- Promover y difundir la cultura financiera.
- Desarrollar mercado de la deuda pública.
- Fomentar los fondos de inversión con el fin de promover la capitalización del sector empresarial.

- Crear fondos especializados en los que participe el Estado con capital semilla.
- Promover la emisión de instrumentos simples y de fácil valoración.
- Fortalecer mecanismos legales para desarrollar el gobierno corporativo y velar por el cumplimiento de los contratos.
- Flexibilizar la demanda de instrumentos financieros y reducir las restricciones para inversiones de riesgo.

2.4.3. Análisis comparativo de los financiamientos directo e indirecto

La diferencia entre la tasa de interés activa promedio en soles del año 2012 y la tasa promedio pagada por papeles comerciales a plazos no superiores a 360 días (papeles comerciales y certificados de depósito) describe para las medianas y pequeñas empresas un margen de 600 y 1,700 puntos básicos, respectivamente, en los costos de financiamiento (ver cuadro 1.6). Esto confirma que existe para ellas un importante margen de ahorro potencial en la tasa de interés, en caso de acceder al mercado de capitales.

Cuadro 1.6. *Tasas de colocación de créditos versus papeles comerciales*

Tipo de financiamiento	Tasa de interés en el periodo enero-diciembre 2012	Spread
Crédito corporativo	5.90%	0.80%
Crédito gran empresa	7.30%	2.20%
Crédito mediana empresa	11.10%	6.00%
Crédito pequeña empresa	22.90%	17.80%
Promedio de papeles comerciales	5.10%	
Máximo de papeles comerciales	5.60%	
Mínimo de papeles comerciales	4.00%	
Desviación estándar	0.60%	

Fuente: BVL, 2013.

Elaboración propia.

En esta sección se ha identificado que incrementar el poder de mercado de las pymes al generar alternativas de financiamiento a través del acceso al mercado de capitales puede ser un factor determinante para la reducción de las tasas de interés que pueden conseguir las empresas pertenecientes a esta categoría.

Los márgenes estimados son referenciales, pues estos se reducirían por los costos de incurrir en una emisión; demuestran, sin embargo, que existe una importante brecha que disminuiría al generarse acceso a fuentes alternativas de financiamiento.

2.4.4. Impacto del sector bancario

Como se refiere en el estudio del BCRP:

... los bancos orientan principalmente los recursos depositados por sus ahorristas hacia entidades con poca o nula información pública (medianas empresas), debido a las economías de escala que generan al monitorear un gran número de créditos.

Por otro lado, el financiamiento del mercado de capitales se dirige fundamentalmente a las entidades que cuentan con abundante información pública (empresas corporativas).

Asimismo, debido a la existencia de un monto mínimo de emisión que permita diluir los costos de transacción, los emisores naturales del mercado de capitales son empresas corporativas que requieren mayores montos para financiar sus operaciones e inversiones que los que demandan las medianas empresas.

En los últimos años, en los mercados financieros de las economías emergentes se ha registrado un importante crecimiento de las emisiones de deuda corporativa junto con un estancamiento —en algunos casos, una reducción— del crédito bancario dirigido a las empresas corporativas (BCRP, 2006: 90).

El mercado de crédito en el Perú es segmentado y, según el estudio del BCRP, presentaría estructuras competitivas diferenciadas, las cuales se expresan en diferentes alternativas de financiamiento y márgenes de ganancia obtenida por los bancos.

De esta forma, mientras que en el segmento corporativo se produciría una situación de competencia perfecta, en los otros segmentos, incluida la mediana empresa, existirían grados de poder de mercado. Por esta razón, propiciar el ingreso masivo de medianas empresas al MAV generaría alternativas de financiamiento y se lograría incrementar su poder de negociación frente al sistema bancario. Con ello se obtendría una mayor dinámica competitiva en la fijación de las tasas activas.

3. El buen gobierno corporativo (BGC)

El buen gobierno corporativo es una vía importante para alcanzar mercados más confiables y eficientes. Su uso tiene un impacto directo y significativo en el valor, en la solidez y en la eficiencia de las empresas; son de aplicación para todas las sociedades, y los inversionistas la consideran una práctica vital para la conservación y para la disminución del riesgo de sus inversiones a largo plazo.

El Gobierno Corporativo es el sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas. La estructura del gobierno corporativo especifica la distribución de los derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la sociedad, tales como el directorio, los gerentes, los accionistas y otros agentes económicos que mantengan algún interés en la empresa. El Gobierno Corporativo también provee la estructura a través de la cual se establecen los objetivos de la empresa, los medios para alcanzar estos objetivos, así como hacer seguimiento a su desempeño (OCDE, 2004).

El buen gobierno corporativo explica las reglas y los procedimientos para la toma de decisiones como:

- Trato equitativo de los accionistas
- Manejo de los conflictos de interés
- Estructura de capital
- Esquemas de remuneración e incentivos
- Adquisiciones de control
- Revelación de información
- Influencia de inversionistas institucionales

La BVL, según su gerente de operaciones, viene impulsando la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo, que redundan en la creación de valor en las empresas y las dota de un mejor posicionamiento para el acceso al mercado de capitales.

El PGC, con el apoyo de la CAF, busca apoyar a empresas interesadas en implementar las buenas prácticas de gobierno corporativo.

Otro programa de iniciativas lanzado por la BVL es el Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC). Esta herramienta refleja el comportamiento

de las acciones de empresas listadas que mantienen buenas prácticas de gobierno corporativo y que poseen un nivel mínimo de liquidez establecido por la BVL; ello les da mayor visibilidad en el mercado y las beneficia con una prima en la cotización de sus acciones en el mercado (ProCapitales, 2012: 4).

En el Perú, la mayoría de pymes trabaja de manera informal; se ha observado que los accionistas asumen la dirección de la empresa, confundiendo su rol de promotor con el de gestor, y disponen de los recursos que genera, de la manera que les conviene y de acuerdo con sus necesidades.

En este contexto, una empresa con tales características, dado el desorden y la falta de transparencia con que se maneja, pierde la oportunidad de abrir su capital a potenciales inversionistas nacionales o extranjeros, ya que estos, interesados en las oportunidades de crecimiento de una pyme, necesitan realizar evaluaciones para tomar decisiones al respecto, y con este fin los instrumentos de análisis requeridos son los estados financieros, así como la información sobre las ventas y las políticas de la gerencia. Ante la ausencia de tal información, la empresa pierde la oportunidad de crecer y de permanecer en el mercado a largo plazo.

La incorporación de prácticas de BGC en las pymes evitaría este tipo de situaciones: promovería, con ello su potencial de crecimiento, y aumentaría su participación tanto en la economía nacional como en la mundial.

Al contar con niveles de organización de baja complejidad, las pymes solo tendrían que cumplir las pautas esenciales de gobierno corporativo para mejorar su imagen ante los *stakeholders* y mostrarse atractivas para los inversores.

Uno de los principales resultados de la aplicación del BGC es establecer buenas relaciones entre el directorio, la gerencia, los accionistas y los demás *stakeholders*. Ello permite que la toma de decisiones, esté siempre enfocada en los intereses de la empresa y de sus accionistas.

También es necesario mantener una buena relación con los proveedores, acreedores, y empleados, de modo que, cuando los inversionistas busquen referencias en el mercado, estas sean las mejores.

Finalmente, en el caso de las empresas familiares, implementar un plan de sucesión diseñado a medida ayuda a esclarecer las funciones que desempeñan los miembros de la familia dentro de la empresa y permiten profesionalizar el negocio, lo que otorga confianza a los inversionistas y la hace sostenible en el tiempo.

La relevancia de las PBGC radica en que estas cobraron importancia cuando se generó desconfianza en el mercado de valores debido a los casos de Enron y World.Com, compañías que manipularon la información destinada a sus inversionistas, y en la que les mostraban una situación financiera irreal sobre la empresa. Lo que busca el buen gobierno corporativo es que los intereses de la empresa se alineen con los de los accionistas, aminorando y controlando los riesgos financieros.

Si bien es cierto que el BGC mejora la percepción del inversionista hacia la empresa, no tiene un gran impacto en el MAV. Su incorporación dentro de los requisitos es poco relevante para el desarrollo del mercado alternativo.

4. Asimetría de información

El trabajo pionero de Stiglitz y Weiss (1981) marcó la atención en el rol de la información asimétrica para explicar el comportamiento de los mercados de crédito y la posibilidad de que surjan problemas de selección adversa o riesgo moral, y de que se produzca el fenómeno del racionamiento crediticio.

Por información asimétrica se entiende una situación en la cual cierto agente cree que el otro está mejor informado sobre algún aspecto del ambiente económico, y la utilización de esa información (Harris & Townsend, 1975) provoca una serie de externalidades que repercuten negativamente en el producto de un supuesto intercambio.

La información es un dato exógeno en el que los precios no representarán necesariamente la medida de los beneficios marginales del comprador ni los costos marginales del vendedor. La asimetría informativa aparece como la principal causa de imperfección en el mercado financiero.

Uno de los problemas más relevantes para el acceso de las pymes a la financiación directa es la calidad de la información existente sobre ellas o la carencia de esta. Dicha característica distorsiona los mecanismos creados para mitigar los riesgos relacionados con la naturaleza asimétrica de la información en los mercados de valores.

La falta de transparencia en la revelación de información por parte de las pymes y la certificación de esta constituye un obstáculo para los mecanismos de señalización promovidos tanto por los agentes como por las opiniones de expertos, los análisis de *research* y las clasificaciones de riesgo. De este modo, la problemática de la selección adversa podría ocasionar, por ejemplo, que los directivos de las pymes emisoras ingresen a segmentos de mercado de alto riesgo con el objetivo de incrementar márgenes y beneficios salariales derivados (problemas de agencia), con lo cual se afectaría, de esta manera, la valorización de la empresa y de sus acreencias.

4.1. Selección adversa

Se define como *selección adversa* al fenómeno por el cual una entidad financiera o acreedor selecciona como sujeto de crédito al solicitante que más riesgos presenta (Hellmann & Stiglitz, 2000).

El problema de la selección adversa surge de una asimetría en la información. De las dos partes involucradas, la menos informada desea conocer, antes del contrato, determinadas características, pero, en principio, no puede hacerlo sin costo. Y es aquí donde se genera la información imperfecta.

La argumentación descansa en dos principales supuestos. De un lado, que los prestamistas no pueden distinguir entre clientes con diversos grados de riesgo; y del otro, que los contratos de crédito están sujetos a responsabilidad limitada (el deudor solo responde en función de los resultados del negocio).

4.2. Riesgo moral

Existe riesgo moral cuando un individuo tiene más información acerca de sus propias acciones que los demás, y son otras las personas que soporan los costes de un esfuerzo o cuidado insuficiente (Krugman & Wells,

2006: 449). Según Sosa, «El “riesgo moral” (*moral hazard*, en inglés) es una situación en la que una persona asume un riesgo adicional, puesto que percibe que está totalmente protegido contra las pérdidas o consecuencias de sus propias acciones» (2011: párr. 4).

Según Carlos Urrunaga, experto del Instituto Peruano de Economía (IPE), el riesgo moral es el comportamiento oportunista que puede presentarse después de la firma de un contrato. Surge cuando acciones no observadas pueden usarse en beneficio propio, con el consiguiente perjuicio para la otra parte, sin tomar en cuenta, además, las consecuencias que dichos actos tendrán sobre terceros.

Existe riesgo moral cuando el valor de una transacción para alguna de las partes que intervienen en un contrato puede verse afectado por acciones o decisiones adoptadas por la otra parte, las cuales no pueden ser controladas totalmente por la primera.

El riesgo moral en las pymes está altamente relacionada con la información debido a dos situaciones: primero, porque es difícil obtenerla; y segundo, porque es costoso supervisarla. Se genera, con ello, una situación de asimetría de la información (De la Varga, 2008: 70).

En la actualidad, el sistema financiero es monitoreado por el Estado para evitar que las instituciones financieras tomen riesgos inadecuados y asegurar, asimismo, que el sistema bancario se desenvuelva de manera eficiente, sin que disminuya totalmente el riesgo para este.

Esta misma situación de control y monitoreo del Estado sobre el sistema financiero la deberían conseguir las instituciones bancarias con respecto a las pymes a las que le ceden fondos; sin embargo, el incremento de préstamos dificulta este control, con lo cual se elevan los costos de supervisión; esto ocasiona que muchas veces la decisión de otorgar financiamiento se deba tomar sobre la base de la información entregada por las pymes, lo que incrementa su riesgo.

Los bancos y financieras, a fin de reducir costos, optan por evaluar y analizar proyectos de mediana a gran magnitud, sesgando o descartando los proyectos pequeños por no ser supervisables; adicionalmente, la

característica de «inestables» de las pymes, que se evidencia en sus tasas de «natalidad» y «mortalidad», hacen que estas tengan un alto nivel de riesgo, que no puede ser medido.

El riesgo moral en las pymes es elevado, dado el costo de su información y de la supervisión o control del destino que se hace de los fondos cedidos.

5. El concepto de mercado y el mercado de capitales

El mercado es el escenario (lugar físico o virtual) donde se realizan transacciones o acuerdos de negocios y en el que se intercambian bienes y/o servicios entre compradores y vendedores, articulándose un grado de competencia entre los participantes a partir del mecanismo de la oferta y la demanda (Samaniego Ibarra, 2010).

A diferencia de una simple operación de compraventa, el mercado implica un comercio regular y regulado.

Tras el surgimiento de la moneda, se empezaron a desarrollar códigos de comercio que finalmente dieron lugar a la empresa moderna y a mecanismos de transacciones más complejos, lo que permitió también el desarrollo de mercados de valores y otros mercados financieros (Definición ABC, 2012).

5.1. El mercado de valores como opción de financiamiento frente al sistema bancario

El mercado de valores es un mecanismo a través del cual interactúan de forma directa empresas que captan recursos, así como inversionistas que canalizan sus ahorros hacia un mercado regulado, y en el que existe una gran probabilidad de liquidez.

Tratándose de un mecanismo de financiación directa, el mercado de valores permite canalizar los recursos financieros escasos, pues en un mercado con desintermediación, los agentes económicos asumen de manera individual los riesgos existentes en él, a bajo costo y en condiciones de transparencia (BCC & Asociados, 2004).

En el Perú, los títulos valores se negocian a través del mercado bursátil, representado por la BVL, y mediante el mercado extrabursátil, en el cual se compran y venden los valores que no aparecen listados en los mecanismos centralizados de la BVL.

5.2. La Bolsa de Valores de Lima (BVL) y sus participantes

Las bolsas de valores son mercados organizados que tienen por objeto facilitar, con la participación de agentes especializados, las transacciones comerciales relativas a valores, las que, incluso, pueden concretarse mediante ciertos procedimientos de ejecución forzosa.

En el Perú, el mercado bursátil está representado por la BVL. Se trata de una organización privada que brinda las facilidades necesarias para que sus miembros, atendiendo los mandatos de sus clientes, realicen negociaciones de compraventa de valores.

En la actualidad, la BVL tiene poco más de 150 años de existencia, tiempo en el que ha registrado diversos cambios en su funcionamiento y operatividad; estos se rigen y regulan por la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo 861, vigente desde diciembre del 2005.

Revisando algunos datos, encontramos que en los últimos diez años los montos negociados en la BVL tuvieron un comportamiento moderado, a excepción de los años previos a la crisis (2006 al 2008), en los que hubo un extraordinario crecimiento, que llegó a superar los S/. 9,000 millones, tal como podemos observar en la figura 1.6.

La Bolsa de Valores de Lima es también parte de un grupo económico que crea empresas estratégicas, con el objetivo de contribuir a la ampliación de la estructura del mercado financiero peruano.

5.2.1. La institución de compensación y liquidación de valores (ICLV): *Cavali*

Cavali tiene por objeto exclusivo el registro, la custodia, la compensación, la liquidación y la transferencia de valores (Ley del Mercado de Valores, 2002: art. 223). Las ICLV están facultadas para dictar reglamentos internos

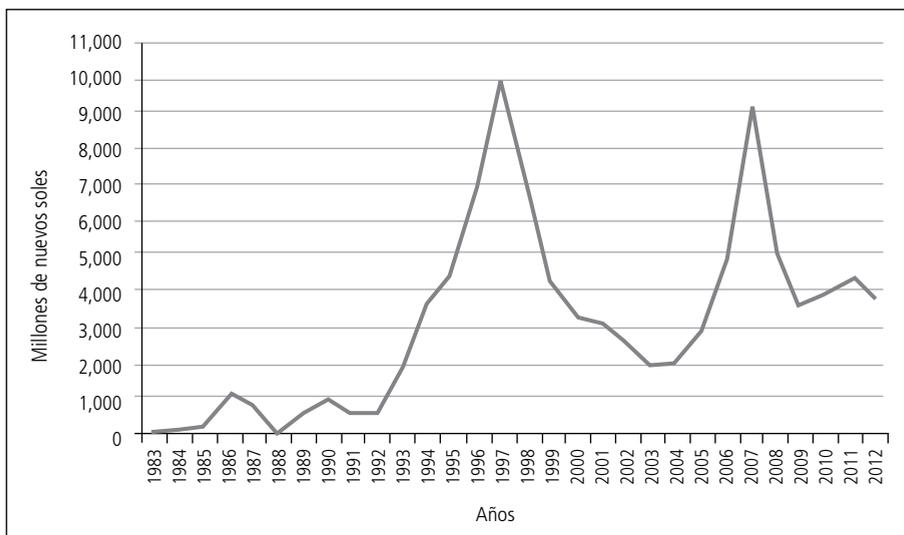


Figura 1.6. Monto anual negociado en la Bolsa de Valores de Lima

Fuente: BVL, 2013.

Elaboración propia.

y normas a efectos de su gestión. Le corresponde, además, supervisar a sus participantes y sancionarlos en caso de incumplimiento de dichas normas (Conasev, 1999).

Cavali es una sociedad anónima que se encarga del Registro Central de Valores y Liquidaciones (Cavali, 2012) y, en busca del eficaz desempeño del mercado de valores en el Perú, se interrelaciona con los otros actores del sistema (ver figura 1.7). En la actualidad, Cavali brinda sus servicios a 45 participantes del mercado bursátil (25 sociedades agentes de bolsa, 14 bancos y entidades financieras, 4 administradoras de fondos de pensiones y 2 depósitos centrales extranjeros).

5.2.2. La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)

La Superintendencia del Mercado de Valores es una institución pública, responsable de la reglamentación y supervisión del mercado de valores y de todos sus participantes. Hasta julio del 2011 se denominaba *Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores* (Conasev). Con este cambio, se adicionaron mayores facultades en sus funciones.

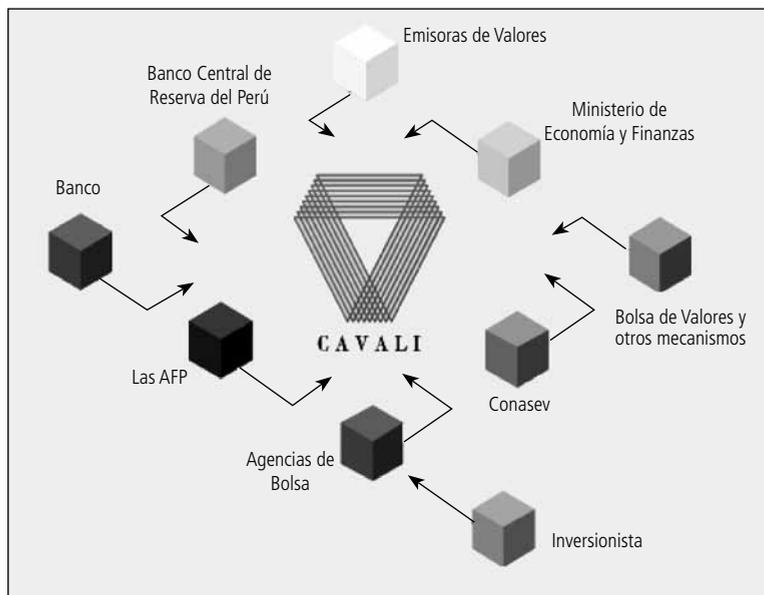


Figura 1.7. Relación de los actores bursátiles con Cavali

Fuente: BVL, 2013; Cavali, 2012.

La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) es un organismo técnico especializado adscrito al Ministerio de Economía y Finanzas que tiene por finalidad velar por la protección de los inversionistas, la eficiencia y transparencia de los mercados bajo su supervisión, la correcta formación de precios y la difusión de toda la información necesaria para tales propósitos.

La SMV, a fin de proteger los intereses de los inversionistas, emisores y demás participantes del circuito bursátil cumple al papel de regulador del mercado de valores en el Perú, verificando el cumplimiento de las normas (SMV, 2011).

5.2.3. Las clasificadoras de riesgo

Como indica la Ley del Mercado de Valores, la «empresa clasificadora de riesgo es la persona jurídica que tiene por objeto exclusivo categorizar valores, pudiendo realizar actividades complementarias de acuerdo a las disposiciones de carácter general que establezca la SMV» (Ley del Mercado de Valores, 2002: art. 269).

Según el artículo 280 de la misma ley, todas las personas jurídicas que emitan valores representativos de deuda por oferta pública deben contratar los servicios de dos clasificadoras de riesgo como mínimo para que se encarguen de la clasificación permanente de esos valores; si la SMV lo considera conveniente, puede designar una de las clasificadoras. La clasificación de los valores representativos de deuda que son objeto de oferta pública secundaria es obligatoria. En los demás casos, la clasificación de riesgo es facultativa (Ley del Mercado de Valores, 2002: art. 280).

5.3. Los valores mobiliarios que se negocian en el mercado de capitales

5.3.1. Bonos

Son valores representativos de deuda y conocidos como instrumentos de renta fija. Se trata de títulos que pagan intereses periódicos, los cuales son llamados *cupones*; estos títulos son emitidos con vencimientos mayores a un año.

En un contrato de bonos se detallan los derechos y obligaciones del emisor y del tenedor de bonos del activo de renta fija; se definen, asimismo, las bases de las futuras operaciones entre el emisor y el inversionista.

Existen varias clasificaciones de bonos. La principal es por el tipo de emisor, que puede ser una empresa o una institución del Estado; los bonos de las empresas son emitidos por instituciones financieras o empresas privadas; los bonos que emite el Estado son llamados *bonos del tesoro*.

Los tipos de bonos negociados en el mercado de valores son:

- **Los bonos amortizables.** Son aquellos que pagan su nominal con fechas programadas y no dejan el mayor importe del nominal al final; de esta manera, el inversionista se asegura en reducir el riesgo de que, al vencimiento, el emisor no pueda cumplir con pagar todo el nominal.
- **Los bonos *bullet*.** Son aquellos que pagan su principal o nominal a la fecha de vencimiento.
- **Los bonos cupón cero.** Son aquellos que no pagan cupones hasta el vencimiento.

- **Los bonos de rédito.** Son aquellos que no pagan cupones periódicos durante el periodo de duración del instrumento. Acumulan intereses que se pagan al vencimiento.
- **Los bonos con cupón diferido.** Son aquellos que diferieren el pago de los intereses a otro periodo, son pagados como pago único al final del periodo aumentando el valor los cupones porque toma una tasa compuesta durante el periodo diferido.

En el Perú, la emisión de bonos está normada por la Ley del Mercado de Valores y la Ley General de Sociedades.

5.3.2. *Acciones*

Son instrumentos de captación de fondos mediante los cuales el que aporta el dinero pasa a ser socio a cambio de sus aportes, además de adquirir derechos de naturaleza económica y política. Se les conoce como *valores de renta variable* porque su rentabilidad está sujeta a los resultados económicos de la empresa.

En el Perú existen tres tipos de acciones; las preferentes, que no otorgan derecho a voto y tienen prioridad para el pago de dividendos; las comunes, cuya posesión da derecho a voto; y las de inversión, creadas para dar participación a los trabajadores. Las acciones se encuentran reguladas por la Ley General de Sociedades y la Ley de Títulos Valores.

5.3.3. *Instrumentos de corto plazo*

Son valores representativos de deuda emitidos a plazos menores de un año; estos instrumentos pueden emitirse a través de títulos o anotaciones en cuenta.

Solo se pueden usar como instrumentos de corto plazo los papeles comerciales que se contemplan en la Ley de Títulos Valores.

Para la emisión de estos instrumentos, los bancos y las demás instituciones financieras están sujetos a la Ley General del Sistema Financiero.

5.4. Los inversionistas institucionales

Un inversionista es toda persona natural o jurídica que tiene una expectativa de rentabilidad financiera. Usa las inversiones con la finalidad de hacer crecer su dinero. Existen diferentes figuras de inversión, tales como acciones, bonos, fondos mutuos, opciones, divisas, plata, oro, etcétera.

Los inversionistas realizan un análisis técnico y/o fundamental para determinar las oportunidades de inversión favorable, con lo cual minimizan riesgos y maximizan ganancias.

Los inversionistas tienen diferentes tolerancias al riesgo: algunos prefieren inversiones de bajo riesgo y, por ende, tendrán ganancias conservadoras; otros, en cambio, están dispuestos asumir un riesgo adicional y obtener un beneficio mayor.

En el Perú, los principales inversionistas institucionales son los fondos de pensiones, las compañías de seguros, los fondos mutuos y los fondos de inversión.

5.4.1. Fondos de pensiones: las AFP

El fondo de pensiones es un conjunto de activos comunes destinado a generar un crecimiento estable a largo plazo y proporcionar pensiones a los empleados cuando estos llegan al final de sus años de trabajo e inician su jubilación.

Los fondos de pensiones son administrados normalmente por algún tipo de intermediario financiero para la empresa y sus empleados. Es el mayor inversionista institucional y, tienen los siguientes límites:

- Emisor: es el 10% de cada fondo administrado y hasta el 15% de los activos del emisor.
- Emisión o serie: hasta el 50%.
- Grupo económico: hasta el 25% de cada fondo administrado.

5.4.2. Fondos mutuos

Es un fideicomiso que reúne el dinero de inversores que tienen el mismo objetivo financiero, con el fin de invertirlo en instrumentos del mercado de capitales.

Para los integrantes del fondo constituyen una oportunidad de invertir, a un costo relativamente bajo, en una cartera diversificada gestionada por profesionales. Estos, sin embargo, tienen límites en ciertos casos:

- Instrumentos de deuda: hasta el 15% de las deudas o pasivos totales del emisor.
- Instrumentos de deuda: hasta el 15% del activo total del fondo mutuo.
- Instrumentos de deuda de un mismo grupo económico: hasta el 30% del activo total del fondo mutuo.

5.4.3. Fondos de inversión

Es un patrimonio autónomo que se logra con los aportes de personas naturales y jurídicas. Están destinados a ser invertido en diferentes instrumentos.

La estructuración y administración la realiza una SAFI por cuenta de los participantes del fondo. Es la SMV la que norma y supervisa las SAFI; los límites a estas, sin embargo, solo se establecen en sus propios reglamentos.

6. Ley del Mercado de Valores

El marco legal del mercado de valores es un aspecto crucial para definir su potencial de crecimiento y el grado de atractivo para las inversiones. De ahí la necesidad de que se base en una ley moderna y en un reglamento facilitador.

La Ley de Mercado de Valores promueve la transparencia del mercado estableciendo mecanismos para que todos los agentes que participan en este tengan las mismas condiciones a la hora de tomar decisiones.

La norma define las funciones y características de los diversos agentes intermediarios del mercado de valores, así como los procedimientos autorizados para la realización de las diversas operaciones con instrumentos financieros.

2

Marco legal del mercado alternativo de valores (MAV) en el Perú

Con la finalidad de conocer la base legal sobre la cual se desarrolla el MAV en el Perú, se analizan en el presente capítulo las características del Reglamento del MAV y de la Ley del Mercado de Valores.

1. Ley del Mercado de Valores

Entre los principales objetivos de la Ley del Mercado de Valores se encuentran la protección al inversionista, en especial al minoritario; para ello, se contemplan mecanismos que permiten solucionar conflictos (entre la SMV y la BVL, las SAB y los inversionistas) relacionados con el ámbito del mercado.

La estructura legal y regulatoria del mercado de valores peruano se encuentra definida en la Ley de Mercado de Valores, D.L. N.º 861, que entró en vigencia en diciembre de 1996 y contiene 13 capítulos y 365 artículos. Los participantes son los emisores, los intermediarios, así como los facilitadores y los inversionistas (ver cuadro 2.1).

La finalidad de la Ley de Mercado de Valores es promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, además de dar una adecuada protección al inversionista.

La ley comprende las ofertas públicas de valores mobiliarios y sus emisores, los valores de oferta pública, los agentes de intermediación, las bolsas

Cuadro 2.1. *Participantes de los mercados de valores*

Entidad participantes	N.º de participantes
Bolsa de Valores	1
Centrales de depósito	1
Intermediarios de valores de renta variable	23
Administradoras de fondo de pensiones	4
Administradoras de fondos mutuos	6
Administradoras de fondos de cesantía	0
Administradoras de fondos de inversión	4
Instituciones emisoras	241
Clasificadoras de riesgo	4

Fuente: BVL, 2013.
Elaboración propia.

de valores, las instituciones de compensación y liquidación de valores, las sociedades tituladoras, los fondos mutuos de inversión en valores, los fondos de inversión y, en general, los demás participantes en el mercado de valores, así como el organismo de supervisión y control, siempre y cuando dichos valores se oferten o negocien dentro del territorio nacional.

El Registro Público del Mercado de Valores tiene como finalidad poner a disposición del público la información que los inversionistas requieren para tomar decisiones y lograr, asimismo, la transparencia en el mercado.

En el capítulo II, artículos del 17 al 27 de dicha ley, se describen los pasos y temas relacionados con la inscripción en el registro (ver cuadro 2.2).

Cuadro 2.2. *Pasos para la inscripción en el registro de valores*

Pasos	Detalle
Obligación de inscripción	Valores de oferta pública y los programas de emisión de valores
Inscripción del valor o programa de emisión	Presentar a la SMV documentos donde conste sus características
Plazo para la inscripción	30 días desde la fecha de presentación de la solicitud a la SMV
Plazo especial	7 días si hubiera emitido por oferta pública en los últimos 12 meses
Inscripción parcial de acciones de capital social	Se requiere el 25% del capital social del emisor
Inscripción de valores representativos de deuda	Cumplan con las disposiciones de ley y el contrato de emisión
Instituciones emisoras	El emisor queda obligado a presentar a la SMV la información necesaria para la inscripción
Inscripción promovida por el emisor	Según la Junta General de Accionistas o el contrato de emisión

Fuente: Ley del Mercado de Valores, 2002.
Elaboración propia.

Las empresas están obligadas a presentar sus hechos de importancia de forma veraz, suficiente y oportuna, al igual que sus estados financieros (trimestrales) y memoria anual (a más tardar al día hábil siguiente de haber sido aprobada por el órgano correspondiente, siendo el plazo límite para su presentación el 15 de abril de cada año), según lo señala la SMV.

2. El mercado alternativo

Un mercado alternativo es un sistema multilateral de negociación de valores para empresas en crecimiento de reducida capitalización. Está dirigido a inversionistas institucionales y privados, lo que permite a todo tipo de empresas competir en igualdad de condiciones en los mercados globales.

En la última jornada sobre los mercados alternativos celebrada por la Confederación de Empresarios Independientes de Madrid (CEIM), estos consideraron que el mercado alternativo es una herramienta de financiación que podría beneficiar a las pymes que tengan planes innovadores y perspectivas de crecimiento. De esta manera, podrían acceder al mercado general.

El mercado alternativo generará oportunidades para que las pymes puedan cotizar en bolsa a través de la emisión de bonos, acciones y papeles comerciales. Contarían, así, con un mecanismo de financiación del que antes no disponían; tendrían continuamente, además, una valorización de mercado objetiva, ofrecerían a sus accionistas una vía de liquidez adicional o estarían en condiciones de presentarse como una empresa cotizada en un mercado de reconocido prestigio, con la consiguiente notoriedad que ello comporta (Carro & Veloso, 2010: 38).

Desde nuestro punto de vista, un mercado alternativo es un mercado atractivo para aquellas compañías con modelos de negocio sólidos y con perspectivas claras de expansión que requieran capital para su desarrollo.

3. El mercado alternativo de valores en el Perú

El mercado alternativo de valores (MAV) es un mecanismo que permitirá a pymes cuya facturación no sea superior a S/. 200 millones de nuevos

soles anuales ingresar al mercado bursátil. El MAV ofrece a estas empresas la posibilidad de realizar sus transacciones de compra y venta de valores de renta fija y variable, con concesiones en los requisitos y en un plazo máximo de 15 días.

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

El MAV es un sistema que, al incorporar a las pymes en el mercado bursátil, le permitirá al Estado seguir adelante con el proyecto de inclusión financiera, y les dará a aquellas la posibilidad de conseguir mayores beneficios (Casafranca, 2012: 9).

Para que una pyme pueda participar en el MAV deberá cumplir con los siguientes requisitos:

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

Los inicios del MAV en el mercado internacional se remontan al AIM, que ya tiene más de 15 años de existencia (ver anexo 2). En el ámbito nacional, el punto de partida se dio con Avanza BVL (ver anexo 3).

Las principales características del MAV son:

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

Las diferencias entre el mercado de valores general y el MAV para una emisión de oferta pública primaria (OPP) se muestran en el cuadro 2.3.

Cuadro 2.3. *Comparativo entre el mercado general y el MAV*

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

Fuente: BCRP, 2012a: 81.
Elaboración propia.

4. Reglamentación del mercado alternativo de valores

Según lo establece el propio reglamento, el MAV es un segmento del mercado de valores creado para la realización de ofertas públicas primarias y secundarias de acciones representativas de capital social y valores representativos de deuda. Esto se aplica para las empresas que cumplan las siguientes condiciones:

- a. Estar domiciliada en el Perú y encontrarse operando en el país durante los últimos tres años.
- b. Sus ingresos anuales promedio por venta de bienes o prestación de servicios en los últimos tres años, no deben exceder de 200 millones de nuevos soles o su equivalente en dólares estadounidenses.
- c. No tener ni haber tenido valores inscritos en el registro o admitidos a negociación en algún MCN administrado por las bolsas o mercados organizados extranjeros.

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

Las bolsas que administren el MCN en los que funcione el MAV deben establecer mecanismos de difusión que permitan identificar y diferenciar los valores que se cotizan en esta.

4.1. Oferta pública primaria de valores en el MAV

Como ya se mencionó anteriormente, mediante oferta pública primaria, las empresas podrán emitir en el MAV acciones representativas de capital social, bonos e instrumentos de corto plazo. Los instrumentos de corto plazo deben tener la condición de «valores típicos»⁵.

El valor o programa, según corresponda, deberá inscribirse en la sección «De los valores mobiliarios y/o programas de emisión inscritos en el mercado alternativo de valores» del registro.

La colocación de los valores puede efectuarse en rueda de bolsa, o bien fuera de ella, a través de un intermediario autorizado. Para el caso de los

5. Los cambios en las condiciones de la oferta o del programa que puedan implicar una variación en el nivel de riesgo de los valores previamente inscritos, de manera tal que puedan modificar la decisión de inversión de un inversionista sensato, constituyen variaciones fundamentales.

instrumentos de corto plazo, la empresa emisora podrá colocar dichos valores directamente, y se le aplicarán las obligaciones, responsabilidades y prohibiciones correspondientes a los intermediarios.

a) Trámites de inscripción

La inscripción del valor y del programa en el registro puede hacerse mediante un trámite general o un trámite anticipado, según corresponda. En ambos casos, el plazo máximo con el que cuenta la IGSC para disponer la inscripción es de quince días.

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

b) Tratamiento a los instrumentos de corto plazo

El reglamento del MAV le ofrece un tratamiento especial a las emisiones de instrumentos de corto plazo. Entre estas, destacan las siguientes:

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

4.2. Transparencia y seguridad para los inversionistas

La difusión de la oferta pública primaria, así como los términos y condiciones de cada una de las series o emisiones que se hagan respecto de los valores que serán objeto de colocación o subasta, deberán ser informados a

los inversionistas mediante publicación del aviso de oferta correspondiente en el *Portal del Mercado de Valores* de la SMV. Para tal efecto, la empresa debe comunicar dicho aviso como hecho de importancia. La difusión del aviso de oferta se debe efectuar a más tardar el día hábil anterior a la fecha de la subasta.

Durante el periodo en el que la oferta se lleve a cabo, la empresa debe mantener actualizado el prospecto indicando las variaciones fundamentales⁶ o no fundamentales que se presenten.

Por otro lado, la SMV tiene la facultad de suspender la oferta si así lo creyese conveniente.

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

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

Una facilidad que da el MAV es que los valores emitidos por oferta pública primaria se pueden inscribir automáticamente en el RVB a solicitud de la empresa. Para el caso de valores representativos de deuda, la solicitud puede venir de la mayoría absoluta del monto de emisión en circulación, salvo que en el contrato de emisión se estipule lo contrario.

Una vez inscrito el valor o programa de emisión en el registro y/o en el RVB, las empresas deben presentar a la SMV lo siguiente:

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

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

Entregar dicha información es considerado hecho de importancia, y debe hacerse conforme a las normas internacionales de información financiera (NIIF)⁷. No obstante, las empresas con activos o ingresos anuales inferiores a 3,000 UIT pueden presentar sus estados financieros de acuerdo con las normas internacionales oficializadas en el Perú.

Por último, las empresas que participen en el MAV deben comunicar sus hechos de importancia e información reservada de conformidad con la normativa convencional para el régimen general.

4.3. Tratamiento para la negociación secundaria

Las acciones representativas de capital social y los valores representativos de deuda previamente emitidos por las empresas participantes del MAV deben inscribirse en el registro y en el RVB⁷ para su negociación secundaria.

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

El valor inscrito en el registro y en el RVB podrá ser negociado en el MAV a partir del día siguiente de haberse publicado dicha inscripción en el *Boletín Diario*.

En el cuadro 2.4, a manera de resumen se hace un comparativo del MAV con el régimen general, de forma que se pueden encontrar sus diferencias.

7. Registro de valores de una bolsa, en donde se inscriben estos para su negociación en rueda de bolsa u otro mecanismo centralizado de negociación (MCN).

Cuadro 2.4. *Requisitos legales del régimen general versus el MAV*

Régimen general	Mercado alternativo
Cualquier empresa domiciliada o no domiciliada que cumpla con los requisitos del régimen general.	<ul style="list-style-type: none"> - Empresas domiciliadas en el Perú. - Mínimo tres años de operación. - Ingresos anuales promedio no mayores a S/. 200 millones o su equivalente en dólares. Si durante tres años consecutivos en promedio se sobrepasa este valor de ingresos, se sujetarán a las normas del régimen general. - No tener ni haber tenido valores inscritos en algún MCN, nacional o extranjero.
	Inscripción de valores en distinta sección que los del mercado regular.
	Son solidariamente responsables del contenido del prospecto frente a los inversionistas, las personas responsables de su elaboración, así como el principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor.
Memoria anual que incluye un informe sobre el cumplimiento de los principios de BGC.	A partir del cuarto año están obligados a incluir en la memoria anual información sobre el cumplimiento de los principios de BGC.
	Los valores emitidos por oferta pública primaria se pueden inscribir automáticamente en el RVB a solicitud de la empresa.
	Los valores representativos de deuda se pueden inscribir automáticamente en el RVB a solicitud de la mayoría absoluta del monto de emisión en circulación.
	Los valores inscritos en el Registro y en el RVB pueden negociarse en el MAV a partir del día siguiente de haberse publicado la inscripción.
Estados financieros anuales individuales y consolidados auditados.	Estados financieros anuales individuales auditados.
Estados financieros trimestrales individuales y consolidados.	Estados financieros semestrales individuales.
	Estados financieros preparados bajo las NIIF.
	Empresas con ingresos menores a 3,000 UIT, estados financieros bajo las normas internacionales oficializadas en el Perú.
	Comunicación de hechos de importancia e información reservada de acuerdo a la normativa convencional del régimen general.
Dos calificaciones de riesgo (excepto cuando la emisión se dirige a inversionistas acreditados).	Solo una calificación de riesgos.



Régimen general	Mercado alternativo
	Los instrumentos de corto plazo: - Deben tener la condición de “valores típicos”. - Pueden ser colocados directamente por las empresas emisoras (sin intermediario autorizado).
Se debe contar con un representante de obligacionistas (excepto cuando la emisión es para inversionistas institucionales).	No necesitan contar con un representante de obligacionistas.
Necesitan elevar a escritura pública los contratos o actos de emisión.	No necesitan elevar a escritura pública los contratos o actos de emisión.
	No necesitan constituir un sindicato de obligacionistas.
	Los inversionistas tienen que firmar una declaración jurada en la que manifiestan conocer las características del MAV y lo particular sobre la información financiera y el BGC.
	Sanciones para las empresas del MAV.
	Presentación no oportuna de hechos de importancia: 1 UIT.
	Presentación no oportuna de la información financiera anual auditada: 2 UIT.
	Presentación inoportuna de información financiera semestral: 1 UIT.
	Presentación inoportuna de memorias anuales: 1 UIT.
	Estructura tarifaria promocional por parte de la Bolsa de Valores de Lima y Cavali ICLV S.A.
	Pago del 50% de las contribuciones a la SMV por su participación y negociación secundaria.

Fuente: Ley del Mercado de Valores, 2012; SMV, 2012.
Elaboración propia.

El marco legal peruano que rige el MAV se caracteriza básicamente por la exoneración de algunos requisitos con respecto al mercado general. El objetivo de esto es facilitar y simplificar el ingreso de las pymes como emisores en el MAV.

3

Metodología de la investigación e identificación de los factores críticos de éxito

En el presente capítulo se expone la metodología de investigación aplicada en este libro. Para ello, se describen los dos principales métodos utilizados: en primer lugar, la metodología propuesta por Richard A. Caralli para identificar los factores críticos de éxito (FCE), cada uno de los cuales son objeto de análisis y cuyos alcances se definen; y, en segundo lugar, el *benchmarking*, que se desarrolla para la parte correspondiente a la recolección de datos.

1. Justificación, alcances y limitaciones de la investigación

El crecimiento económico en el Perú en los últimos años se ha visto sostenido en parte por el desarrollo de las pymes, que tienen una participación activa e importante en la dinámica empresarial. Sin embargo, para que puedan contar con oportunidades de desarrollo sostenido, requieren de mayor acceso al financiamiento, y hacerlo a menor costo.

Dando respuesta a esta necesidad, y con la finalidad de promover la inclusión de las pymes como emisores de instrumentos financieros, la SMV ha puesto en vigencia una normativa para implementar el MAV.

El MAV en el Perú inició sus operaciones el 22 de abril del 2013, con la primera emisión de deuda de la empresa Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar SAC, por 2 millones de dólares, dentro de un programa de dos años que tendrá colocaciones en tramos de 6 meses (Zurita, 2013: párr. 6); sin embargo, no se ha analizado a profundidad los pros y los contras de

esta nueva propuesta. Esta es la razón que motiva a investigar cuáles serían los factores críticos de éxito para el desarrollo de este mercado alternativo de valores.

a) Alcance

El presente trabajo de investigación analiza los factores críticos de éxito que debe tener la creación del mercado de valores para emisiones de las pymes en el Perú. Con este fin, se recurre al análisis de mercados alternativos de países como Reino Unido (a partir de 1995) y España (a partir del 2005), considerados como casos de éxito (Gómez, 2010); de Canadá, que también se caracteriza por listar empresas de alto riesgo; y, de Colombia y Argentina, por ser países de América Latina similares al Perú.

b) Limitaciones

Este análisis comprende el uso de fuentes primarias con base en entrevistas a especialistas y expertos del mercado de valores, de funcionarios reguladores de la SMV, la BVL, gerentes y empresarios de pymes que cumplan con los requisitos del nuevo reglamento del MAV; de agentes y representantes de potenciales inversionistas o académicos que nos permitieron obtener información.

Asimismo, se utilizaron fuentes secundarias, tales como investigaciones relacionadas con el mercado de valores y las pymes, reglamentos y normas legales, revistas especializadas en inversiones y mercado de valores, periódicos como *Gestión*, *El Comercio* y *La República*. Se tomaron estudios de entidades públicas y privadas referidos a estos temas; la información de otros países fue consultada a través de diversos sitios web.

2. La metodología de Richard A. Caralli para la identificación de los factores críticos de éxito (FCE)

La determinación de los FCE permitirá conocer las actividades clave para desarrollar el MAV en el Perú, donde las pymes puedan realizar emisiones de papeles comerciales, bonos o acciones. La presente investigación utiliza la metodología propuesta por Caralli *et al.* (2004) para analizar los aspectos de los que depende el éxito de este nuevo mercado.

El método de factores críticos de éxito busca alinear todo el conocimiento sobre el negocio acumulado por los administradores y gerentes, a fin de desarrollar procesos estructurados para ejecutar acciones de dirección estratégica y optimización de recursos enfocados hacia estas actividades, caracterizadas como indispensables para alcanzar el éxito.

El método de factores críticos de éxito fue planteado por primera vez por D. Ronald Daniel en la *Harvard Business Review* (Daniel, 1961: 111); sin embargo, es a partir de su aplicación para los requerimientos en sistemas de información desarrollada por Rockart (1979: 81) que su utilización se extiende a diversos temas de la gestión competitiva.

Las siguientes definiciones de los FCE enfocan diferentes aspectos por considerar:

Para Ferguson:

...son factores internos o externos a la empresa que deben ser identificados y reconocidos porque soportan o amenazan el logro de los objetivos de la empresa e incluso su existencia. Requieren de atención especial para evitar sorpresas desagradables o la pérdida de oportunidades. Pueden ser internos o externos, positivos o negativos en su impacto (citado por Villegas, 1997: 11-12).

Para Leidecker:

...son características, condiciones o variables que cuando están debidamente soportadas, conservadas o gerenciadas, tienen un impacto significativo en el éxito de una empresa que compite en una industria específica. Afectan directamente a la rentabilidad, cambian y no siempre son predecibles (citado por Villegas, 1997: 11-12).

Para Hofel:

... son variables que la gerencia puede influenciar a través de sus decisiones y que pueden afectar significativamente la posición competitiva global de las firmas en una industria. Estos factores usualmente cambian de industria a industria y dentro de una industria específica se derivan de la interacción de las características económicas y tecnológicas del sector en cuestión y de las armas con las cuales los competidores al interior han construido su propia estrategia (citado por Villegas, 1997: 11-12).

Otra dimensión de análisis de los FCE se produce a nivel operativo. En este caso, se los denomina *factores operativos de éxito*.

Robert las define de la siguiente manera:

Variables que son percibidas por los gerentes, como necesarias para ejecutar exitosamente un trabajo específico en una empresa específica. Así pues, cambian de empresa a empresa y de gerente a gerente. Pueden ser áreas cuyo desempeño es coyunturalmente crítico debido a que sus resultados están por debajo del nivel esperado (citado por Villegas, 1997: 12).

El modelo planteado por Richard A. Caralli en *The critical success factor method: Establishing a foundation for enterprise security management* está basado fundamentalmente en opiniones de expertos en la industria y negocios, así como en la revisión de fuentes secundarias para obtener datos relevantes que permitan conocer los FCE.

Existen expertos internos y externos a la industria cuya valiosa opinión recoge elementos de la sabiduría convencional o intuición, que aportan a la identificación y valoración de factores críticos de éxito y son difíciles de identificar con métodos más formales (Caralli *et al.*, 2004).

El papel de los analistas radica en identificar las personas cuya contribución sea más valiosa, diseñar las preguntas más pertinentes y hacer las interpretaciones más correctas.

El método utilizado con los entrevistados es la técnica de entrevista abierta; para ello, se propone realizar de dos a tres sesiones conjuntas con previa preparación. Los FCE definidos con estas entrevistas se ponen a consideración de otros expertos.

Las principales fuentes por las cuales es posible identificar los FCE son: La industria en la cual la organización existe, un entendimiento de sus competidores (posición competitiva), el entorno, sucesos temporales y la gerencia (González Bañales & Rodenes, 2007: 49-51).

Para esta investigación, empleamos el método de los FCE según el enfoque de Caralli, quien propone que la información obtenida debe ser agrupada representando las actividades principales que se llevan a cabo en una organización o las que se deberían realizar. La información resultante se analiza y se agrupa por afinidad para que los FCE se identifiquen fácilmente.

En la figura 3.1 se observa que este método plantea cinco actividades para identificar los FCE.

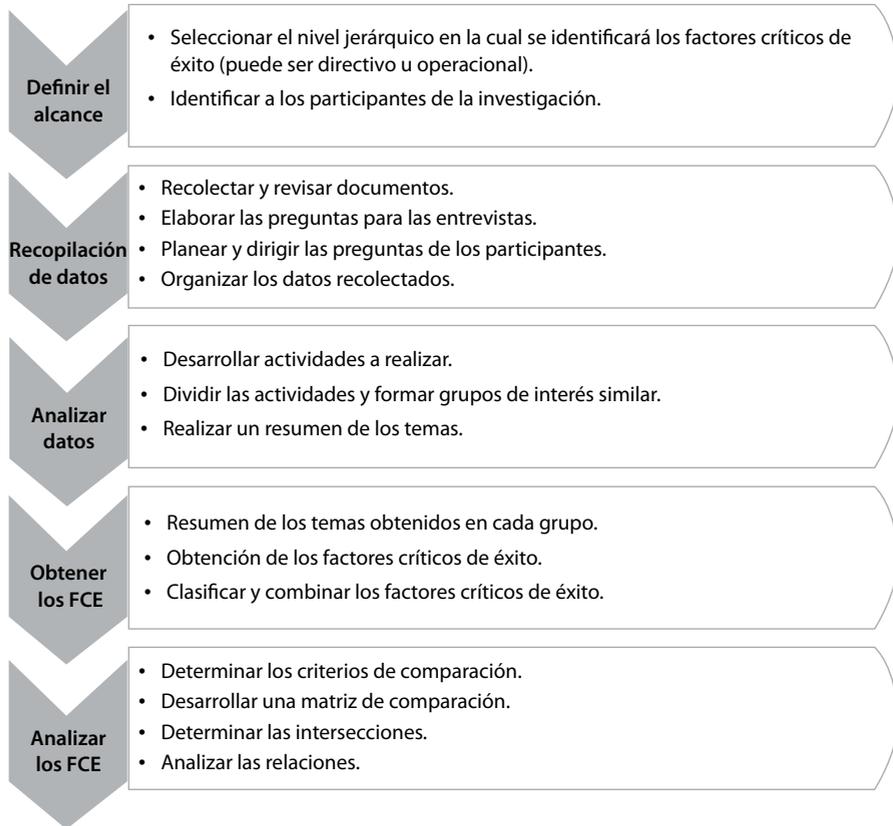


Figura 3.1. Método para identificar los FCE

Fuente: Caralli *et al.* (2004).
Elaboración propia.

3. El método del *benchmarking*: recolección de datos

El *benchmarking* es una herramienta que se utiliza en los procesos de mejora de la calidad. Tiene como esencia el aprendizaje de las mejores prácticas que provienen de las experiencias vividas por los diferentes sectores y empresas líderes en su rubro.

Las siguientes definiciones de *benchmarking* enfocan diferentes aspectos que se deben considerar:

Para Robert C. Camp:

Benchmarking es la búsqueda de las mejores prácticas de la industria que conducen a un desempeño excelente (citado por la USMP, 2008: 252).

Para José M. Viedma:

El benchmarking es el proceso sistemático y continuo, que emprende una empresa concreta para aprender de las mejores a nivel mundial mediante la evaluación comparativa de productos, servicios, procesos, métodos, procedimientos, estrategias (citado por la USMP, 2008: 252).

Para Antonio Valls:

Benchmarking es una metodología y modo riguroso de actuar para determinar, en primer lugar, cuales son los aspectos claves en los que se debe mejorar y sobresalir (citado por la USMP, 2008: 252).

Para McDonald:

Benchmarking es la búsqueda permanente en el proceso de identificación, entendimiento y adaptación de prácticas y procesos superiores de otras organizaciones con el fin de mejorar el desempeño de su organización (citado por la USMP, 2008: 252).

En esta investigación usamos como referencia la metodología planteada por Robert C. Camp, que comprende cinco fases: a) planificación, b) análisis, c) integración, d) acción y e) madurez. De ellas, solo usaremos la metodología de recolección de datos de la primera fase (ver figura 3.2).

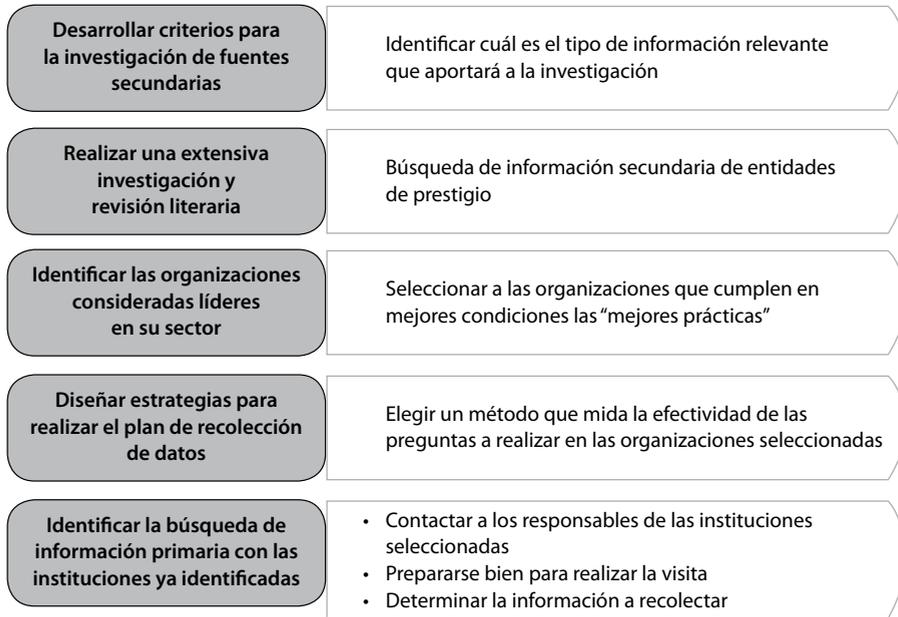


Figura 3.2. Método para la recolección de datos

Fuente: Ministerio de la Protección Social de Colombia, 2013.
Elaboración propia.

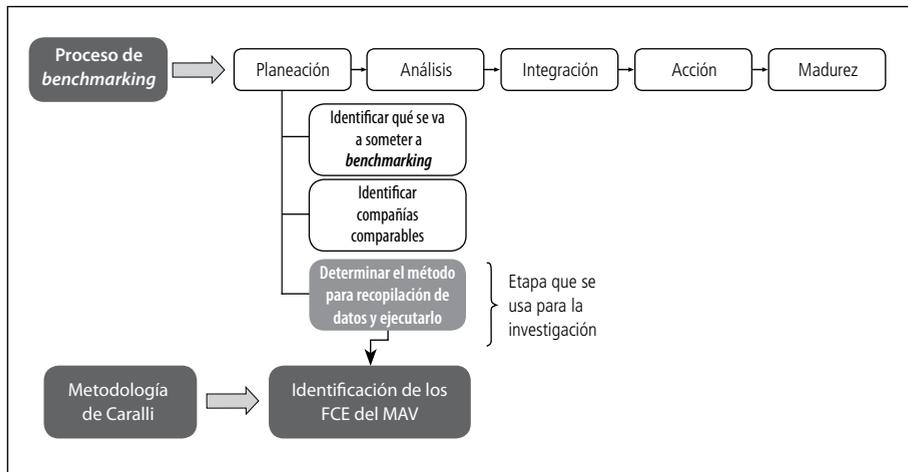


Figura 3.3. Relación entre el benchmarking y los FCE

Fuente: Camp, citado por USMP, 2008: 252.
Elaboración propia.

4

Experiencias de otros mercados alternativos de emisión de valores para pymes y el primer caso peruano: Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar

Este capítulo tiene como objetivo presentar las características más resaltantes de cada uno de los países seleccionados, analizando sus semejanzas, diferencias y otros aspectos que permiten el funcionamiento de los mercados alternativos de emisión de valores para las pymes. Se incluye un cuadro resumen donde se visualizan los datos más relevantes de cada país. Asimismo, se muestra el caso de la empresa Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar SAC, primera pyme emisora peruana de deuda en el MAV, a través del análisis comparativo de costos con una emisión en el mercado general y con las propuestas de mejoras hechas por los entrevistados.

1. España: mercado alternativo bursátil (MAB)

El MAB es un mercado organizado, autorizado por el Estado español, operado por las bolsas de valores (SMN), supervisado por la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV) e integrado dentro de las Bolsas y Mercados Españoles (BME)⁸. En él pueden cotizar valores de la Unión Europea y América Latina, y está abierto a inversionistas institucionales y particulares.

8. BME es el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros en España. Ofrece servicios, productos y sistemas avanzados de negociación. Tiene más de 20 sociedades filiales, entre las que destacan la Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Valencia, AIAF Mercado de Renta Fija, MEFF, Ibercelar, MAB, Infobolsa, entre otras.

Cuenta con una regulación especialmente adaptada para la SICAV⁹, empresas de capital de riesgo¹⁰ y pymes en expansión; es, asimismo, una plataforma de aprendizaje o lanzamiento de la bolsa para las empresas que alcancen la dimensión requerida.

La figura del asesor registrado constituye uno de los pilares básicos sobre los que descansa el MAB, ya que es un agente fundamental en la transmisión de credibilidad y transparencia de las compañías ante los inversionistas y entidades reguladoras (Pérez López, 2009). Del mismo modo, las pymes deben disponer de un proveedor de liquidez que garantice que haya contrapartida en el mercado secundario para los inversores que deseen comprar o vender acciones (ver anexo 4).

2. Reino Unido: Alternative Investment Market (AIM)

El AIM es el mercado alternativo más grande del mundo, considerado así debido al volumen de los montos negociados y a la cantidad de empresas participantes. Fue creado por la Bolsa de Londres (LSE, siglas de su nombre en inglés: London Stock Exchange) en el año 1995 con el objetivo de convertirse en un mercado especializado en listar empresas en expansión y empresas innovadoras del Reino Unido y de cualquier lugar del mundo.

Las ventajas que ofrece provienen de procesos más simplificados que los del mercado general de la LSE, además de no exigir un límite mínimo de capitalización bursátil, capital flotante y nivel de ganancias.

Para unirse al AIM, las empresas no están obligadas a tener una determinada trayectoria financiera o historial de operaciones. AIM proporciona

9. Es una forma de inversión colectiva bastante común en Europa occidental. Permite invertir dinero y diferir el pago anual de impuestos (al igual que los fondos de inversión) a través de una sociedad anónima cuyo objeto social es invertir en activos financieros.
10. Son entidades financieras cuyo objeto principal es tomar temporalmente participaciones en el capital de empresas no cotizadas y, con la ayuda del capital de riesgo, lograr que las empresas aumenten su valor. Una vez madurada la inversión, el capitalista se retira habiendo obtenido un beneficio.

un régimen regulador diseñado específicamente para pequeñas empresas en crecimiento. Este mercado cuenta con asesores especializados denominados *Nomad* (*Nominated advisers*) y con agencias de relaciones con inversionistas, que facilitan la cotización (ver anexo 5).

3. Canadá: la TSX Venture Exchange (TSXV)

La TSX Venture Exchange es un mercado para las empresas emergentes e inversionistas de capital de riesgo. El mercado alternativo TSXV está compuesto por empresas muy pequeñas (*startups* y *greenfields* de minería, petróleo y gas), y sus IPO son extremadamente bajos. El TSXV exige menos requisitos para el registro de oferta y proporciona una flexibilidad en la búsqueda de inversores.

Actualmente, en Canadá no es obligatoria la contratación de un *market-maker*, pero en este mercado alternativo sí es algo que se hace constantemente (ver anexo 6).

4. Colombia: segundo mercado

La creación del segundo mercado tenía como objetivo que las pymes puedan acceder al mercado de capitales, estableciendo requisitos más flexibles —en cuanto a costos, reportes de información y montos mínimos de emisión— que los exigidos para el ingreso al mercado principal.

La flexibilidad de los requisitos para que una pyme acceda al mercado de valores, hace que los valores sean de alto riesgo, y esto justifica que únicamente inversionistas profesionales con características y experiencia definidas puedan invertir en ellos (ver anexo 7).

5. Argentina: mercado de capitales para pymes

El mercado de capitales en Argentina, representado por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, tiene un régimen especial donde las pymes pueden emitir acciones y obligaciones negociables bajo un régimen simplificado

de oferta pública y cotización, previo registro en la Comisión Nacional de Valores. Con respecto al mercado general, los requisitos exigidos ofrecen algunas concesiones.

Las acciones y obligaciones negociables en el régimen pymes de la bolsa argentina solo pueden ser adquiridas por inversores calificados; emiten principalmente cheques de pago diferido y fideicomisos financieros, y tienen una tasa de colocación en crecimiento (ver anexo 8).

Los detalles relevantes de los cinco países revisados se mencionan en el cuadro 4.1.

En este acápite se muestra información obtenida de los mercados alternativos de países referentes como España, Reino Unido, Canadá, Colombia y Argentina, organizados por sus características en común. De estas, podemos mencionar las siguientes como las principales:

- La segmentación de las pymes en función del número de empleados y sus ingresos anuales.
- El número de empresas que participan en el mercado alternativo.
- Los requisitos diferenciados con respecto al mercado tradicional.

Esta información sirve como base para la elaboración de la tabla matriz de FCE de países que se presentará al final del siguiente capítulo.

6. Primer caso en el Perú: Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar

En el presente acápite se analizan los beneficios de una emisión de bonos en el mercado alternativo peruano considerando tres escenarios relevantes, en los que se comparan una emisión de bonos en el mercado general, una emisión en el MAV y una variante de la emisión en el MAV, a lo que se añaden las sugerencias de los entrevistados (inversionistas-expertos), detalladas en el capítulo 5.

Se ha desarrollado el caso de la empresa Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar SAC, por ser la primera en listar en el nuevo mercado alternativo de valores, mediante la colocación de instrumentos de deuda de corto plazo por 2 millones de dólares (23 de abril del 2013).

Para efectos del caso se han estudiado tres supuestos de proyección sobre las condiciones del fondeo: proyección sin fondeo en el mercado de capitales (financiamiento bancario), proyección con la emisión de los papeles comerciales realizada en el 2013 y proyección con una emisión de bonos en el 2013 en lugar de los papeles comerciales¹¹.

Finalmente, se hace un análisis de sensibilidad con simulación de Montecarlo; el objetivo es conocer el impacto en el costo efectivo anual de la colocación del bono, explicado por las variaciones en costos y gastos de la emisión y de la tasa cupón del bono.

6.1. Perfil de la empresa

La compañía Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar SAC es una empresa comercial especializada en la producción y exportación de frutas y vegetales, tanto frescos (espárrago verde, uva, mango, tangelo, granada y palta) como congelados (mango, espárrago, camote y granada). Adicionalmente, brinda servicios de empaque de productos agrícolas y agroindustriales para exportación.

Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar se constituyó en la ciudad de Casma el 10 de agosto de 1998. Originalmente, la compañía se encargaba de las operaciones agrícolas, mientras que la empresa relacionada Agro-Inversiones Chavín SAC era la encargada de comprar materia prima a terceros y a la propia Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar para procesarla como productos frescos y congelados de exportación.

Actualmente, la empresa concentra la totalidad de las operaciones agrícolas y agroindustriales. La integración vertical tiene lugar en las diversas líneas de productos, pasando del abastecimiento de la materia prima hasta su envasado y/o procesamiento.

11. La emisión de bonos en el 2013 es un ejercicio para fines del caso, pues la estrategia real de Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar y de cualquier empresa en el MAV es emitir primero instrumentos de deuda de corto plazo y, una vez adquiridos el reconocimiento y la confianza del mercado, emprender un proyecto de colocación de bonos. Se asume que el dinero captado será utilizado en capital de trabajo y la cancelación de su deuda de corto plazo.

Cuadro 4.1. *Características de los mercados alternativos de otros países*

Características	España	Inglaterra
Pymes	Microempresa: menor a 10 empleados y menor a € 2 millones de ventas. Pequeña empresa: menor a 50 empleados y menor a € 10 millones de ventas. Mediana empresa: menor a 250 empleados y menor a € 50 millones de ventas.	Microempresa: de 1 a 9 empleados. Pequeña empresa: de 10 a 49 empleados. Mediana empresa: de 50 a 249 empleados.
Mercado alternativo	Mercado Alternativo Bursátil (ver anexo 4)	Alternative Investment Market (ver anexo 5)
Siglas	MAB	AIM
Creación	2008	1995
Número de empresas	22	1,258
Requisitos diferenciados	Designar un asesor registrado. Tiene un <i>market maker</i> (proveedor de liquidez).	Designar un asesor nominado. Enviar información financiera anual a los inversores. No requiere de un mínimo de capitalización en el mercado. No requiere experiencia en las negociaciones de valores. No requiere de un nivel determinado de valores para libre negociación. Tiene un <i>market maker</i> .
Costos		
Capitalización bursátil	€ 104 millones	£ 65,000 millones
Participación del Estado	Incentivos fiscales. Subsidios para el costo de acceder al mercado.	
Tipos de instrumentos	Las acciones y aquellos otros valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta.	Acciones ordinarias. Acciones preferentes. Valor de deuda. Fondos de inversión.
Principales sectores participantes	Medios de comunicación y publicidad, productos farmacéuticos, telecomunicaciones, servicios y comercio.	Petróleo y gas, materia prima, industriales, consumo masivo.

Canadá	Colombia	Argentina
Microempresa: menor a 20 empleados. Pequeña empresa: de 20 a 99 empleados. Mediana empresa: de 100 a 500 empleados.	Pequeña empresa: de 11 a 50 empleados. Mediana empresa: de 51 a 200 empleados.	Varían según los sectores. Pequeña empresa: ingresos de 8.2 millones de pesos hasta 28 millones de pesos. Mediana empresa: ingresos desde 75.4 millones de pesos hasta 223.8 millones de pesos.
Toronto Stock Exchange Venture (ver anexo 6)	Segundo Mercado (ver anexo 7)	Bolsa de Comercio de Buenos Aires (ver anexo 8)
TSXV		
1997	1995	2002
2,277	13	
No exige capitalización mínima. No requiere una base mínima de accionistas. Acciones emitidas con tope. Exige un <i>free float</i> mínimo. No es necesario presentar la auditoría de los estados financieros trimestrales. Tiene un <i>market maker</i> .	Tiempo de respuesta de 10 días de la Superintendencia Financiera de Colombia. No exige capitalización mínima. No necesita un representante de tenedores de bonos. Los valores se entenderán inscritos en el RNVE solo cuando se remitan los documentos exigidos y autorizados para su oferta pública. Los inversionistas deben ser calificados.	Los inversionistas deben ser calificados.
	50% menos al del mercado principal	
C\$ 3,800 millones		
Incentivos tributarios.		
Acciones preferenciales.	Bonos ordinarios. Titularización. Papeles comerciales y acciones ordinarias.	Acciones. Cheques de pagos diferidos. Fideicomisos financieros. Obligaciones negociables. Valores de corto plazo.
Minería, bienes raíces, energía y servicios.	Sector industrial, financiero y de telecomunicaciones.	

Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar es una empresa familiar que cuenta con un capital social de 15'378,460 nuevos soles. En el cuadro 4.2 se muestra su estructura accionaria al 31 de diciembre de 2012.

Cuadro 4.2. *Accionistas*

Accionistas	Capital social		Participación accionaria
	En nuevos soles	Vigentes	
1. Salazar Vergaray, Mónica	7'535,446	7'535,446	49%
2. Salazar Vergaray, Mario	7'535,446	7'535,446	49%
3. Salazar Arteaga, Luis Alberto	307,568	307,568	2%
Total	15'378,460	15'378,460	100%

Fuente: BVL, 2013.
Elaboración propia.

El directorio está conformado por el presidente y dos directores (ver cuadro 4.3).

Cuadro 4.3. *Directorio*

Accionistas	Cargo
1. Salazar Vergaray, Mario	Presidente del Directorio
2. Gal'Lino Vargas Machuca, Juan José	Director
3. Torres Morales, Carlos	Director

Fuente: BVL, 2013.
Elaboración propia.

6.2. Operaciones de la empresa

La oferta diversificada que mantiene la empresa le permite tener un flujo permanente de producción a lo largo del año. Las industrias a las que vende sus productos son las de productos frescos y congelados, lo que le permite optimizar sus retornos ante las fluctuaciones del mercado. Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar ha logrado conformar un portafolio de productos muy diversificados y desestacionalizados. En el 2012, el mango se mantiene como el principal producto de exportación, seguido muy de cerca por el espárrago. Ambos se comercializan tanto como frescos como congelados.

El 90% de las ventas de la empresa se dirigen al mercado de exportación (ver cuadro 4.4). Dichas exportaciones están diversificadas en América del Norte, América del Sur, Europa Oriental, Europa Occidental y Asia.

Cuadro 4.4. *Ventas totales de las exportaciones en el 2012*

Línea de productos	En miles de dólares	Porcentaje
Mango congelado	4,093	34.7%
Espárragos frescos	2,743	23.2%
Espárragos congelados	1,591	13.5%
Mangos frescos	1,019	8.6%
Uva	925	7.8%
Palta fresca	893	7.6%
Holantao	134	1.1%
Granada fresca	110	0.9%
Granada congelada	105	0.9%
Camote congelado	72	0.6%
Tangelo fresco	57	0.5%
Palta congelada	57	0.5%
Total	11,799	100.0%

Fuente: BVL, 2013.
Elaboración propia.

Durante el 2012, del total de materia prima procesada (frutas y vegetales), el 69% fueron acopiadas por diversos agricultores y empresas agrícolas. La compañía cultiva y produce en 425.6 hectáreas ubicadas en el departamento de Áncash (ver cuadro 4.5).

Cuadro 4.5. *Abastecimiento de materia prima en el 2012*

Línea de productos	TM procesadas		
	Terceros	Propios	Total
Espárrago verde	1,339	879	2,218
Palta	420	264	684
Mango	4,742	299	5,041
Tangelo		519	519
Uva		931	931
Granada	73	69	142
Total procesado	6,574	2,961	9,535
Total en porcentajes	69%	31%	100%

Fuente: BVL, 2013.
Elaboración propia.

6.3. Análisis financiero

El crecimiento de las ventas se explica principalmente por las mayores ventas de mangos frescos, espárrago congelado y mango congelado. La empresa mantiene su grado de liquidez estable y un bajo nivel de

apalancamiento financiero. Además, se presentó un bajo margen de rentabilidad producto del incremento de sus costos de ventas.

En el cuadro 4.6 se muestran los principales valores de los estados financieros auditados de los años 2011 y 2012.

Cuadro 4.6. *Principales indicadores de los estados financieros*

Indicadores	2012	2011
Activos	72,282	74,489
Pasivos	33,762	30,592
Patrimonio	38,520	43,897
Utilidad	-788	3,099
ROA	-1.1%	4.2%
ROE	-2.1%	7.1%
Ebitda	2,729	6,632

Fuente: BNB Valores Perú Solfín SAB, 2013.

Elaboración propia.

6.4. Proyección de los estados financieros

Se ha proyectado la información financiera y de operaciones obtenida del prospecto marco, la memoria de la empresa y fuentes secundarias (BVL, SMV y notas de prensa) reportadas al mercado en el contexto de la colocación de deuda de corto plazo a través del MAV.

Con el fin de conocer la evolución de los resultados y la situación financiera de la empresa al variar las fuentes de financiamiento, se han creado los siguientes escenarios de proyección para los estados financieros:

- Proyección sin realizar fondeo en el mercado de capitales, según condiciones actuales de su financiamiento bancario.
- Proyección que incorpora la emisión de papeles comerciales por 2 millones de dólares en abril del 2013.
- Proyección con la emisión de bonos en lugar de papeles comerciales (abril del 2013).

El objetivo de la colocación de bonos es utilizar los fondos para capital de trabajo y cancelar deuda de corto plazo.

En el cuadro 4.8 se observa que, bajo el supuesto de crecimiento conservador de 1% anual, se logra reducir la deuda de corto plazo y acumular patrimonio para estabilizar la posición financiera; con ello, se evita presionar la necesidad de capital de trabajo y comprometer el ratio de Ebitda en la cobertura de gastos financieros.

6.4.2. Segundo análisis: emisión de instrumentos de corto plazo

En el segundo escenario de proyección se incluyen los efectos de la emisión hecha recientemente con el objetivo de financiar el capital de trabajo necesario para un crecimiento de 15% en ventas en el año siguiente a la colocación.

a) Características de la colocación de papeles comerciales

La empresa cuenta con un programa aprobado de hasta 2 millones de dólares en papeles comerciales, y propone realizar emisiones sucesivas de 500,000 dólares en los meses de abril, mayo, junio y julio del 2013, todas con vencimientos semestrales.

La estructuración y colocación del programa ha sido encargada a BNB Valores Perú Solfín Sociedad Agente de Bolsa S.A., que ha definido como mercado objetivo para esta colocación a los inversionistas *retail* (Zurita, 2013). Asimismo, las emisiones del referido programa contemplan la constitución de un fideicomiso de administración para el pago del instrumento. Dicho fideicomiso administrará los flujos futuros originados por las ventas ya comprometidas con sus clientes por un 120% del valor nominal de los instrumentos de corto plazo que se mantenga en circulación.

El fiduciario del referido fideicomiso es el Banco Internacional del Perú S.A.A. (Interbank), mientras que BNB Valores Perú Solfín S.A. SAB actuará como representante de los fideicomisarios (ver cuadro 4.9).

Los miembros del fideicomiso son los siguientes:

- Fideicomisarios: todos los tenedores de los instrumentos de corto plazo emitidos dentro del programa.
- Fideicomitente: Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar.
- Fiduciario: Interbank.

Cuadro 4.9. *Primer Programa de Emisión de Instrumentos de Corto Plazo*

Características	Detalles
Emisor	Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar S.A.
Entidad estructuradora	BNB Valores Perú Solfin Sociedad Agente de Bolsa S.A.
Agente colocador	BNB Valores Perú Solfin Sociedad Agente de Bolsa S.A.
Monto del programa	Hasta por US\$ 2'000,000
Moneda	Dólares Americanos o su equivalente en Nuevos Soles
Plazo del instrumento	No mayores a un año
Amortización	Bullet
Destino	Capital de trabajo y financiamiento de inventarios y otras necesidades de capital operativo
Garantías	Genérica sobre el patrimonio de la empresa

Fuente: BNB Valores Perú Solfin SAB, 2013.

- Flujos dinerarios: el total de las sumas de dinero provenientes de los derechos de cobro, incluyendo los intereses.
- Instrumentos de corto plazo: los valores mobiliarios que serán emitidos por Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar dentro del programa.

b) La clasificación

Para su primer programa de instrumentos de corto plazo, la empresa ha sido calificada por Pacific Credit Ratings con P2; ello significa emisiones con certeza en el pago oportuno. La liquidez y otros aspectos del emisor son firmes; sin embargo, las necesidades continuas de fondo pueden incrementar los requerimientos totales de financiamiento.

La empresa paga actualmente una tasa de interés promedio de 7.74% anual por sus préstamos en dólares, y pudo obtener una tasa de 6% en la primera colocación realizada el 23 de abril de 2013.

c) Análisis de los resultados

En este análisis se busca mejorar el nivel de utilización de la planta y se propone alcanzar en el corto plazo un importante crecimiento de 15% en las ventas. Sin embargo, dado el tamaño y costo de las obligaciones financieras actuales, así como la posterior desinversión en capital de trabajo para

servir la deuda de la emisión, se asume que, luego del primer año, las tasas de crecimiento serán de 1%, priorizando consolidar la nueva escala de la operación alcanzada con el acceso al mercado de capitales (ver cuadro 4.10).

Cuadro 4.10. *Crecimiento de las ventas en soles en el escenario de emitir instrumentos de corto plazo*

Estimación	Real		Proyectada					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas anuales								
Tasa de crecimiento		-2%	15%	1%	1%	1%	1%	1%
Estado de ganancias y pérdidas								
Ingresos	33,327	32,788	37,706	38,083	38,464	38,849	39,237	39,630
Utilidad neta	3,100	-786	699	1,317	2,009	2,805	3,387	3,888
Balance general								
Caja	135	485	558	563	569	575	580	586
Deuda de corto plazo	4,005	6,373	8,701	9,850	9,234	7,967	5,898	941
Utilidades acumuladas	27,560	22,184	22,184	22,883	24,200	26,209	29,014	32,401
Total patrimonio	43,896	38,521	39,220	40,536	42,546	45,350	48,737	52,625
Pasivo + patrimonio	74,489	72,282	73,858	73,034	72,182	71,365	70,519	69,645
Dividendos	0%							

En el cuadro 4.10 se observa que, bajo el supuesto del crecimiento anual de 1%, luego del 15% del primer año, se logra reducir la deuda de corto plazo en el mediano plazo y acumular patrimonio para afrontar el proyecto de emitir bonos.

6.4.3. Tercer análisis: programa de bonos corporativos

En el tercer enfoque de análisis, se toma como supuesto que en la actualidad se dan las condiciones necesarias para que el mercado valore una propuesta de endeudamiento a mayor plazo ofertada por Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar. Para mitigar la percepción de riesgo del mercado, se propone una emisión de bonos amortizables que genere un menor periodo de recuperación del capital invertido (menor *duration*).

a) Determinación de las condiciones para la emisión de bonos corporativos

A partir de las condiciones ofertadas en el programa de instrumentos de corto plazo, que plantea emisiones sucesivas de 500,000 dólares, con vencimiento a seis meses de plazo, se definió basarse en la misma capacidad de pago —ya aceptada por el mercado— para estimar el importe final destinado al programa de bonos pagadero en diez periodos semestrales. De ello resulta un importe total de 5'000,000 de dólares para un periodo de cinco años.

b) Estimación de la tasa de interés

La tasa de colocación para los papeles comerciales en dólares en la emisión de Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar del 23 de abril de 2013 fue de 6%. Sobre esta base se calculará el *spread* respecto de los bonos libres de riesgo de similar plazo y moneda, conformado por los Bonos Globales Perú (ver cuadro 4.11 y figura 4.1).

Cuadro 4.11. Cálculo del *spread* a 6 meses

Dentro de un periodo de 6 meses	Tasa
Efectiva anual	6.09%
Nominal anual	6.00%
Nominal semestral	3.00%
De los CD-BCRP a 6 meses	0.29%
El <i>spread</i> a 6 meses	2.71%
El <i>spread</i> anual	5.42%

Una vez determinada la prima de 5.42%, entre la tasa libre de riesgo y la tasa de los ICP de Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar, ella servirá como base para estimar la tasa de interés para una emisión de bonos corporativos a cinco años. Para ello, se adiciona el mismo *spread* al costo del bono global en dólares a cinco años, con lo cual se obtiene una tasa nominal de 7.08% que será usada en las proyecciones de la emisión (ver cuadro 4.12, figura 4.2 y cuadro 4.13).

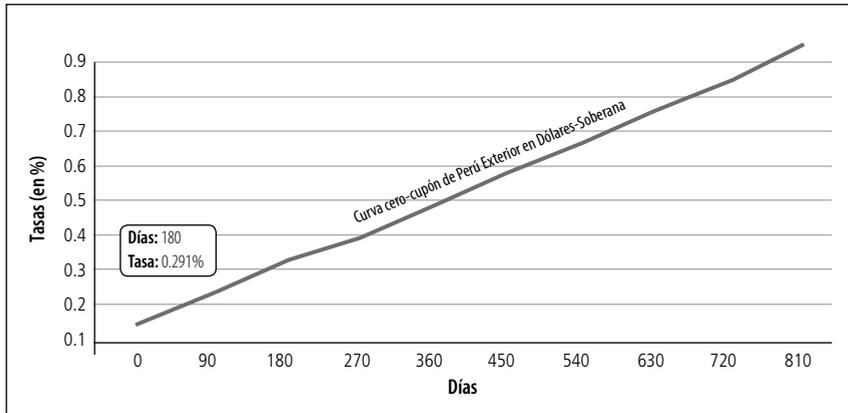


Figura 4.1. Curva cero-cupón en días de los rendimientos de bonos globales

Fuente: SBS, 2013.

Cuadro 4.12. Cálculo de la tasa cupón del bono a 5 años

Para un periodo de 5 años	Tasa
El <i>spread</i> anual	5.42%
Bono soberano	1.66%
Nominal anual	7.08%
Efectiva anual	7.21%

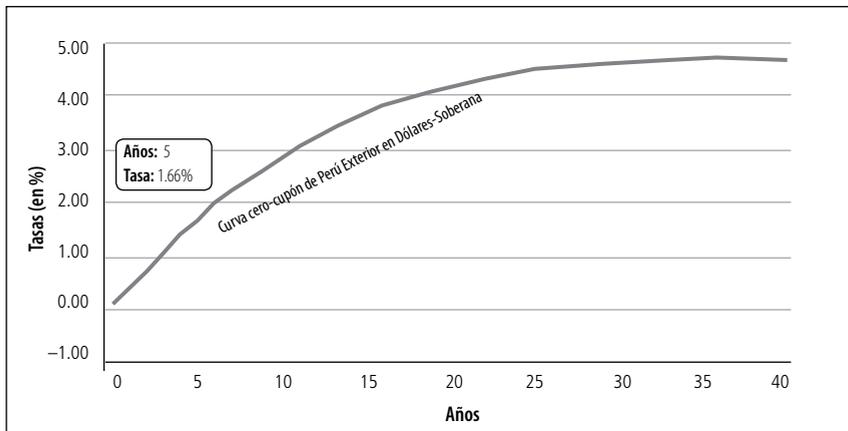


Figura 4.2. Curva cero-cupón en años de los rendimientos de bonos globales

Fuente: SBS, 2013.

Cuadro 4.13. Tasa cupón de bonos globales

Secuencia	Fecha base	Periodo (días)	Tasa (en %)	
1	25 de abril de 2013	0	0.1563221	
2	25 de abril de 2013	90	0.2219418	
3	25 de abril de 2013	180	0.2912161	<> 6 meses
4	25 de abril de 2013	270	0.3633849	
5	25 de abril de 2013	360	0.4377999	
6	25 de abril de 2013	450	0.5139091	
7	25 de abril de 2013	540	0.5912426	
8	25 de abril de 2013	630	0.6694015	
9	25 de abril de 2013	720	0.7480473	
10	25 de abril de 2013	810	0.8268934	
11	25 de abril de 2013	900	0.9056980	
12	25 de abril de 2013	990	0.9842572	
13	25 de abril de 2013	1,080	1.0624001	
14	25 de abril de 2013	1,170	1.1399834	
15	25 de abril de 2013	1,260	1.2168882	
16	25 de abril de 2013	1,350	1.2930157	
17	25 de abril de 2013	1,440	1.3682848	
18	25 de abril de 2013	1,530	1.4426293	
19	25 de abril de 2013	1,620	1.5159958	
20	25 de abril de 2013	1,710	1.5883416	
21	25 de abril de 2013	1,800	1.6596334	<>5 años

Fuente: SBS, 2013.

Según se observa en la figura 4.3, la tasa nominal anual calculada en 7.08% se ha utilizado para estructurar el cronograma de pago en la serie de bonos por cinco millones de dólares, simulada de tipo amortizable con cuota uniforme.

Al realizar el cálculo de la *duration* del bono, se obtiene 2.61 años; esto permite comprobar que la estructura genera un adecuado nivel de riesgo, pues hace posible recuperar el capital aproximadamente a la mitad del plazo de vencimiento del programa (ver cuadros 4.14, 4.15 y 4.16).

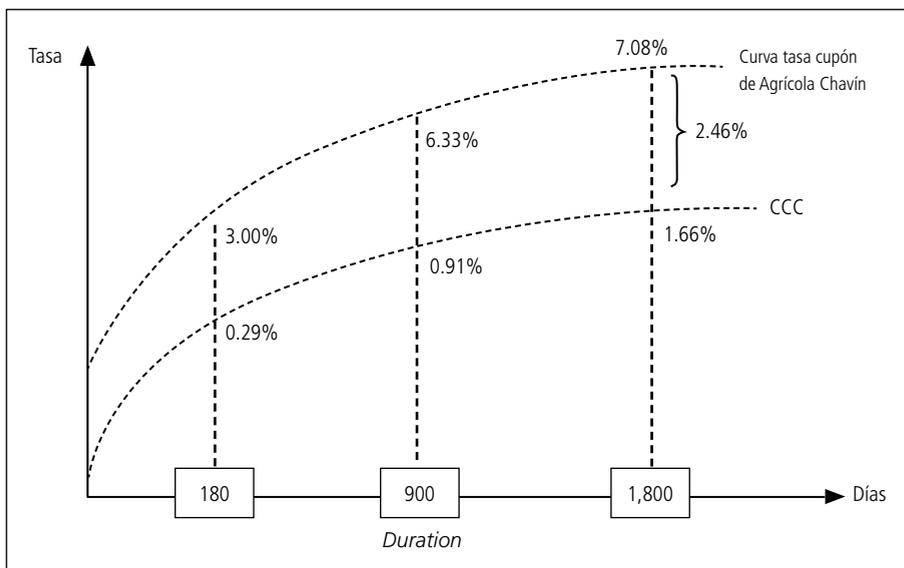


Figura 4.3. Estimación de la curva cero-cupón de un bono

Elaboración propia.

Cuadro 4.14. Emisión de un bono amortizable a 5 años (en dólares)

Semestres	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Intereses	177,000	161,940	146,347	130,202	113,486	96,177	78,256	59,701	40,489	20,597
Capital	425,420	440,479	456,072	472,217	488,934	506,242	524,163	542,718	561,931	581,823
-5'000,000	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420

Haciendo el ejercicio para hallar la tasa del bono a cinco años, considerando la *duration*, ya que son bonos amortizables, obtendríamos el resultado que se ve en el cuadro 4.17.

Esta sería la tasa más razonable para los bonos, siendo optimistas en nuestra proyección; en otras palabras, si asumimos que obtendrán una calificación de riesgos equivalente a la otorgada a los papeles comerciales.

Cuadro 4.15. *Cálculo de la duration*

Periodo	t	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Cuota			602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420
$1/(1+r)^t$		0.966	0.933	0.901	0.870	0.840	0.812	0.784	0.757	0.731	0.706	0.706
Préstamo		5'000,000	581,823	561,931	542,718	524,163	506,242	488,934	472,217	456,072	440,479	425,420
Ponderación			0.12	0.11	0.11	0.10	0.10	0.10	0.09	0.09	0.09	0.09
			1.00									
Ponderación$\times t$			0.12	0.22	0.33	0.42	0.51	0.59	0.66	0.73	0.79	0.85
Duration			5.21									
			2.61									

Cuadro 4.16. *La duration en la tasa cupón de bonos globales*

Secuencia	Fecha base	Periodo (días)	Tasa (en %)	
1	25 de abril de 2013	0	0.1563221	
2	25 de abril de 2013	90	0.2219418	
3	25 de abril de 2013	180	0.2912161	
4	25 de abril de 2013	270	0.3633849	
5	25 de abril de 2013	360	0.4377999	
6	25 de abril de 2013	450	0.5139091	
7	25 de abril de 2013	540	0.5912426	
8	25 de abril de 2013	630	0.6694015	
9	25 de abril de 2013	720	0.7480473	
10	25 de abril de 2013	810	0.8268934	
11	25 de abril de 2013	900	0.9056980	<> Duration
12	25 de abril de 2013	990	0.9842572	
13	25 de abril de 2013	1,080	1.0624001	
14	25 de abril de 2013	1,170	1.1399834	
15	25 de abril de 2013	1,260	1.2168882	
16	25 de abril de 2013	1,350	1.2930157	
17	25 de abril de 2013	1,440	1.3682848	
18	25 de abril de 2013	1,530	1.4426293	
19	25 de abril de 2013	1,620	1.5159958	
20	25 de abril de 2013	1,710	1.5883416	
21	25 de abril de 2013	1,800	1.6596334	

Fuente: SBS, 2013.

Cuadro 4.17. *La tasa a 5 años del bono de Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar S.A.*

VARIABLES FINANCIERAS	Parámetros
Duration en años	2.61
Duration en días	939
Tasa equivalente CCC	0.92%
El spread anual	5.42%
Tasa del bono a 5 años	6.34%

El solo hecho de asumir un mayor monto de emisión en el ejercicio (3 millones de dólares más en bonos) nos hace presumir un incremento del riesgo y, por ende, una calificación menor. Por esta razón, tomaremos la tasa obtenida con el plazo para continuar con el ejercicio, siendo conservadores al respecto (ver cuadro 4.18).

Cuadro 4.18. *Resumen de la amortización del bono*

Años	En miles de dólares	En miles de soles	Intereses	Saldo de capital
0	5,000	13,000	0	13,000
2013	425	1,106	460	11,894
2014	897	2,331	802	9,563
2015	961	2,499	634	7,064
2016	1,030	2,679	454	4,385
2017	1,105	2,872	260	1,513
2018	582	1,513	54	0

c) Análisis de los resultados

Para efectos de esta proyección, se define utilizar los fondos captados de 5 millones de dólares en bonos para incrementar el capital de trabajo y pagar deuda de corto plazo en un escenario de crecimiento. En razón de contar con un financiamiento de largo plazo asegurado, se plantea crecer a una tasa de dos dígitos durante los cinco años y reducir el nivel de apalancamiento y gastos financieros cancelando, al recibir los fondos de la emisión, la deuda financiera de corto plazo que ascienda a más de seis millones de soles (ver cuadro 4.19).

De los resultados obtenidos, se aprecia que el acceso a un financiamiento permanente le permite a la empresa rentabilizar todas sus oportunidades de crecimiento; de esta manera, se genera valor al incrementarse el nivel de utilización de la capacidad instalada de planta y mejorar las economías de escala gracias al aumento de 4.8 millones de soles en el capital de trabajo para operaciones en el primer año. Los efectos positivos en la utilidad neta, la capitalización de la empresa y la generación de Ebitda establecen la posibilidad de entregar dividendos a los accionistas o apalancar una ampliación del tamaño de planta, como se observa en el incremento de caja del 2018.

6.5. Escenarios y sensibilidad de los costos efectivos de una emisión de bonos

Para determinar los beneficios de acceder al MAV, se compara una emisión de bonos en el mercado general, una emisión en el MAV y una variante de esta en la que se adicionan las mejoras propuestas hechas por los entrevistados.

En primer lugar, se realiza un inventario de los costos iniciales y de los gastos de mantenimiento de las emisiones en los tres escenarios (ver cuadro 4.20).

Cuadro 4.20. Costos y gastos para un monto de emisión de cinco millones de soles

Supuestos	Proceso de emisión	Mercado general	MAV	Mejoras
Gastos de preparación de la emisión	Estructuración	50,000	12,500	12,500
	Gastos legales	25,000	6,250	6,250
	Auditoría externa	20,000	15,000	15,000
	Contratación de un representante de obligacionistas	5,000	-	-
	Contratación de dos clasificadoras de riesgo	20,000	7,000	14,000
	Otros gastos*	3,100	3,100	3,100
Gastos para efectuar la Oferta Pública Primaria	Inscripción de Conasev	1,286	643	643
	Publicación de resolución en <i>El Peruano</i>	246	246	246
	Inscripción BVL: 0.0375% - 0.1875%	1,875	938	938
	Inscripción Cavali	100	100	100
	Gastos de publicación, registrales y de impresión**	3,015	3,015	3,015
	Comisión de colocación: 0.15%	7,500	7,500	7,500
Gastos anuales de mantenimiento de la emisión	Conasev: 0.0035% mensual - 0.00175%	2,100	1,050	1,050
	BVL: 0.002% mensual - 0.001%	1,200	600	600
	Cavali: 0.001% mensual - 0.0005%	600	300	300
	Clasificadoras de riesgo	36,000	12,727	25,455
	Representante de obligacionistas: 0.035%	1,750	-	-
	Auditoría externa	20,000	15,000	15,000
	Representante bursátil***	15,000	7,500	7,500
Costo de fideicomiso	Comisión por estructuración de contrato	2,500	2,500	2,500
	Comisión por administración del fideicomiso	6,000	6,000	6,000
Requisitos adicionales del inversionista	<i>Sponsor</i>			12,500
	Costo del <i>market maker</i>			12,500
Costos y gastos como porcentaje del total del costo de la emisión	Costo total de efectuar la emisión	137,122 (2.74%)	56,292 (1.13%)	63,292 (1.27%)
	Gasto anual del mantenimiento de la emisión	76,650 (1.53%)	37,177 (0.74%)	49,905 (1.00%)
	Costos adicionales			25,000 (0.50%)
	Costo del fideicomiso anual	8,500 (0.17%)	8,500 (0.17%)	8,500 (0.17%)

* Gastos registrales, costo del certificado para el sistema MvNet, gastos de impresión del proyecto Narco y de preparación de información.

** Gastos de publicación de la OPP en *El Peruano* y en uno de los diarios de mayor circulación.

*** Costos del personal asignado para el cumplimiento de los requerimientos de información.

Se plantea luego el flujo de costos para el plazo de la emisión y se determina la tasa de rendimiento de la emisión en cada escenario.

Se ha calculado el costo efectivo de la emisión en el mercado general (11.29%) y, para determinar la ventaja de emitir en el MAV, se ha generado una simulación con los costos reducidos planteados en el cuadro 4.20; de esta comparación, se observa una reducción de costos de 2.06%.

Finalmente, al incorporar las medidas de mejora propuestas para el MAV, se observa una menor reducción en el costo efectivo de la emisión con respecto al mercado general, siendo esta de 0.72%.

El análisis anterior permite concluir que la incorporación de las recomendaciones propuestas afecta el principal objetivo del MAV, que es la reducción de costos y la simplificación de los requisitos.

Considerando los costos de emisión versus el costo por dólar colocado, calculando los costos de emisión para 5 millones de nuevos soles y 13 millones de nuevos soles, determinamos cuáles son los costos fijos y variables en los tres escenarios (ver cuadro 4.21 y figura 4.4).

Cuadro 4.21. *Costos fijos (variables) del primer año*

Monto de emisión	Mercado general	MAV	Mejoras
S/. 5 millones	159,747 (5,779)	77,343 (7,500)	87,081 (26,250)
S/. 13 millones	157,247 (15,025)	91,581 (7,500)	111,309 (32,500)

Fuente: BCRP, 2012b; BVL, 2013; SMV, 2012.

Elaboración propia.

Los costos variables para la emisión son las tasas que se pagan en la BVL, SMV, Cavali, obligacionistas, colocaciones, *sponsor* y el costo del *market maker*. Los costos fijos son los gastos de preparación de la emisión, clasificadora, auditorías, gastos de publicación y el costo de fideicomiso.

Para emisiones entre 5 millones y 13 millones de nuevos soles —montos entre los que fluctúan las primeras emisiones de las medianas empresas—, la variación de los costos no es relevante.

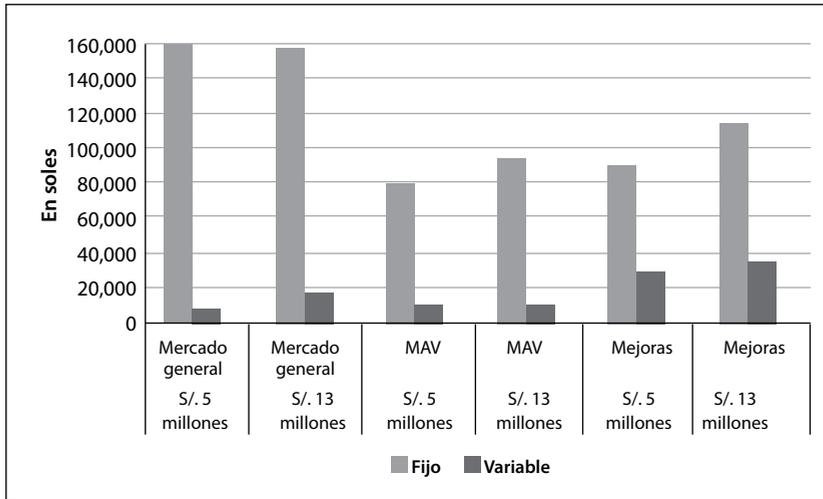


Figura 4.4. Costos fijos y variables del primer año

Elaboración propia.

En el cuadro 4.22 y la figura 4.5 se observan los costos por dólar colocados. En el cuadro 4.23 se hace un resumen general del análisis del costo de efectivo de la emisión en dólares.

Cuadro 4.22. Costos fijos (variables) del primer año por dólar colocado

Monto de emisión	Mercado general	MAV	Mejoras
S/. 5 millones	0.0831 (0.0030)	0.0402 (0.0039)	0.0453 (0.0137)
S/. 13 millones	0.0414 (0.0030)	0.0183 (0.0015)	0.0223 (0.0065)

Fuente: BCRP, 2012b; BVL, 2013; SMV, 2012.

Elaboración propia.

Con el fin de analizar la sensibilidad de los costos efectivos de emisión de bonos, la simulación de Montecarlo realizada para los tres escenarios de emisión pretende evaluar los impactos en el costo efectivo anual de los bonos, explicado por las variaciones en gastos de la emisión y por las variaciones de la tasa cupón de la colocación.

Para la simulación, definimos el siguiente comportamiento para las variables sensibilizadas:

Cuadro 4.23. Análisis del costo de efectivo de la emisión (en dólares)

Colocación: 5 millones de soles	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Mercado general											
Pagos de capital e intereses	0	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420
Costos de la emisión	137,122										
Gastos de mantenimiento y fideicomiso	0	42,575	42,575	42,575	42,575	42,575	42,575	42,575	42,575	42,575	42,575
Flujo	-4'862,878	644,995	644,995	644,995	644,995	644,995	644,995	644,995	644,995	644,995	644,995
Costo semestral del financiamiento	5.50%										
Costo efectivo anual	11.29%										
Mercado alternativo											
Pagos de capital e intereses	0	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420
Costos de la emisión	56,292										
Gastos de mantenimiento y fideicomiso	0	22,839	22,839	22,839	22,839	22,839	22,839	22,839	22,839	22,839	22,839
Flujo	-4'943,709	625,258	625,258	625,258	625,258	625,258	625,258	625,258	625,258	625,258	625,258
Costo semestral del financiamiento	4.52%										
Costo efectivo anual	9.24%	▲ 2.06%									
Propuesta de los entrevistados											
Pagos de capital e intereses	0	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420	602,420
Costos de la emisión	63,292										
Gastos de mantenimiento y fideicomiso	0	29,202	29,202	29,202	29,202	29,202	29,202	29,202	29,202	29,202	29,202
Costos de los requisitos adicionales	0	12,500	12,500	12,500	12,500	12,500	12,500	12,500	12,500	12,500	12,500
Flujo	-4,936,709	644,122	644,122	644,122	644,122	644,122	644,122	644,122	644,122	644,122	644,122
Costo semestral del financiamiento	5.15%										
Costo efectivo anual	10.57%	▲ 0.72%									

Elaboración propia.

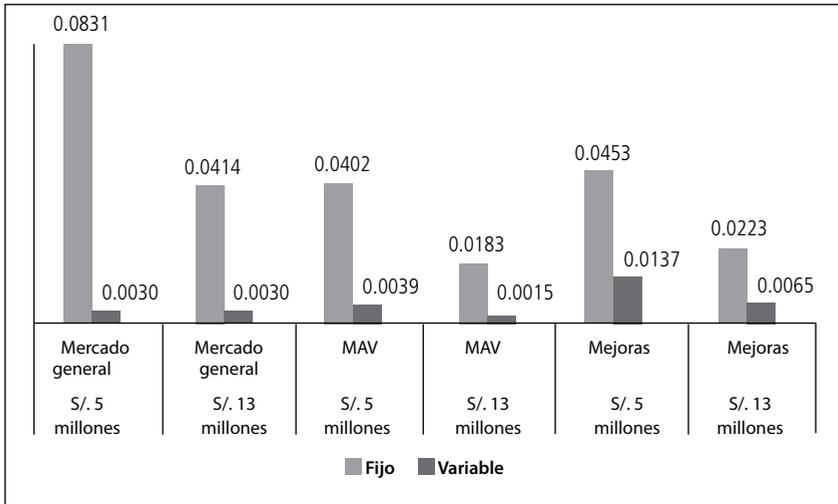


Figura 4.5. Costos fijos y variables del primer año por dólar colocado

Elaboración propia.

- La variable de resultados es el costo efectivo anual de la colocación con una distribución normal, que tiene desviación estándar de 5%, la cual, a su vez, depende de la variable de entrada.
- La variable de entrada es la tasa nominal de la emisión, con distribución triangular de parámetros, con una tasa mínima de 7.08%, una tasa máxima de 10.08% y una tasa promedio de 8.58%.
- La variable independiente es el costo de emisión, que tiene un comportamiento uniforme para todos los casos y una media que se modificará según corresponda a cada escenario.

Se ha definido que la tasa nominal tiene una distribución triangular, y, al sensibilizar su comportamiento, se observa que con 90% de certeza variará entre 7.55% y 9.61% (ver figura 4.6).

6.5.1. Evaluación del primer escenario: emisión en el mercado general

Para una emisión en el mercado general, la variable costo de la emisión tiene un costo promedio de 140,713 nuevos soles. Se observa que, con 90% de certeza, los costos varían entre 132,000 y 150,000 nuevos soles (ver figura 4.7).

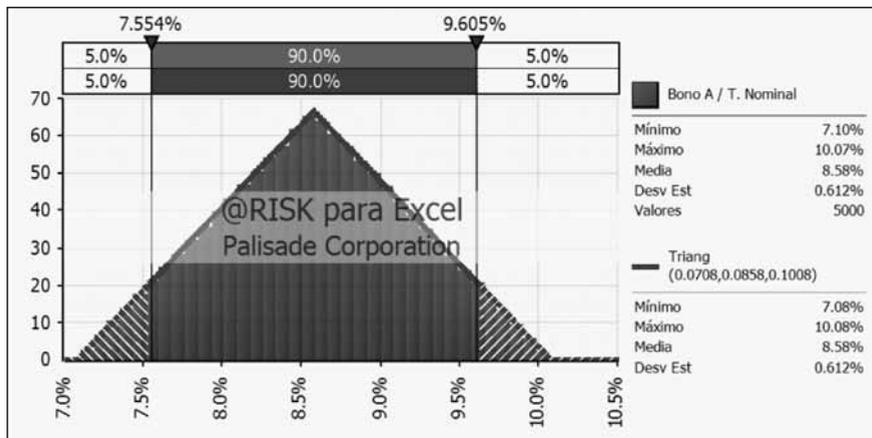


Figura 4.6. Tasa nominal del bono A

Elaboración propia.

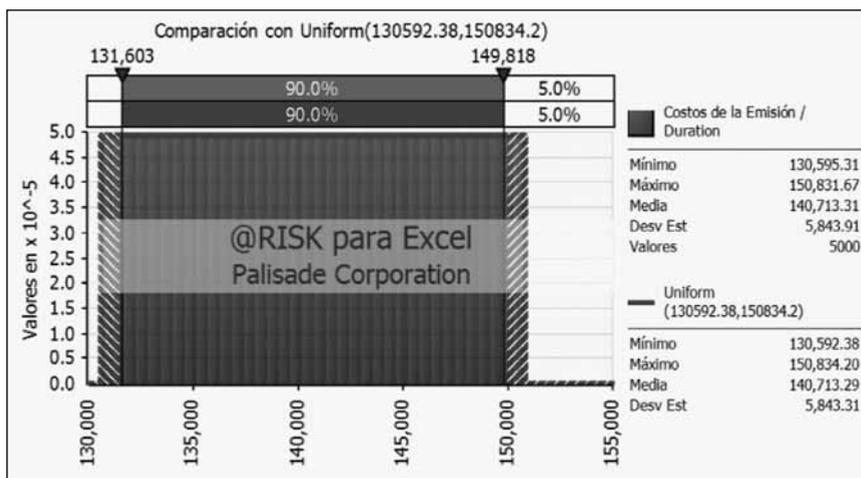


Figura 4.7. Costo de la emisión en el mercado general

Elaboración propia.

Se observa que el costo efectivo anual de la emisión varía con 90% de certeza entre 11.81% y 13.95%, siendo la media de 12.88%, importe mayor que la tasa de interés obtenida en el préstamo de largo plazo con el Banco Financiero (12%) (ver figura 4.8).

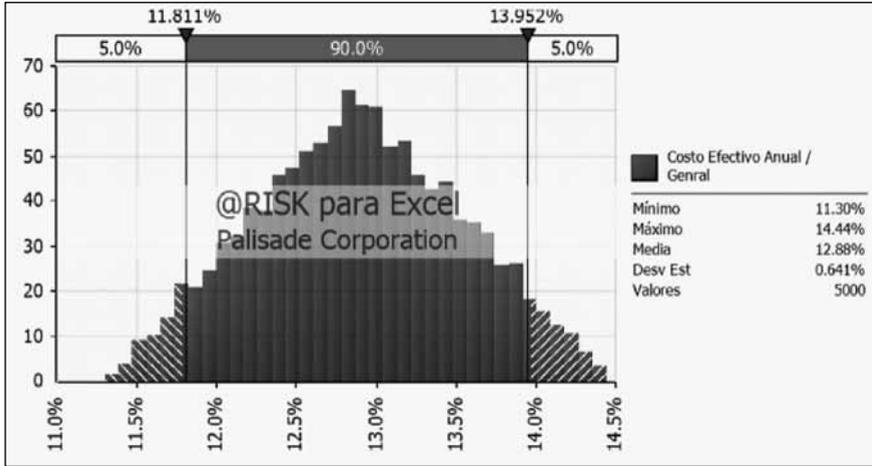


Figura 4.8. Costo efectivo anual en el mercado general

Elaboración propia.

6.5.2. Evaluación del segundo escenario: emisión en el MAV

Para una emisión en el mercado alternativo, la variable costo de la emisión tiene un costo promedio de 57,765 nuevos soles. Se observa que, con 90% de certeza, los costos varían entre 54,000 y 62,000 nuevos soles (ver figura 4.9).

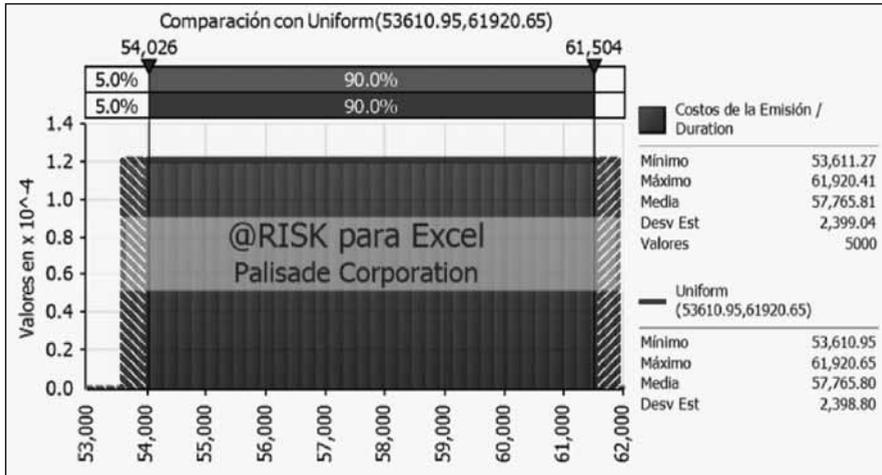


Figura 4.9. Costo de la emisión en el mercado alternativo

Elaboración propia.

En este caso, se observa que el costo efectivo anual de la emisión varía con 90% de certeza entre 9.73% y 11.87%, siendo la media de 10.80%, importe menor que la tasa de interés obtenida con el préstamo de largo plazo del Banco Financiero (12%) (ver figura 4.10).

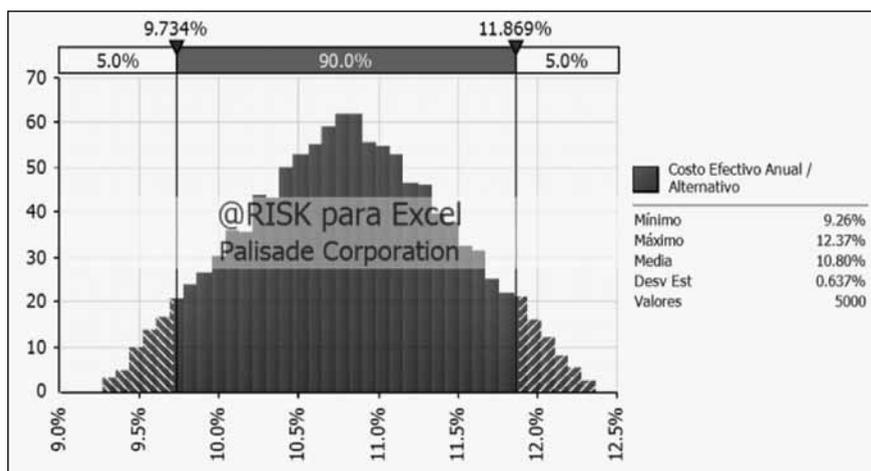


Figura 4.10. Costo efectivo anual en el mercado alternativo

Elaboración propia.

6.5.3. Evaluación del tercer escenario: propuesta de mejoras para el MAV

De la investigación cualitativa realizada se han recogido recomendaciones de los agentes del mercado y de expertos para promover la sostenibilidad del MAV. Estas se refieren a reducir los riesgos y darle liquidez al mercado. Se ha incorporado el impacto de dichas medidas en los costos y se ha generado una nueva distribución *input*. La nueva variable costo de la emisión tiene como parámetro un costo promedio de 64,949 nuevos soles. Se observa que, con 90% de certeza, los costos varían entre 61,000 y 69,000 nuevos soles (ver figura 4.11).

En este caso, se observa que el costo efectivo anual de la emisión varía con 90% de certeza entre 10.56% y 13.71%, siendo la media de 12.12%, importe menor en 0.73% que los costos del mercado general en promedio (ver figura 4.12).

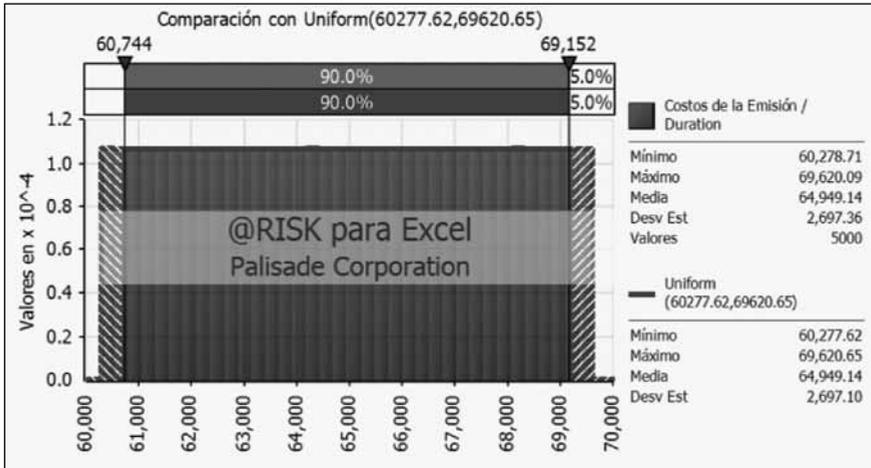


Figura 4.11. Costo de la emisión según información de las entrevistas

Elaboración propia.

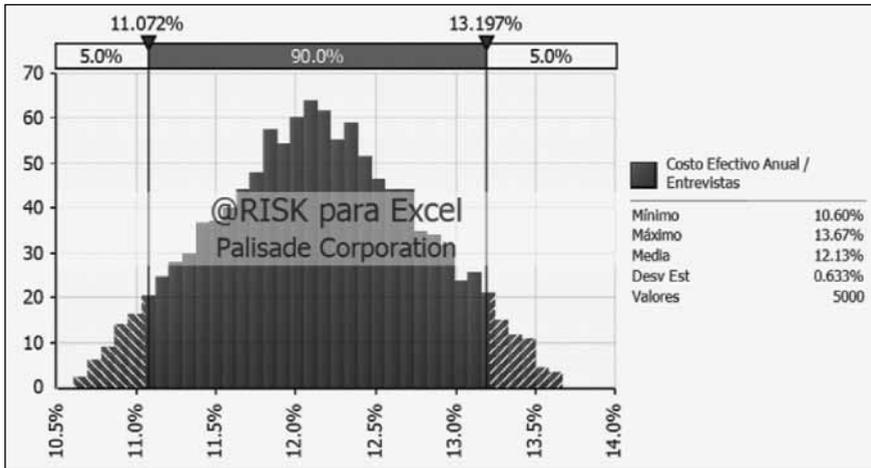


Figura 4.12. Costo efectivo anual según información de las entrevistas

Elaboración propia.

Realizando la sensibilización del costo efectivo de emitir en los tres mercados en función de variaciones del *spread* hallado, obtenemos el mismo resultado que con la sensibilización de la tasa nominal. Esto lo podemos apreciar en los resultados que se muestran en la figura 4.13.

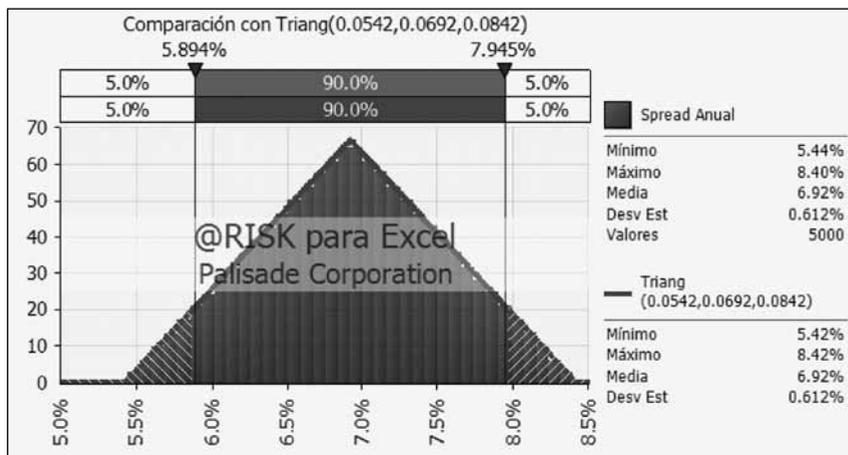


Figura 4.13. Spread anual

Elaboración propia.

En el mercado de valores general, se observa que el costo efectivo anual de la emisión, con un 90% de certeza, está entre 11.81% y 13.96%, siendo la media el 12.88% (ver figura 4.14).

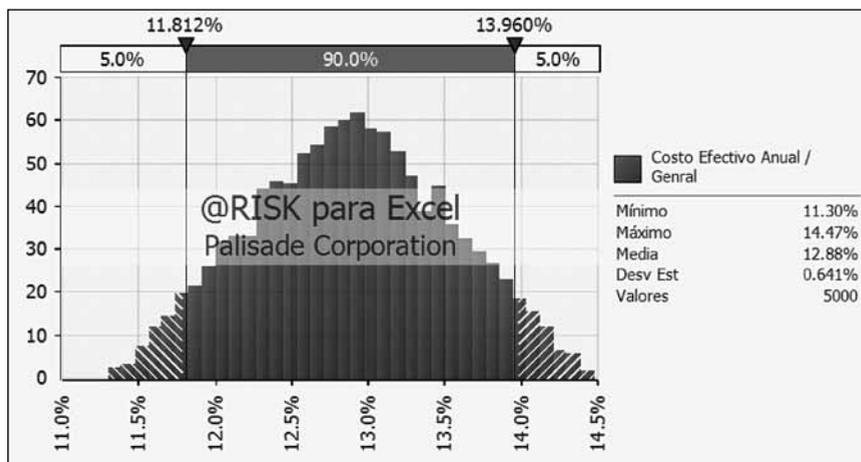


Figura 4.14. Costo efectivo anual en el mercado general

Elaboración propia.

En el mercado alternativo, la tasa efectiva de emisión varía entre el 9.74% y el 11.87% (con un 90% de certeza). La media es del 10.8% (ver figura 4.15).

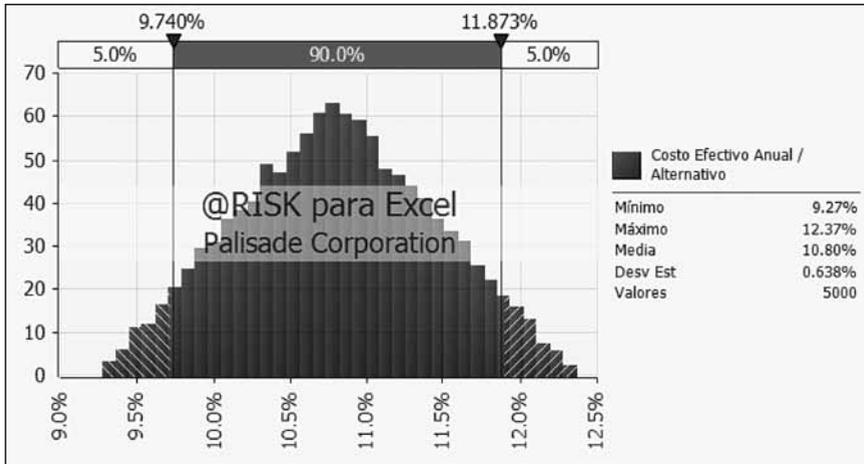


Figura 4.15. Costo efectivo anual en el mercado alternativo

Elaboración propia.

En el mercado alternativo, incluyendo las propuestas de mejora, el costo efectivo variaría entre el 11.07% y el 13.19%, a un nivel de confianza del 90%, siendo la media del 12.13%.

Los resultados idénticos se deben a que la tasa nominal hallada en el inicio contiene el *spread* sensibilizado en este ejercicio.

Viendo los resultados bajo otra perspectiva, la probabilidad de que la tasa sea menor del 12% en el mercado general es de 9.4%, mientras que en el mercado alternativo, la probabilidad de que la tasa efectiva sea menor del 12% es de 97.3%; con las propuestas, esta probabilidad sería de 43.4%.

6.6. Evaluación de los resultados y *covenants* financieros

6.6.1. Ventas

Al analizar los resultados de las proyecciones realizadas, se aprecia un mayor impacto en el crecimiento de las ventas generado por el financiamiento con bonos, en comparación con financiarse mediante papeles comerciales. Como se aprecia en la figura 4.16, estas crecen hasta 60 millones de nuevos soles al fondarse con bonos, lo que representa 20 millones más que lo alcanzado al recurrir a papeles comerciales.

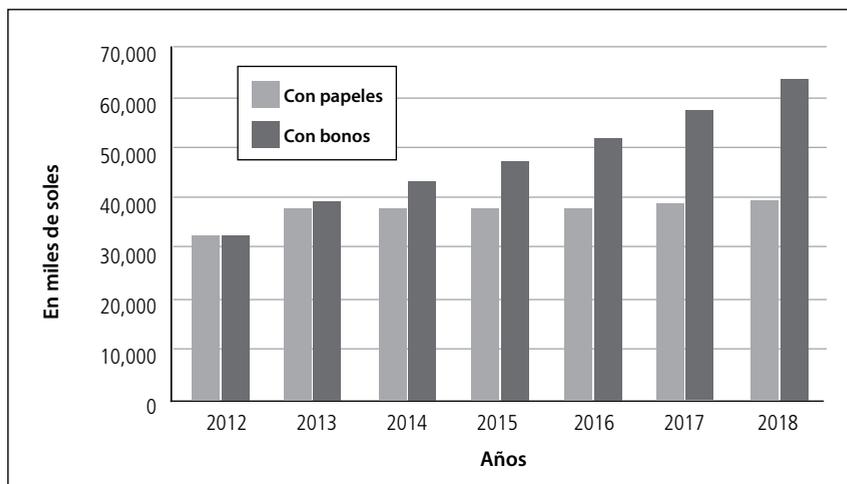


Figura 4.16. Proyección de ventas

Elaboración propia.

Esta importante diferencia se sustenta en la mejor posición competitiva que puede alcanzar una empresa que accede a un financiamiento de largo plazo, lo que se refleja en su capacidad de aumentar de forma sostenida su utilización de capital de trabajo y la capacidad utilizada de planta.

Con este ejercicio se quiere mostrar que el financiamiento a largo plazo permite el crecimiento de las ventas de manera significativa.

Los resultados de las proyecciones realizadas muestran que las ventas crecen hasta 60 millones de nuevos soles al financiarse con bonos a largo plazo y hasta 40 millones de nuevos soles al financiarse con papeles comerciales; es decir, si se fondea con bonos, sus ventas se incrementarán en un 33% más (ver figura 4.11).

El financiamiento a largo plazo permitirá tener una mejor posición competitiva. Con los fondos captados, se aumentará el uso del capital de trabajo, por lo que se podrá aprovechar al máximo la capacidad instalada de la planta y, por ende, tendrá más productos que comercializar. Con un financiamiento de bonos, la empresa podrá rotar su capital de trabajo y crecer en sus ventas sin tener que efectuar la devolución del dinero en un

corto plazo, cosa que sí tendría que hacer en caso de financiarse mediante papeles comerciales.

6.6.2. Endeudamiento

De igual manera, al analizar un indicador clave de desempeño de la gestión financiera, como la cobertura de la deuda financiera con el Ebitda (KPI), se aprecia que al recurrir al financiamiento con bonos, la generación de caja crece de forma sostenida, y ello permite que la empresa pueda cumplir con todas sus obligaciones corrientes, e incluso amortizar los saldos de sus líneas de crédito de corto plazo.

En el caso de un financiamiento con bonos, se aprecia que, al quinto año, la empresa puede pagar toda su deuda de corto plazo (ver figura 4.17), mientras que, al financiarse con papeles, su nivel de cobertura mejora, pero se mantiene la dependencia de las líneas de capital de trabajo.

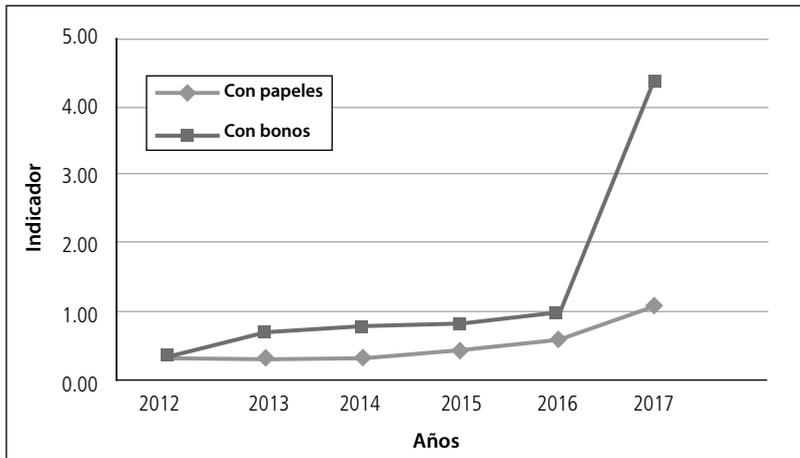


Figura 4.17. KPI del servicio de deuda

Elaboración propia.

Al analizar para ambos casos la evolución del *ratio* de endeudamiento frente a la generación de caja, se aprecia que la posición de la empresa al fondearse con bonos presenta marcados resultados superiores por obtener un incremento en el Ebitda anual de 6 millones de nuevos soles en el quinto año, a la vez que una reducción del riesgo financiero, tal como se aprecia

en la caída en más de 100% en el *ratio* de endeudamiento para el quinto año (ver cuadro 4.24 y figura 4.18).

Cuadro 4.24. *El ratio Ebitda/Endeudamiento con los bonos*

Periodo	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ebitda (en miles de soles)	3,354	3,996	5,164	6,534	8,133	9,418
Ratio Ebitda/Endeudamiento	2.45	1.10	1.00	1.03	0.83	0.18

Elaboración propia.

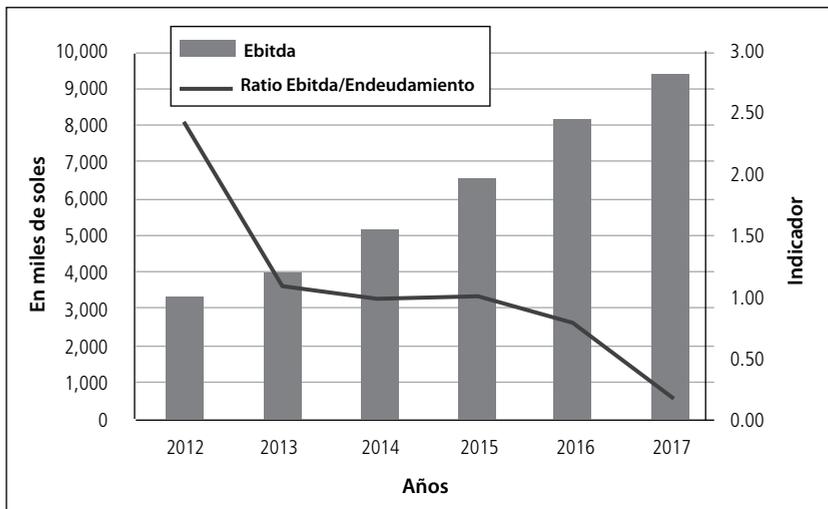


Figura 4.18. Evolución con los bonos

Elaboración propia.

Los resultados de financiarse con papeles comerciales también generan una mejora en sus *ratios* de endeudamiento, pero la generación de caja no crece tan rápidamente debido a que no se puede prescindir de las líneas de crédito bancario ni reducir los gastos financieros a cubrir (ver figura 4.19 y cuadro 4.25).

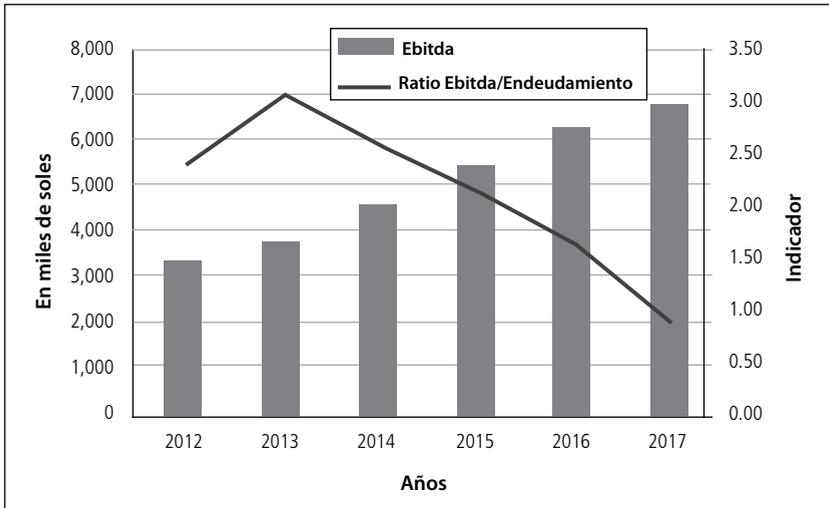


Figura 4.19. Evolución con papeles comerciales

Elaboración propia.

Cuadro 4.25. El ratio Ebitda/Endeudamiento con los papeles comerciales

Periodo	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ebitda (en miles de soles)	3,354	3,881	4,696	5,526	6,373	6,843
Ratio Ebitda/Endeudamiento	2.45	3.11	2.59	2.13	1.62	0.86

Elaboración propia.

Los cuadros 4.26 y 4.27 muestran los análisis de los *covenants* para ambas alternativas de financiamiento. Permiten concluir que el crecimiento sostenido que permitirá a una mediana empresa consolidarse solo puede construirse al acceder a fuentes de financiamiento de largo plazo que solo existen en el mercado de capitales.

La participación con una emisión de corto plazo no asegura alcanzar la competitividad necesaria para incrementar la capitalización, por lo que se hace necesario que las empresas construyan horizontes de planeamiento de mediano plazo si pretenden alcanzar niveles de crecimiento diferenciados.

Cuadro 4.26. Covenants financieros con los bonos

Índices a diciembre de cada año	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
(i) Potencial de crecimiento de la línea de crédito							
[Ebitda anual/(deuda financiera)]	0.3	0.6	0.7	0.8	1.1	4.3	164.5
(ii) Ratio del servicio de deuda							
[Ebitda anual/(CPLTD + gasto financiero anual)]	0.8	0.6	0.8	1.0	1.3	4.7	164.5
> = 1							
(iii) Ratio de endeudamiento							
[Deuda financiera de CP/Ebitda] < = 4.5	2.5	1.1	1.0	1.0	0.8	0.2	0
(iv) Razón corriente							
[Activo corriente / pasivo corriente] > = 1.25	0.83	1.18	1.00	0.92	0.93	1.22	1.72
Activo corriente	12,388	15,077	16,156	17,311	18,633	20,055	27,849
Pasivo corriente	14,947	12,825	16,175	18,727	20,011	16,372	16,205
(v) Apalancamiento financiero							
[Pasivo total / patrimonio] < = 2.0	0.88	0.91	0.86	0.75	0.62	0.48	0.43
Pasivo total	33,762	35,535	34,651	32,619	29,382	25,013	25,710
Patrimonio	38,521	39,006	40,505	43,220	47,301	52,612	59,227
(v) Ebitda (en miles de soles)	3,354	3,996	5,164	6,534	8,133	9,418	10,886

Cuadro 4.27. Covenants financieros con los papeles comerciales

Índices a diciembre de cada año	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
(0) Potencial de crecimiento de la línea de crédito							
[Ebitda anual/(deuda financiera)]	0.3	0.3	0.3	0.4	0.6	1.0	5.5
(i) Ratio del servicio de deuda							
[Ebitda anual/(CPLTD + gasto financiero anual)]	0.8	1.0	1.2	1.4	1.9	10.3	18.4
> = 1							
(ii) Ratio de endeudamiento							
[Deuda financiera de CP/Ebitda] < = 4.5	2	3	2	2	1	1	0
(iii) Razón corriente							
[Activo corriente/pasivo corriente] > = 1.25	0.83	0.71	0.65	0.66	0.69	0.87	1.24
Activo corriente	12,388	14,476	14,294	14,112	13,991	13,869	13,745
Pasivo corriente	14,947	20,442	21,871	21,506	20,187	15,896	11,075
(iv) Apalancamiento financiero							
[Pasivo total/patrimonio] < = 2.0	0.88	0.88	0.80	0.70	0.57	0.45	0.32
Pasivo total	33,762	34,639	32,498	29,636	26,015	21,782	17,020
Patrimonio	38,521	39,220	40,536	42,546	45,350	48,737	52,625
(v) Ebitda (en miles de soles)	3,354	3,881	4,696	5,526	6,373	6,843	7,321

7. Otros casos peruanos: compañía A. Jaime Rojas y la empresa Tritón Trading

La compañía A. Jaime Rojas Representaciones Generales S.A. se convirtió en la segunda empresa en ingresar al Mercado Alternativo de Valores peruano. Esta empresa con más de 40 años en la industria de equipamiento hospitalario, anunció a inicios de febrero del 2014 una primera colocación de instrumentos de deuda de corto plazo por un monto equivalente a un millón de dólares (*El Comercio*, 2014a).

Pocas semanas después, el 20 de febrero de 2014, la importadora de maquinaria industrial Tritón Trading se convertía en la tercera empresa en ingresar al MAV, pues tiene previsto colocar en su primer programa de deuda certificados por un monto de 2 millones de dólares.

De esta forma, Tritón Trading colocó con éxito su primera emisión de acciones mediante oferta pública primaria el 26 de febrero, correspondiente a un financiamiento por 500,000 dólares en papeles comerciales (*El Comercio*, 2014b), para esta operación contó con la participación de Kallpa Securities Sociedad Agente de Bolsa como estructurador y colocador. La tasa de rendimiento resultante de la colocación fue de 6% en dólares y el plazo de los papeles comerciales fue de 180 días (*El Comercio*, 2014c).

5

Factores críticos de éxito en la emisión de valores en el MAV para las pymes peruanas

Con la finalidad de determinar los FCE en la creación del mercado de valores para emisiones de pymes en el Perú, usando la metodología de *benchmarking* para la recopilación de información, fue necesario identificar algunos países de referencia que tienen un mercado similar al MAV propuesto recientemente en el país.

La identificación de mercados alternativos en otros países se realizó a través de fuentes secundarias; y el análisis del mercado alternativo en el Perú, mediante entrevistas a expertos, conocedores del tema, posibles emisores e inversionistas, y reguladores.

Analizadas las entrevistas y países seleccionados, se identificaron los FCE para la creación de un mercado de valores para emisiones de pymes en el Perú, utilizando la metodología de Caralli, que propone agrupar la información obtenida por actividades principales y relevantes para un mercado alternativo, plasmándolas en una matriz.

1. Identificación de los mercados alternativos en el extranjero

Los países considerados para el desarrollo de esta investigación son España, Reino Unido, Canadá, Colombia y Argentina. En el cuadro 5.1 se listan los mercados principales y alternativos de los países elegidos.

Cuadro 5.1. *Mercados principales y alternativos de los países de referencia*

País	Mercado principal	Mercado alternativo
España	Bolsas y Mercados Españoles (BME) Creado en 1831.	Mercado Alternativo Bursátil (MAB) Creado en el 2008.
Inglaterra	London Stock Exchange (LSE) Creado en 1698.	Alternative Investment Market (AIM) Creado en 1995.
Canadá	Toronto Stock Exchange (TSX) Creado en 1861.	Toronto Stock Exchange Venture (TSXV) Creado en 1997.
Colombia	Bolsa de Valores de Colombia (BVC) Creado en 1928.	Segundo Mercado (AMV) Creado en 1995.
Argentina	Bolsa de Comercio de Buenos Aires - Régimen General (BCBA) Creado en 1854.	Bolsa de Comercio de Buenos Aires - Régimen pymes (BCBA) Creado en el 2002.

Elaboración propia.

2. Identificación de los factores críticos de éxito

2.1. Definición del alcance del análisis

Luego de identificar algunas instituciones que podrían incidir en el funcionamiento del mercado alternativo, sobre la base de información primaria y secundaria se procede a definir los FCE.

En esta primera etapa, se clasifica a las instituciones en función de su participación en el mercado: BVL, emisores, inversores, reguladores y las SAB, que son los actores que permiten el funcionamiento del mercado (ver cuadro 5.2). Adicionalmente, se incluye las opiniones de expertos.

Cuadro 5.2. *Tipo de entidades entrevistadas*

Ministerios	Economía y Finanzas (MEF)
Reguladores	Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)
Operador bursátil	Bolsa de Valores de Lima (BVL)
Emisores	Medrock Corporation SAC Explomin del Perú S.A. D'Libano Inversiones SAC
Inversionistas	Pacífico Vida AFP Horizonte Krese SAF
Sociedades Agentes de Bolsa	BNB Valores Perú Solfín SAB Inversión y Desarrollo SAB Intéligo SAB

2.2. Recopilación de datos

El segundo paso de la metodología consiste en identificar la información crítica de las organizaciones participantes, las entrevistas y los documentos revisados.

La recopilación de la documentación crítica de las organizaciones busca conocer la misión, visión y objetivos de las instituciones participantes. Ello permite definir las actividades más importantes sobre las que basan su actuación (ver cuadro 5.3). Dicha información se obtuvo del respectivo sitio web de cada institución.

Se trabajó también la matriz de documentación crítica de documentos, en la que se seleccionó la información relevante de investigaciones, estudios, ensayos y experiencias plasmadas en escritos (ver cuadro 5.4).

Por otro lado, se entrevistó a expertos, funcionarios de instituciones que participan en el mercado y representantes de organizaciones y empresas que pueden hacerlo en el mercado alternativo. La información recabada se encuentra consolidada en la matriz crítica de entrevistas, y fue organizada según los temas relevantes para el MAV (ver cuadro 5.5). Esta información constituye uno de los principales aportes de la investigación, evidenciando aspectos importantes para un adecuado desarrollo y funcionamiento de un mercado alternativo.

Adicionalmente, se incluyó la información relevante sobre mercados alternativos para pymes de otros países que incentivaron su desarrollo y sostenibilidad. Las características de estos mercados se plasmaron en la sección 2 del capítulo 1; dicha información se obtuvo de fuentes secundarias de Internet y, posteriormente, fue copiada y trabajada en la matriz de FCE de países (ver cuadro 5.12), organizadas de acuerdo con las variables definidas (ver cuadro 5.11).

2.3. Análisis de datos y determinación de los FCE

Con la información recabada y procesada en la etapa anterior a partir de las fuentes de información secundaria y entrevistas a profundidad, se agruparon y ordenaron los conceptos relevantes para respaldar la identificación de los FCE.

Cuadro 5.3. *Matriz de información crítica: Organizaciones*

Organización	Misión
O1. Pacífico Vida	Ayudar a los clientes a proteger su estabilidad económica, ofreciéndoles soluciones que protejan aquello que valoran y aseguren el cumplimiento de sus objetivos.
O2. Superintendencia del Mercado de Valores	Proteger al inversionista y promover el desarrollo de los mercados de valores, de productos y del sistema de fondos colectivos, a través de altos estándares internacionales de regulación, supervisión y orientación; con un equipo especializado y comprometido con la excelencia, y con el uso de tecnologías de avanzada.
O3. Bolsa de Valores de Lima	Promover e incentivar el financiamiento y la inversión a través de instrumentos del mercado de valores, sustentado en servicios eficientes y plataformas confiables.
O4. Ministerio de Economía y Finanzas	Diseñar, proponer, ejecutar y evaluar, con eficiencia y transparencia, la política económica y financiera del país con el fin de alcanzar el crecimiento como condición básica conducente al desarrollo económico sostenido que implique el logro del bienestar general de la población.
O5. Medrock Corporation SAC	Brindar un servicio oportuno, eficaz y confiable.
O6. AFP Horizonte	Administrar los fondos de pensiones de nuestros afiliados con eficiencia y honestidad, que les permita acceder a pensiones y prestaciones adecuadas, confiables y dignas a través de un servicio personalizado y generar utilidades que aseguren nuestra solidez financiera, la materialización de nuestro desarrollo y la retribución adecuada a nuestros accionistas.
O7. Krese SAF	Gestionamos los recursos financieros confiados en un marco de seguridad y transparencia, mediante un equipo de profesionales con sólidos valores y procesos de comprobada calidad.
O8. Intéligo SAB	Asesorar a nuestros clientes en la gestión de sus patrimonios considerando sus proyectos de vida.

Visión	Objetivos	Portal web
Ser una de las cinco mejores aseguradoras de América Latina: simple, transparente, accesible, rentable y con colaboradores altamente competentes y motivados.	Construir relaciones de largo plazo. Ser especialistas en la gestión de riesgos. Cumplir con nuestras obligaciones de forma justa y oportuna. Buscar la excelencia en el servicio al cliente. Ser una compañía confiable y con amplia solidez financiera.	www.pacificoseguros.com
Promover un mercado de valores transparente, eficiente e íntegro, que genere confianza en el público y contribuya al desarrollo económico y social del país.	Generar inclusión financiera. Ser competitivos. Simplificación administrativa.	www.smv.gob.pe
Ser la plataforma de acceso al mercado de capitales del Perú.	Ser íntegros. Brindar un excelente servicio. Ser competitivo. Ser confiable con la información.	www.bvl.com.pe
Organización moderna, integrada, proactiva y con credibilidad, conformada por personal con vocación de servicio, calificado y motivado que desarrolla políticas estables y definidas.	Optimizar la actividad económica y financiera del Estado. Establecer la actividad macroeconómica. Lograr un crecimiento sostenido de la economía del país.	www.mef.gob.pe
Ser un selecto equipo de profesionales que busca satisfacer a sus clientes con una amplia línea de productos y un servicio de fabricación con los más elevados estándares de calidad, protegiendo el medio ambiente y teniendo una alta responsabilidad social.		www.medrockcorporation.com
Administrar los fondos de pensiones de nuestros afiliados con eficiencia y honestidad, que les permita acceder a pensiones y prestaciones adecuadas, confiables y dignas a través de un servicio personalizado.		www.bbvahorizonte.pe
Ser la empresa que aspira a la excelencia en gestión de fondos de inversión.		www.krese.com.pe/ kresesaf/
Ser el experto que ayude a lograr las expectativas financieras de nuestros clientes.		www.inteligosab.com

Cuadro 5.3. *Matriz de información crítica: Organizaciones* (continuación)

Organización	Misión
O9. D'Libano Inversiones SAC	Consolidarse como una empresa líder en el sector comercial de azúcar, presentado ideas innovadoras para fomentar un mayor consumo de este producto, tanto en el Perú como en el extranjero.
O10. Inversión y Desarrollo SAB	Somos una Sociedad Agente de Bolsa con más de 30 años de experiencia en el mercado de capitales. Brindamos a nuestros clientes un asesoramiento personalizado a su inversión, integrando la experiencia y nuevos conocimientos, además de un elevado nivel ético.
O11. Explomín del Perú S.A.	Nuestra misión es otorgar a nuestros clientes el mejor producto empleando maquinarias de alta tecnología, servicios de ingeniería de mejor calidad, generando valor agregado para los accionistas, clientes, trabajadores y la sociedad.
O12. BNB Valores Perú Solfín SAB	
O13. Equilibrium	
O14. Caja Cusco	Somos una organización especializada en microfinanzas, con excelencia en el servicio a sus clientes, que genera valor a la empresa, promueve el bienestar de sus colaboradores y contribuye con el desarrollo de la comunidad, basado en la confianza y en el soporte tecnológico de última generación.

Visión	Objetivos	Portal web
<p>Constituir una empresa capaz de ofrecer mayores servicios relacionados con la comercialización del azúcar, como son:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Planes de negocio para con los clientes. • Líneas de distribución diversificadas. • Cumplimiento de estándares internacionales de calidad para los procesos de producción envasado y presentación del producto. • Planificación del lanzamiento al mercado de marcas que lo permitan identificarlo dentro de la competencia existente en el país, para mantener e incrementar la participación de D'Libano en el mercado nacional. 		<p>www.dlibano.com</p>
<p>Ser una Sociedad Agente de Bolsa líder a nivel nacional e internacional. Ampliar nuestra cartera de productos y servicios con el objetivo de brindar soporte y asesoramiento financiero a clientes nacionales y extranjeros, tanto personas naturales como jurídicas.</p>		<p>www.indsab.com.pe</p>
<p>Ser la empresa de servicios de exploración minera reconocida por la calidad y competitividad de nuestros servicios. Expandir nuestras operaciones a mercados internacionales optimizando la obtención de utilidades netas, liquidez por acción y mejorando continuamente la calidad de nuestros productos y servicios.</p>		<p>www.explomin.com</p>
	<p>BNB Valores Perú Solfín tiene como objetivo principal facilitar el financiamiento de empresas mediante la promoción y colocación de instrumentos financieros adecuados a sus necesidades.</p>	<p>www.bnb.com.pe</p>
		<p>www.equilibrium.com.pe</p>
<p>Ser una organización líder en microfinanzas, desarrollando servicios financieros especializados de alta calidad.</p>		<p>www.cmac-cusco.com.pe</p>

Cuadro 5.4. *Matriz de información crítica: Documentación*

Documentos	FCE
<p>D1. Financiamiento para las pymes en el mercado de capitales a través de acciones</p>	<p>“Dadas las características de sus integrantes, para facilitar su acceso al mercado de capitales, se infiere que los mercados alternativos TSXV (Canadá) y NC (Polonia) ofrecen un “descuento regulador” mayor que los demás. Habría una ponderación de que cualquier exigencia a reglamentar podría dar lugar a gastos para esas empresas, con un peso más relevante que para otras son un poco mayores.</p> <p>En Canadá, el mercado principal exige una capitalización mínima, mientras el TSXV no; además, el mercado principal requiere una base mínima de accionistas y de acciones emitidas en mayor número que las exigidas por las reglas de la TSXV (aunque, por el contrario, solo la TSXV exige un <i>free float</i> mínimo).</p> <p>También, aunque no es obligatoria la contratación del <i>market maker</i>, es una práctica en el mercado alternativo de Canadá.</p> <p>Cabe señalar que las empresas con acciones negociadas en los mercados alternativos AIM (Inglaterra), MAB (España) y NC (Polonia), debido a la prerrogativa dada por las directivas europeas, no son supervisadas por el regulador del mercado de capitales. En esos casos, el modelo desarrollado resultó en un acuerdo privado, en el que la supervisión del regulador da origen a la supervisión llevada a cabo por asesores (Nominated Advisor-Nomad en Inglaterra, Asesor Registrado en España y Authorized Advisor en Polonia). En cierta medida, un modelo basado en la reputación de estos agentes fue puesto en práctica. Existen controversias sobre la efectividad de la actuación de esos agentes, ya que el <i>enforcement</i> se ve perjudicado en cierta medida.</p> <p>Además, aunque las reglas de admisión sean más flexibles en relación con el mercado principal de la London Stock Exchange, el AIM (Inglaterra) no presenta un descuento reglamentario significativo con respecto a las exigencias informativas, en comparación con las requeridas por el segmento estándar del mercado principal.</p> <p>En el caso de Inglaterra existen tres mecanismos que promueven incentivos tributarios a los inversores: EIS (Enterprise Investment Scheme), VCT (Venture Capital Trust) y CVS (Corporate Venture Scheme)”. En un estudio de los siete países revisados, Inglaterra-AIM, Canadá-TSXV, China Shenzhen/Chinext; y Corea-KOSDAQ, existen incentivos tributarios para inversores, ya sean personas físicas o jurídicas. Los incentivos tributarios pueden ser:</p> <ul style="list-style-type: none"> · la rebaja total o parcial de la inversión en empresas cotizadas de la base de cálculo o del impuesto sobre la renta a pagar por el inversor; · la exención sobre las ganancias de capital obtenidos a través de la venta de acciones de empresas cotizadas; · la posibilidad de reinversión en empresas cotizadas del valor referente a la ganancia de capital; · la exención sobre los dividendos recibidos; · la exención sobre el impuesto de transferencia de acciones como herencia. <p>A veces, existe la condición de una permanencia mínima como inversor de la empresa (<i>lock-up</i>).</p>

<p>D2. Circular 5/2010: Requisitos y procedimientos aplicables a la incorporación y inclusión en el MAB de acciones emitidas por empresas en expansión</p>	<p>“Obligación del accionista que reciba una oferta de compra de otro accionista o de un tercero que determine que el adquirente vaya a ostentar una participación de control (más del 50% del capital) de no poder transmitir la aludida participación a menos que el potencial adquirente ofrezca a la totalidad de los accionistas la compra de sus acciones en las mismas condiciones”.</p> <p>“La entidad emisora deberá designar un Asesor Registrado de entre los que figuren en el registro especial establecido”.</p> <p>“El valor estimado de las acciones objeto de oferta no podrá ser inferior a dos millones de euros y deberá ser titularidad de accionistas con un porcentaje inferior al 5% del capital social”.</p>
<p>D3. Circular 7/2010: Normas de contratación de acciones de empresas en expansión a través del MAB</p>	<p>“Las especiales características de las compañías que van a incorporarse al segmento de Empresas en Expansión hacen necesaria la figura de una entidad que facilite la liquidez de las mismas y a la que, en lo sucesivo, se aludirá como Proveedor de Liquidez. Esta entidad deberá ser una empresa de servicios de inversión o una entidad de crédito con la que la sociedad cotizada o alguno de los accionistas de referencia de la sociedad cotizada hubieran concertado un contrato de liquidez. [...] El objeto de los contratos de liquidez será favorecer la liquidez de las transacciones, conseguir una suficiente frecuencia de contratación y reducir las variaciones en el precio cuya causa no sea la propia tendencia del mercado”.</p>
<p>D4. Circular 10/2010: Asesor registrado en el MAB</p>	<p>“La figura de los Asesores Registrados, [...] deberán valorar la idoneidad de las empresas interesadas en incorporarse al segmento Empresas en Expansión y asesorarles en el cumplimiento de las obligaciones que les corresponden y en la elaboración y presentación de la información financiera y empresarial requerida para actuar en el citado segmento. [...] esos Asesores colaborarán con las empresas para que estas puedan cumplir las obligaciones y responsabilidades que asumen al incorporarse a ese segmento”.</p>
<p>D5. Circular 9/2010: Información a suministrar por empresas en expansión incorporadas a negociación en el MAB</p>	<p>“Toda la información relevante acerca de los valores negociables incorporados y los emisores de dichos valores se mantendrá en el correspondiente registro público del Mercado a disposición de los interesados. La información periódica y relevante comunicada al Mercado [...] será publicada en la página web del Mercado quien la tendrá a disposición de la CNMV”.</p> <p>“La entidad emisora deberá disponer de una página web en la cual incluirá desde el momento de la incorporación los documentos públicos que se hayan aportado al Mercado para la incorporación de sus valores. Igualmente, la sociedad deberá publicar en su página web la información remitida al Mercado”.</p>

Cuadro 5.4. *Matriz de información crítica: Documentación (continuación)*

<p>D6. Alternativas de financiamiento a través del mercado de valores para pymes</p>	<p>“Los esfuerzos en distintos países van desde la capacitación y la socialización de las ventajas del Mercado de Valores hasta la implementación de programas específicos.</p> <p>De acuerdo a un estudio del Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores en España se presentaron las siguientes iniciativas:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Un Nuevo Mercado, que es un segmento de negociación operado en la misma bolsa de valores con requisitos algo menos estrictos. b) El Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Sistema Organizado de Negociación. El objetivo del MAB, es ofrecer un sistema de contratación, liquidación, compensación y registro de operaciones efectuadas sobre acciones y valores de Instituciones de Inversión Colectiva pero también de valores e instrumentos emitidos o referidos a entidades de reducida capitalización incluidas las pymes. c) Para facilitar a las empresas el acceso a los mercados de valores, también cuentan con un Servicio de Atención a Empresas, ideado para proporcionar apoyo permanente a las compañías desde el momento en el que estudian su cotización en Bolsa hasta las posteriores operaciones que puedan desarrollar en el mercado. <p>Además de estas actividades formativas y de divulgación, el equipo de atención a empresas facilita el acceso de las empresas al mercado mediante el ofrecimiento de diversos servicios, como asesoría gratuita técnica y legal, soporte informático, aplicaciones técnicas necesarias”.</p>
<p>D7. Propuesta para la incorporación de nuevos inversores de instrumentos de deuda en el mercado local de capitales</p>	<p>Por el lado de la oferta, se observa que el número de emisores de instrumentos representativos de capital y deuda en el mercado peruano no es suficiente dado el nivel de recursos disponible para la inversión. Esta situación se puede explicar, principalmente, por: los elevados costos de entradas, y falta de información sobre el mercado de capitales. Asimismo, la falta de información sobre el funcionamiento del mercado de capitales impide que muchas empresas puedan aprovechar oportunidades de financiamiento alternativas a las ofrecidas por el sistema bancario.</p> <p>Se plantean las siguientes medidas adicionales: promoción y difusión del mercado alternativo de valores y educación y capacitación de potenciales emisores.</p> <p>La mayoría de empresas, sobre todo las que no son tan conocidas, realizan sus primeras emisiones a través de instrumentos de corto plazo para financiar requerimientos de capital de trabajo. Una vez que proceden a emitir bonos corporativos a plazos de 2-3 años con amortizaciones parciales para financiar inversiones de mediano plazo y, posteriormente, pueden emitir bonos tipo <i>bullet</i> a plazos de 5 años o superiores para fondear sus planes de expansión de largo plazo.</p> <p>La creación del MAV debe ser complementada con una mayor difusión, por parte de la SMV y la BVL, las ventajas de ingresar al mercado de capitales a los gerentes financieros de las empresas grandes y medianas. La emisión de valores permitirá a estas empresas reducir su costo, acceder a financiamiento acorde con los plazos de diversificar sus fuentes de fondeo, conseguir estructuras de financiamiento acorde con los plazos de maduración y el flujo de caja previsto de sus proyectos, e incrementar su poder de maduración y el flujo de caja previsto de sus proyectos, e incrementar su poder de negociación frente a otros proveedores de financiamiento, en particular el sistema bancario.</p>

<p>D8. Las pymes a través del mercado de valores en el Perú: una visión comparada con España</p>	<p>Se pone en evidencia el problema por el que atraviesan las medianas empresas, que como parte de su crecimiento en el mercado buscan una forma alternativa de financiación.</p> <p>Los instrumentos de corto plazo (ICP) como alternativa de financiación es una alternativa que muy pocas medianas empresas ya han descubierto, pero con ello también han mostrado las complicaciones propias de este mercado poco desarrollado.</p> <p>Los métodos de financiamiento van en el siguiente orden:</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) Aumento de capital por parte de los accionistas. (2) Financiación bancaria. (3) Instrumentos de corto plazo. (4) Bonos. (5) Emisión de nuevas acciones mediante la capitalización bursátil. (6) Nueva financiación por parte de los inversionistas de riesgos (<i>joint venture</i> / nuevos vehículos de inversión). <p>La teoría de primero emitir IPC antes que bonos solo la han estado siguiendo las medianas empresas, por los requisitos, costos y tiempo que los diferencia. La emisión implica una decisión de crecimiento de las empresas y de adoptar estándares corporativos, que implique invertir en un cambio de la empresa que refleje a mediano y largo plazo que se cuenta con profesionales en la gestión de la misma; con estados financieros auditados y en general todo lo que pueda asegurar el repago de la deuda con sus inversionistas.</p> <p>Se deja la clara necesidad de impulsar el crecimiento de las medianas empresas a través del mercado bursátil y así generar nuevas opciones de inversión para inversionistas <i>retail</i>. Así, como los beneficios de recaudación ya mencionados.</p>
---	--

Fuentes: BMI & Bovespa, 2012: 5-12.
 Bolsas de Mercados Españoles, 2010a: 3-4.
 Bolsas de Mercados Españoles, 2010b: 3-4, 9.
 Bolsas de Mercados Españoles, 2010c: 1.
 Ministerio de Industrias y Productividad del Ecuador, 2012: 30-32. BCRP, 2013: 6. Pineda Galarza, 2012: 6-7.
 Elaboración propia.

Cuadro 5.5. *Matriz de entrevistas*

Asunto	Entrevistado: experto de la consultora Ernst & Young
FCE	<p><i>Market maker</i> para garantizar liquidez. Encargados de <i>research</i>. Presencia de mejoradores. Reclutar y preparar empresas: vencer las barreras culturales y ayudarles a preparar su información financiera y en temas de BGC. Subsidios para reducir los costos de preparación de empresas. Crear un fondo especializado en estas empresas.</p>
Pymes	<p>Las pymes, no estoy seguro que tengan acceso al financiamiento bancario, pero si lo tuvieran, el incentivo es la tasa, porque los bancos les pueden pedir 20%, en el mercado de capitales colocando caro, dígamos al 10%, yo creo que para ellas el incentivo si puede ser la tasa y también los plazos, porque los bancos a estas empresas les dan muy cortos plazos.</p>
Inversionistas	<p>En la medida que exista información clara y este mercado se vaya desarrollando, no habría razón para que los inversores institucionales no decidan poner un poco de plata en un mercado como este, solo exigirán mayor rentabilidad; el problema principal que pueden tener los institucionales es un tema de tamaño, de escala de inversiones y de liquidez y, por lo tanto, después no marca el precio, es difícil comprar un activo como ese porque uno en realidad se queda con un activo poco líquido. Hay otro tipo de institucionales que si pueden entrar con títulos más pequeños, fondos mutuos, fondos de inversión, compañías de seguros; [...] por los montos los compradores de estos papeles van a ser personas naturales o fondos que administran los bancos por encargo de personas naturales.</p>
Operatividad	<p>Creo que para que esto funcione debería ir de la mano con un esquema, aquí es muy útil el tema de los mejoradores, tiene que haber alguien que a través de un esquema de garantía ayude a estas compañías a salir al mercado, [...] creo que esto es muy importante para poder garantizar el éxito, para que esto funcione al comienzo. El <i>market maker</i>, te garantiza que siempre él va a estar dispuesto a comprar, no será el mejor papel pero hay alguien que está dispuesto siempre a comprar y vender y te garantiza liquidez para el instrumento, le pagan por eso, ese es su trabajo. Si queremos fomentar un mercado como este, debe haber un montón de subsidios, tienen que haber un <i>market maker</i>, tiene que haber alguien que escriba <i>research</i> en caso de acciones, esquemas de garantía, debería haber alguien que esté dispuesto a financiar por lo menos al comienzo, después ya tomará su propio vuelo, su dinámica, [...] la otra parte como consigo las compañías, alguien tiene que ir a reclutar estas compañías, se necesita un programa como el Avanza Bolsa que se dedique a preparar y reclutar. Hay un trabajo que hacer para vencer las barreras culturales, hay que preparar a las compañías para esto, hay que ayudarles a preparar su información financiera, también a preparar en temas de BGC, [...] si se quiere hacer mercado hay un trabajo de, a través de un esquema canalizar empresas, romper la barrera cultural y luego prepararlas que no es un tema sencillo, [...] tiene que haber un trabajo de identificar a potenciales empresas y sentarlos para explicarles los beneficios y los costos de esto, sobre todo a las que tengan un interés concreto, las grandes podrían hacerlo para diversificar su fondeo y no porque tengan una necesidad urgente.</p>

	<p>Hay que crear un mercado y eso implica que exista <i>research</i> y eso en un principio seguramente lo va a tener que pagar la bolsa de valores, de acuerdo al interés que tienen, los bancos de inversión hacen <i>research</i> cuando tienen clientes interesados en comprar acciones de esas compañías [...]; la calificación de riesgo no es una recomendación de inversión, es solamente un análisis de una compañía, es más, están orientadas a lo que es instrumentos de renta fija; porque este es un mercado mayormente de renta variable.</p> <p>El objetivo de este mercado es que sea de renta variable, si las empresas están entrando con renta fija, entonces no lista la empresa, simplemente lista el instrumento.</p> <p>En el caso del mercado de renta fija vas a tener el mismo problema que el mercado de renta variable en tema de escala, estas empresas necesitan deuda, no le interesa colocar más; 1 millón o 2 millones de dólares [...] van a necesitar una buena clasificación de riesgo, la pregunta es si van a conseguir la clasificación de riesgo adecuada y probablemente la respuesta es que no.</p> <p>Cuando hay una compañía nueva que sale al mercado lo normal es que primero empiece con deuda, para que se dé a conocer, en una primera etapa; para esto necesitas que alguien te de la mano, que haga de mejorador y en un segundo momento puede salir con acciones valiéndose por sí mismo.</p>
<p>Riesgos</p>	<p>Las características de las pymes y los menores requisitos del MAV, primero es un tema de percepción de riesgo y segundo es el desconocimiento de estos negocios, de estos sectores o de estas compañías, quién es, quiénes son los accionistas, tienen récord con el mercado, tienen récord crediticio, su producto que tan bien está posicionado en el mercado, [...] porque al evaluar invertir en una empresa de este perfil seguramente es más complicado que evaluar si invierto en Edelgel o Luz del Sur, porque para empezar no hay información [...], algo en lo que yo pueda basar mi decisión de inversión.</p> <p>Un buen ejemplo son las mineras <i>juniors</i>, lo importante es que sea transparente, que la gente que está en este segmento sepa que los riesgos son mayores, por tanto, lo que van a exigir también son retornos mayores.</p> <p>Hay el riesgo de que se haga todo esto para 5 empresas, se está haciendo la regla para esos 5, pero lo que se quiere es crear un mercado, que haya un flujo, entonces si no se dan todos los requerimientos, de lo contrario se va a ver un éxito al inicio, aislado, pero después no habrá flujo de nuevos emisores.</p>
<p>Otros</p>	<p>El incentivo fiscal podrá ser, pero no lo veo viable por el lado del MEF, no es política del MEF. También se puede crear un fondo especializado en estas empresas, pero se tiene que crear el producto y el mercado alrededor de ese producto; mercado por el lado de la oferta y también por el lado de la demanda.</p>

Cuadro 5.5. *Matriz de entrevistas (continuación)*

Asunto	Entrevistado: profesor consultor de la Universidad ESAN
FCE	<p>Este mercado sería dinámico si consideraran tener el <i>venture capital</i>, capital de riesgo e inversionistas ángeles o inversionistas que tomen más de riesgo.</p> <p>Reglamentar los mecanismos que permitan pasar de deuda a acciones rápidamente.</p> <p>Plantear el principio de neutralidad tributaria para todos los instrumentos financieros, independientemente que el emisor o generalizador sea un banco o un fondo de inversión, fondo mutuo o una persona natural.</p> <p>No hay cultura financiera desarrollada, es un problema serio y también el tema de cultura organizacional o el de compartir. No hay <i>market maker</i>.</p>
Pymes	<p>Un problema que conspira en el Perú es que las pymes son muy pequeñas para los estándares de facturación, probablemente para ir a bolsa más o menos debemos emitir facturación que sean más de 100 millones de soles para poder asumir los costos. [...] La situación actual es que ya existen muchas empresas que superan los 100 millones y que el apalancamiento financiero les queda corto. El mercado de capitales implica un cambio de visión por parte de los empresarios (pymes), los cuales prefieren ser dueño de 100% de 1, a dueño del 10% de un millón.</p> <p>El problema de las medianas empresas no es capital de trabajo sino capital de largo plazo. [...] las pymes y mypes por lo general, se van a sesgar al sistema financiero asumiendo que todo será igual menos el tema tributario, porque en este, tengo que pagar tasa de interés y renta sobre el interés generado. [...] no hay cultura financiera desarrollada, es un problema serio el tema de la cultura organizacional o la cultura del compartir, actualmente los funcionarios de pymes son familias que han crecido, y hay un tema de cambio cultural donde ya no podrían tener el 100% de la propiedad, el peruano no está acostumbrado; cuando ellos toman crédito el tema de propiedad no está en cuestión, en cambio cuando se hace emisión de acciones puede ocurrir tarde o temprano que ya no tenga el dominio o ya no sea el mayoritario. Una posible explicación es el hecho de que hay mucha incertidumbre institucional, cuando permites que haya un minoritario que de repente puede ocurrir que por algún artificio tome la empresa, entonces hay una renuencia de las empresas a abrirse por una fragilidad institucional en el Perú, es decir, la gente tiene miedo a perder la empresa cuando tienes un minoritario, en otros países es diferente porque tienen un poder judicial que no tiene corrupción.</p>
Inversionistas	<p>Si tenemos mecanismos como inversionistas ángeles o mecanismos de <i>venture capital</i>, yo creo que este MAV está bien, en su esencia en la medida que baja su barrera de entrada y de nuevo vamos a pensar en un mecanismo de rendimiento mayor, con riesgo mayor y que tienen que estar varios actores, uno importantísimo, son los inversionistas ángeles que van tomar más riesgo y también empresarios que estén dispuestos a compartir sus ganancias eventuales, el esquema es que tiene que ir mecanismos con bonos compatibles, mecanismos que permitan pasar de deuda a acciones rápidamente, que hagan muy interesante para un inversionista ángel, que primero se va con deuda y luego patrimonio <i>equity</i>, es lo es lo que falta; cuales son las nuevas empresas que van a venir, acá el tema del capital de riesgo es importante.</p>

<p>Operatividad</p>	<p>Si se quiere que esto realmente funcione, el representante de obligacionista se debe tener la posibilidad de que yo como obligacionista pueda juntarme y hacer una Class Action Suit. [...] En el tema de información financiera, el tema es información anual versus trimestrales, acá hay un tema de transparencia por lo general las empresas que facturan más de 100 millones lo pueden tener, acá no se gana mucho.</p>
<p>Mercado</p>	<p>También debe haber un espacio para inversionistas ángeles, <i>venture capital</i> y, para institucionales, donde es posible que estos puedan tomar un poco más de riesgo. [...] una institucional como AFP o un fondo de seguro, que sería un candidato ideal, solamente va a entrar en la medida que haya un tercero, que sea un fondo de inversión o un inversionista ángel o un <i>venture capital</i> que tome ese riesgo y, ellos en forma indirecta asuman mayor ese riesgo. [...] el tema de inversionistas ángeles y el tema de impulsar agresivamente el <i>venture capital</i> va permitir que este mercado alternativo funcione, hoy por hoy es un boom lo que se conoce como <i>alternative investment</i>, porque lo que está pasando es que las tasas de rendimiento de los bonos son muy bajas y el <i>equity</i> corporativo no genera mucho. [...] pensar en alternativas diferentes de financiamiento que le darían mayor peso, por ejemplo mecanismos de conversión de prueba de <i>equity</i> en acciones que no está en la legislación, de bonos pasar a acciones y, creo también que la SMV mapee cuales son las empresas que requieren préstamos, créditos e inversión; eso se dará en la medida que las empresas peruanas comiencen a crecer y sentir la competencia, todavía no llegamos ahí porque va a haber créditos abundantes y hay muchas pequeñas empresas, pero creo que conforme avance las necesidades de financiamiento estos instrumentos poco a poco van a comenzar a funcionar. [...] Es un mercado para pocos, porque el peruano no es sofisticado, y el mercado de capitales es muy noble para muchos, el fondeo que tienen los peruanos es la familia y con los bancos, casi el 99%, solo los grandes van al mercado de capitales pero en realidad ahora la mayoría son los mineros.</p>
<p>Riesgos</p>	<p>Vamos a pensar en un mecanismo de rendimiento mayor, con riesgo mayor y que tienen que estar varios actores, uno importantísimo, son los inversionistas ángeles que van tomar más riesgo [...] y o <i>venture risk capital</i> [...]. Cuando estoy bajando las consideraciones, estoy haciendo más líquido mi instrumento y más riesgoso, cuando yo estoy generando o que el gobierno corporativo no esté, en lugar de tener dos calificadoras, tenga una, lo que estoy asumiendo es que tenga un poquito más de riesgo.</p>
<p>Otros</p>	<p>La SMV tiene que avanzar un poco más, en los temas tributarios por ejemplo, el gran problema que tenemos acá, es que no está definido otro tema que son emisiones por bancos y que son muy específicos como son algunos bonos y no pagan IGV, que es un tema importantísimo y que no lo veo en el reglamento, debe haber un principio que se llama neutralidad tributaria, que debería ser el principio que debería regir tanto a las emisiones de renta fija, de renta variable y de intereses. [...] La norma me parece interesante pero debería ir a una visión más crítica que son los temas de impuestos, especialmente renta e IGV, que tiene diferentes combinaciones y, también plantear el principio de neutralidad tributaria para todos los instrumentos financieros, independientemente que el emisor o el generador sea un banco o un fondo de inversión, fondo mutuo o una persona natural. [...] El riesgo moral es importante por el tema de propiedad, si tienes otra propiedad aparte de la empresa tu riesgo moral va disminuir, de nuevo, ¿qué tanta propiedad quieres tener tú?, ¿qué tanto manejo quieres tener tú?, por ejemplo, puedes delegar mediante un fondo de inversión, porque lo que quieres es que te cuenten la historia día a día.</p>

Cuadro 5.5. *Matriz de entrevistas* (continuación)

Asunto	Entrevistada: ejecutiva del área de Proyectos de la BVL
FCE	<p>Facilidades en el trámite para las empresas: simplificación de los expedientes a través de modelos y formatos preestablecidos. 20 millones de soles en facturación anual como mínimo para que pueda participar en este mercado. Mínimo 10 millones de soles de emisión para justificar el esfuerzo y los costos.</p> <p>Cambio de cultura empresarial de las pymes.</p> <p>Exoneración del impuesto a la renta para los agentes que inviertan en estos valores.</p> <p>Permitir garantías especiales para los instrumentos del MAV.</p> <p>Fondos para apoyar el MAV en distintas iniciativas: pagando estructuraciones, <i>market maker</i>, etc.</p> <p>Impulsar la generación de carteras con emisores variados.</p>
Pymes	<p>La SMV añadió facilidades en el trámite a la propuesta de la BVL [...] Lo que la SMV añadió de forma muy positiva es la forma en la que todo el expediente se presenta. [...] La SMV propuso aliviar una serie de documentación (prospecto, contrato), pero además que presentar toda la documentación sea más fácil. En lugar de presentarse todo un prospecto desde cero, hagamos un modelo de prospecto. En lugar que traigas un contrato, yo te voy preparar un formato, ya que este es mucho más fácil llenarlo. [...] Esto para aliviar el costo de las pymes y agilizar el trámite.</p> <p>Reglamentariamente puede entrar cualquier pyme [...] nosotros hemos trabajado en el programa Avanza BVL con empresas de más de 20 millones de soles en ventas, por lo tanto nuestro foco está en empresas de más de 20 millones de soles de facturación. La emisión mínima de papeles comerciales para que valga la pena una emisión debe ser de 10 millones de soles como mínimo. Se tiene que cambiar la cultura, tiene que pasar por Juntas Generales, por Directorios y aprobar una serie de cosas. Entonces son decisiones políticas que marchan lento.</p> <p>Respecto a las empresas que ya cotizan en el segmento general y cumplen con los requisitos para el MAV, en mi opinión deben permitir que se trasladen al MAV [...] pero SMV no está de acuerdo.</p>
Inversionistas	<p>Si tenemos mecanismos como inversionistas ángeles o mecanismos de <i>venture capital</i>, yo creo que este MAV está bien, en su esencia en la medida que baja su barrera de entrada y de nuevo vamos a pensar en un mecanismo de rendimiento mayor, con riesgo mayor y que tienen que estar varios actores, uno importantísimo, son los inversionistas ángeles que van tomar más riesgo y también empresarios que estén dispuestos a compartir sus ganancias eventuales, el esquema es que tiene que ir mecanismos con bonos compatibles, mecanismos que permitan pasar de deuda a acciones rápidamente, que hagan muy interesante para un inversionista ángel, que primero se va con deuda y luego patrimonio <i>equity</i>, es lo es lo que falta; cuales son las nuevas empresas que van a venir, acá el tema del capital de riesgo es importante.</p>

<p>Operatividad</p>	<p>La SMV sacó los requisitos de sponsor y <i>market maker</i> porque encarecía el producto, pero lo que si quieren sacar adelante es la exoneración del impuesto a la renta, pero se encuentra entrampado este tema [...] esto depende del MEF [...] estamos convencidos que este es el elemento que va a terminar de dar dinamismo al mercado.</p> <p>Tenemos el tema de las garantías especiales para los instrumentos del MAV, pero es una limitación de la norma ya que no te las permite, [...] la SMV tiene que hacer una modificación en ese sentido.</p> <p>[...] sería bueno que se haga una modificación a la norma y permitir que los papales comerciales vengan apoyados con garantías especiales, reduciendo el riesgo para los inversionistas y contando con mayor demanda para ellos.</p> <p>[...] se está viendo la forma de conseguir fondos para apoyar al MAV en diferentes iniciativas que se puedan presentar [...] la iniciativa de financiar <i>market maker</i> sería importante cuando haya emisiones de bonos y acciones. [...] De repente se pueda apoyar ahora pagando estructuraciones, pagando estudios de abogados, viendo la forma de formar carteras de distintos emisores, etc.</p>
<p>Mercado</p>	<p>Los mercados alternativos son vistos como mercados de mayor riesgo y por eso se espera que tengan una mayor rentabilidad. Toda inversión más riesgosa requiere una mayor rentabilidad, no quiere decir que no va a funcionar, lo que pasa es que está dirigido para inversionistas de mayor riesgo.</p> <p>Este mercado estaría dirigido para inversionistas institucionales de mediano tamaño [...] personas naturales participan no tanto, más institucionales de bajo patrimonio.</p> <p>[...] me sugerían que veamos la forma de impulsar la generación de carteras de diferentes emisores (de diferentes sectores) para que puedan ser comprados por los fondos de inversión.</p>
<p>Asunto</p>	<p>Entrevistada: asesora del área Legal de la BVL</p>
<p>FCE</p>	<p>Como mínimo 20 millones de soles en ventas anuales para acceder al MAV.</p> <p>Mercado para empresas medianas más que para las pequeñas empresas.</p> <p>Emisiones mínimas de 5 millones de soles.</p> <p>Recomendable un estructurador para emitir.</p> <p>Tarifas especiales para las empresas que pretenden ingresar al MAV por parte de las instituciones: calificadoras de riesgo, estructuradores, SAB, etc.</p> <p>Presentación de los requisitos de PBGC desde el inicio, desde la incorporación al mercado.</p> <p>Difusión y promoción de las empresas que cotizan en el MAV.</p>

Cuadro 5.5. *Matriz de entrevistas* (continuación)

	<p>Calculamos que el mínimo de facturación para acceder al MAV debería ser de 20 millones de soles anuales de ventas, y de este modo aseguren al inversionista el retorno de lo que van a invertir dentro de la empresa, y para que su calificación de riesgo no salga tan baja y no tenga que poner más garantías [...]</p> <p>[...] si bien es cierto los costos son menores al mercado regular, hay gastos en los que tienen que incurrir y la primera salida en la bolsa es costosa [...].</p> <p>El tiempo que se demore una empresa para ingresar al MAV dependerá de qué tan ordenada esté, [...] no deberá demorar más de 3 meses con la SAB, y sin ella, 1 año.</p> <p>[...] para salir en bolsa se tiene que emitir como mínimo 5 millones de soles.</p> <p>[...] La norma indica que no es necesario un estructurador, nosotros sí lo recomendamos, ya que muchas empresas que quieren entrar ven los formularios y no saben cómo llenarlos. Un estudio de abogados o una SAB puede asesorarlos para el llenado con las garantías que tienen que poner, con la tasa que tienen que salir. El costo no es tan elevado incluso para realizar el prospecto y el contrato marco, ya que no es un proceso completo para el caso del MAV. [...] Dentro de Avanza BVL tenemos tarifas especiales con algunas calificadoras de riesgo para empresas que quieran entrar por el MAV o por el mercado regular.</p> <p>El tiempo que se demore una empresa para ingresar al MAV dependerá de que tan ordenada esté. No deberá demorar más de tres meses con la SAB, y sin ella alrededor de un año.</p> <p>La BVL planteo que los requisitos sobre PBGC lo presentarán al inicio, ya que la BVL tiene un programa de incentivos de PBCC. Salió de la SMV dar mayores concesiones respecto a ello para reducir los costos a las empresas. Deberían tomarlo en cuenta desde el inicio, ya que solo es llenar un formulario y poco a poco lo vayan implementando.</p>
Operatividad	<p>[...] Nos hemos reunido con una clasificadora de riesgo para que brinde a la empresa una tarifa especial.</p> <p>[...] es el trabajo del colocador promocionar muy bien a la empresa que va a ingresar al mercado dentro de su círculo de inversionistas y ver como colocar sus valores. [...] mayores incentivos se verán en el camino.</p> <p>No se ha pensado en un mejorador, la BVL no asignará un fondo para ello [...] es un segmento de riesgo para empresas medianas</p> <p>[...] el hecho que te diga entra en bolsa y yo te financio, no va.</p> <p>Se pensó tener un sponsor pero lo eliminé la SMV diciendo que cada empresa vaya por su cuenta.</p> <p>Se dará mayor promoción y divulgación de estas empresas. [...] La difusión será como en las empresas <i>junior</i>, en eventos y poco a poco ir educando a la gente en este mercado.</p>
Mercado	<p>En este mercado se considera más a las medianas que a las pymes muy pequeñas.</p> <p>Si creemos que funcionará por tener menos requisitos y por ser un segmento especializado.</p> <p>La norma se debería modificar e indicar que es para medianas empresas.</p> <p>Las pequeñas podrían entrar, pero deberían poner en el prospecto marco muchas más garantías que una mediana.</p> <p>Si creo que haya inversionista para este tipo de emisores.</p>
Riesgos	<p>Depende del inversionista que quiera o no invertir en estas empresas [...], son como las <i>junior</i>, que es un segmento bastante riesgoso, y sí hay gente que invierte en ellas.</p>

Entrevistado: funcionario de la SMV	
Asunto	
FCE	<p>Se desea que las empresas puedan acceder a este mercado, a través de apoyo financiero para las emisiones. El <i>market maker</i> asegura liquidez, así como que se pueda vender para que se reduzcan las tasas de interés porque hay la facilidad de salir del instrumento. Esto generalmente lo hacen los agentes de bolsa.</p>
Pymes	<p>En la oferta no tenemos los instrumentos necesarios, porque no hay gran cantidad de emisores. Tenemos un gran segmento de medianas empresas que podrían emitir pero estas toman créditos bancarios de montos importantes. Existen gran número de empresas medianas que si requieren financiamiento, las mismas que están en el sector bancario, y para que estas ingresen al mercado de valores, la tasa tiene que ser atractiva, siendo más baja que la del bancario. El problema con los empresarios es que nos les gusta presentar información, prefiriendo pagar multas y no someterse a las disciplinas del mercado.</p>
Inversionistas	<p>Los fondos mutuos son demanda potencial, si es que hay emisores en este MAV de medianas empresas, si bien es cierto tienen un nivel de riesgo más elevado, en corto plazo si vemos que la oferta y la demanda calcen. Las empresas de seguros y AFP no entran en este mercado porque ellas invierten en el largo plazo para poder calzar con sus obligaciones. Las AFP podrían invertir en el corto plazo pero por temas de volúmenes no los hace, ya que para que valga la pena tendría que ser una inversión de 5 a 10 millones de soles como mínimo.</p>
Operatividad	<p>Con los requisitos regulares del mercado de valores se necesita un volumen mínimo de emisión, para que sus costos fijos relacionados con la emisión en el mercado puedan compensar la tasa fija con el financiamiento bancario. Por ley las empresas con ingresos mayores a 300 UIT deben presentar su información auditada a la SMV y la segunda ley de sociedades indica que se tiene que presentar información bajo los principios contables donde la presentación tiene que ser con todas las NIIF salvo pymes.</p>
Mercado	<p>En nuestro mercado tenemos un problema de oferta y demanda.</p>
Riesgos	<p>Cuando una empresa empieza en el mercado, normalmente entra con emisiones cortas, de corto plazo, menos riesgo que la gente esté dispuesta a comprar, cuando empiezan a tener presencia en el mercado van creciendo teniendo tasas razonables. Lo natural es que empiecen con corto plazo.</p>

Cuadro 5.5. *Matriz de entrevistas* (continuación)

Asunto	Entrevistada: funcionaria del MEF
FCE	Crear un mercado para personas naturales e interesadas en invertir en medianas empresas.
Pymes	<p>En la oferta no tenemos los instrumentos necesarios, porque no hay gran cantidad de emisores. Tenemos un gran segmento de medianas empresas que podrían emitir pero estas toman créditos bancarios de montos importantes.</p> <p>Existen gran número de empresas medianas que si requieren financiamiento, las mismas que están en el sector bancario, y para que estas ingresen al mercado de valores, la tasa tiene que ser atractiva, siendo más baja que la del bancario.</p> <p>El problema con los empresarios es que nos les gusta presentar información, prefiriendo pagar multas y no someterse a las disciplinas del mercado.</p>
Inversionistas	<p>El perfil de los inversionistas de las letras es diferente ya que tienen límites de compra, es decir 2.5% de la emisión, aún no los tenemos definidos porque aún no han salido, queremos que los compren las personas naturales, las empresas que tienen volúmenes bajos de liquidez, queremos automatizarlo para que todos tengan acceso. Aún no hay una subasta con este propósito, estamos en proceso de implementación.</p>
Operatividad	<p>¿Cómo MEF se podrían dar algún tipo de ayuda para que los inversionistas ingresen a este mercado? Desde el MEF no podemos hacer mucho, quien tendría que hacerlo es por el lado del marco legal y como darle facilidades, nosotros como soberano no. [...] Invertiremos en instrumentos de menor riesgo y con eso no generamos incertidumbre de los retornos, recuerda son recursos del Estado, así no sería viable, el Estado es superavitario, ponemos ahorros en diferentes fuentes de inversión, no veo una alternativa. Hay un programa de creadores de mercado, con el objetivo de entrar en este segmento, se comenzaron con emisiones cortas.</p>
Mercado	<p>Si el soberano emite su propio riesgo, nosotros emitimos y adquirimos obligación con todos los que adquieren estos bonos, pero estas entidades que alcanza este segmento no es el sector público, es básicamente sector privado, los esfuerzos que hace el gobierno para tratar de desarrollar el mercado local, alcance a los niveles de gobierno. [...] para que una empresa pueda endeudarse tienen que cumplir con ciertos límites que les imponen, a veces no tienen capacidad porque exigen muchos requisitos, o la otra razón por la cual van al mercado de capitales es porque podría ser más barato, no lo hacen porque nosotros les decimos que vayan, si no que ellos ven otra fuente de financiamiento.</p>

Entrevistado: ejecutivo del BNB SAB	
Asunto	La BVL, Cavali y la SMV deben hacer un solo “kit de venta”.
Pymes	Las empresas peruanas, tienen dificultad de préstamos con el banco, es porque están muy apalancadas o no tienen información de los proyectos, porque no tienen planeamiento estratégico, un plan de inversiones, un flujo de caja, o no tiene el conocimiento para gestionar su negocio.[...] Primero hay que generar cultura empresarial, formalizar a las empresas y su manejo. Hay que preparar a las empresas para que lleguen a ello antes de emitir (quitarles su tendencia informal). Todo debería comenzar desde la educación, a ser más emprendedores, y poder salir con los conocimientos básicos y un plan de negocio. [...] Proponerte a cambiar la cultura empresarial en los próximos 20 años, comenzarlo a hacer y que haya continuidad en todo ese tiempo, en 5 o 10 años tendríamos un mercado más o menos funcionando.
Inversionistas	Si se desea atraer inversionistas, se tiene que dar información al mercado más formal y ordenada, tenemos que ubicar los problemas.
Operatividad	[...] Es un tema de credibilidad de inversión del fondo y saber a qué tipo de inversionistas nos vamos a dirigir, cuando se habla de estos mercados se piensa que detrás están los institucionales pero no es así, las AFP solo invierten categoría 1 o determinado monto, transparencia o de PBGC, se debería partir conociendo que rol cumple MAV dentro del financiamiento y que requisitos solicitan los inversionistas que quieren ir a este mercado.
Mercado	Lo primero se debe saber cómo se está vendiendo el mecanismo de este nuevo mercado, las empresas tienen que prepararse para emitir, y no solo para la bolsa, prepararse para todo el mercado financiero, prepararse para el financiamiento en general. [...] El mercado se da cuando hay comprador y vendedor, de ahí se podría decir que leyes, que procesos operativos o que requisitos se deberían modificar, pero no se puede hacer nada si no se sabe cómo atraer a los inversionistas. [...] Tanto la bolsa, Cavali y la SMV, deben hacer un solo kit de venta, un solo manual explicativo de cómo opera una empresa inscrita en el mercado, un manual de procedimientos único, de todas las normas que tengo que cumplir, una sola ventanilla, un solo proceso, y entrega información de los tres actores en una sola.
Riesgos	[...] Si no tiene los planes estratégicos, de inversión, operativos, estados financieros auditados por una buena firma, es difícil mostrar a los inversionistas cuales son los riesgos de los negocios, ya que no conocerían el destino de los fondos.
Otros	[...] Que no ingresen al MAV solo por los menores costos, plata barata, sino porque se están preparando para atender de la mejor manera a cualquier proveedores de fondos y lo hacen porque hay inversionistas interesados en ser sus proveedores de fondos. [...] El problema no se puede resolver por decreto, ni por buena voluntad ni por voluntarismo, hay que entender cuál es el problema, si es el financiamiento, como atraigo a los inversionistas, que tipo de empresa tengo, como está estructurada. [...] Ni la bolsa, ni Cavali, ni SMV está pensada para emisores chicos, en tema de tarifas y costos.

Cuadro 5.5. *Matriz de entrevistas (continuación)*

Asunto	Entrevistado: ejecutivo del INSAB
FCE	Modificaciones a la regulación para permitir la inversión de los institucionales y señalar un monto mínimo para ser destinado para las colocaciones en el MAV.
Pynes	Las empresas no tienen conocimiento de las alternativas existentes en el mercado de capitales, para ello deben realizarse programas regulares de difusión, enfocados en los gerentes financieros de las empresas con mayor potencial.
Inversionistas	Los inversionistas si están interesados en las emisiones de las mejores empresas de sectores con elevados crecimientos, pero no existe la oferta adecuada. Para alcanzar un monto mínimo negociado debe regularse la participación de las AFP con un monto mínimo obligatorio que le otorgue liquidez al mercado.
Operatividad	Existe información en el sistema financiero sobre el <i>track record</i> de las empresas que permite tomar decisiones más fundamentadas sobre los fundamentos de los nuevos emisores.
Mercado	[...] La demanda para las colocaciones de emisiones de empresas medianas y grandes no está asegurada, a veces es complicado el proceso de colocación. De darse una emisión en el MAV de varias empresas al mismo tiempo la demanda puede ser insuficiente.
Riesgos	Los requisitos de información exigidos pueden ser cumplidos satisfactoriamente por los emisores. La normatividad que obliga a las empresas con facturación superior a las 3,000 UIT, permitirá iniciar el camino hacia el ordenamiento y transparencia de la información.
Otros	Los programas de acompañamiento a las empresas que tienen oportunidad de ingresar al mercado de capitales deben ser iniciativa constante y liderada por el Estado. Existe una coyuntura propicia para la promoción de este mercado. Por ejemplo, el MEF acaba de iniciar el programa de emisión de letras de corto plazo, ello permitirá que las empresas empiecen a invertir en instrumentos, se esté creando un activo de refugio que sirve de <i>benchmarking</i> , las casas de bolsa podrán, contactar cada vez más empresas y saber sus condiciones para emitir.

Entrevistado: ejecutivo del Inteligo SAB	
Asunto	
FCE	Las empresas que emitirían en el MAV deberían ofrecer garantías.
Inversionistas	[...] Las AFP quizás podrían invertir en estas empresas por tener un portafolio más grande, pero la ley actual de la SBS no lo permite.
Operatividad	Las empresas del MAV igual deberían presentar estados financieros trimestrales, para poder monitorearlos y evaluarlos constantemente.
Mercado	Yo creo que el Estado u otra institución deberían invertir en este mercado para que se genere un flujo como referencia. [...] Con respecto a los costos, nuestras tarifas son únicas, si la SMV ha ofrecido que los costos de emisión para estas empresas serán el 50%, no aplica para nosotros; ellos tendrían que subvencionar el 50% adicional.
Riesgos	El MAV me parece una alternativa interesante, pero debería tener flujos históricos para que nosotros podamos invertir, porque es de alto riesgo invertir ahora. Es muy interesante por el alto rendimiento que otorgaría, pero es un mercado riesgoso, yo no podría poner dinero de mis clientes en un mercado donde no tengo garantías, porque si el mismo mercado tradicional ofrece garantías y pasa por cuatro evaluaciones y aun así algunas empresas son riesgosas, una empresa que es nueva, es mucho más. [...] por eso ahora no pondría plata de mis clientes en empresas del MAV, ¿qué pasará si estas empresas de un momento a otro cierran? ¿A quién le reclamaríamos?, por eso deberían ofrecer garantías.
Otros	Por ejemplo, no podemos comparar a un Alicorp que es una empresa que comercialice fideos Molitalia, que cotiza en el mercado tradicional; a una de "Don Pepito" que también vende fideos, que quiere cotizar en el MAV; yo donde debería poner el dinero de mis clientes?, lo pondría definitivamente en Alicorp.
Entrevistado: ejecutivo de Pacífico Vida	
Asunto	
FCE	Tener un fondo especializado para invertir en este tipo de títulos.
Pymes	Acceso de liquidez la tienen. Las medianas empresas se tienen que profesionalizar mucho en cuanto al gobierno corporativo, en que tengan suficiente información, que tengan buenas prácticas.
Inversionistas	Acá en la compañía invertimos lamentablemente en instrumentos de alta calidad como triple A o doble A y le hacemos seguimiento, por el volumen que manejamos, los tickets más pequeños son de 5 millones de dólares.
Mercado	Es importante que las empresas diversifiquen sus fuentes de financiamiento, no hacerlo únicamente con el banco, cuando el caño del banco se cierra por alguna circunstancia tiene la alternativa del mercado de capitales, eso lo entienden las empresas grandes, las empresas pequeñas tienen la facilidad de ir a los bancos, las tasas de interés están muy baratas, hay liquidez, les es fácil.
Riesgos	¿Quién va comprar estos papeles? ¿Quiénes podrían invertir?, posiblemente un sector de capital de un perfil de mayor riesgo que quiera obtener una rentabilidad algo mayor.

Cuadro 5.5. *Matriz de entrevistas* (continuación)

Asunto	Entrevistado: ejecutivo de AFP Horizonte
FCE	Tercerizar el fondo con un <i>advisor</i> . Creación de bonos soberanos por el MEF.
Pymes	En el MAV están empresas que están registradas, empresas que están por debajo de los 200 millones de soles, debemos conocer cuál es el nivel de financiamiento que requieren, aparentemente es poco. Estas empresas con sus niveles de venta saldrían al mercado con una emisión de 2 millones de dólares.
Inversionistas	Por la parte del inversionista, la única forma que legalmente puedan ingresar al MAV, es a través de un fondo mutuo específico, ahí podríamos tener exposición a ese nuevo tipo de instrumentos en el mercado, [...] no tenemos clara la visión de la liquidez del instrumento. No podemos ingresar a ninguna empresa del MAV, faltó por parte de la SMV consultar o que nos invite a participar. [...] nosotros podríamos invertir como máximo 500 mil dólares y tampoco nos vamos a llevar la mitad de la inversión pues sería un montón para ellos, por lo cual realmente solo ingresaríamos con 100 mil o 200 mil, siendo esto no atractivo comparándolo con todo el trabajo que tenemos que hacer, con mucho desgato de recursos, y poco atractivo desde el punto de vista de rentabilidad, ya que lo que aporta esta inversión al portafolio es nada.
Operatividad	El problema de entrar con papeles comerciales de empresas nuevas pequeñas, es hacer tu tarea con análisis crediticio, el vehículo para que el MAV sea atractivo es tercerizar la tarea a alguien, como un fondo o un <i>advisor</i> , para evitar hacer un trabajo que solo demanda tickets pequeños.
Mercado	Los fondos mutuos no solo se dan en nivel de bonos, también puede ser en acciones, fondo mutuo especializado en empresas pequeñas y que compren con menos requerimientos que una AFP. No incentivas un mercado a partir de modificar una ley, sino más bien lo que el mercado quiere.
Riesgos	Creemos que para este tipo de empresas no debieron reducir los requisitos, al contrario, ya que se necesita mayor información y actualizada, en estas puede existir la posibilidad de que cierren de un día para otro. Al disminuir los requisitos creemos que está perjudicando el ingreso de estas medianas empresas al mercado de capitales, porque limita a muchos inversionistas a realizar operaciones con estas. Este reglamento incentiva a emitir pero no a cumplir con requisitos que son necesarios para que los inversionistas tomen la decisión de invertir en estas, existiendo desconfianza de cómo se maneja la empresa a nivel interno.
Asunto	Entrevistada: ejecutiva de Krese SAF
FCE	Auditores certificados para darle seriedad a los estados financieros auditados.
Pymes	Los emisores deben estar convencidos que esta es una apuesta de mediano plazo, en el corto plazo no van a haber razones basadas en la tasa para hacer el ingreso atractivo sino por expectativas de crecimiento relacionadas a levantar mayores fondos más adelante.

Inversionistas	<p>Existen muchas cajas municipales y financieras de menor tamaño que no realizan inversiones en instrumentos con sus excesos de liquidez. Algunos instrumentos de inversión le permiten a las IFIS mantener sus ratios de necesidad de capital, por ello serían muy útiles para generar rentabilidad por su patrimonio regulado y actualmente no lo hacen.</p> <p>Por ejemplo, Banco Falabella, que es el quinto banco en el Perú solo invierte en depósitos.</p> <p>Esto se aprecia también por ejemplo en la ausencia de instrumentos financieros emitidos en dólares. Si este mercado desarrollará habría mayores iniciativas de los estructuradores para trabajar emisiones con las mejores empresas agroindustriales que tienen liquidez en esta moneda y pueden emitir deuda en esta moneda.</p>
Riesgos	<p>Transparencia debería estar marcada por clasificadoras con respaldo por ello como ya son conocidas las que pueden generar mayores dudas, es mejor que sean 2. Por otro lado, la publicación de estados financieros semestral si es aceptable pero depende de que auditoras, por ello debería de haber un ranking de las 20 o 10 "mejores" auditoras. Para darle seguridad a los estados financieros auditados.</p>
Asunto	Entrevistado: ejecutivo de Medrock Corporation
FCE	<p>Capacitar a las empresas sobre mercado de valores y generar cultura empresarial.</p> <p>MAV solo para empresas medianas, las pequeñas no podrán asumir el costo.</p> <p>Cambiar la cultura de las medianas empresas respecto a la cesión de propiedad.</p> <p>Apoyo económico para realizar diagnóstico empresarial y preparación para el MAV es una importante ayuda para impulsar este mercado.</p>
Pymes	<p>Si se promociona más la tasa, le estas dando un enfoque muy vano. [...] Si solo hablas de tasa, te estas olvidando de la gente que emite acciones. [...] El enfoque debe ser los beneficios que se tiene, como las facilidades de plazo, crecimiento, conocimiento del mercado. [...] La tasa sola, no es un elemento determinante.</p> <p>Primero tienes que generar cultura empresarial, personalmente explicar sobre el mercado de valores a las empresas. Los que lo conocen son pocos, los que no saben de él, no irán a bolsa.</p> <p>No emitiría capital, es definitivo. Está relacionado con una cultura de mi empresa.</p>
Operatividad	<p>Ahora el BID no financia todo, antes pagaba el 100%, ahora el interesado paga el 40% y el BID 60%, que incluía un diagnóstico <i>waterhouse</i> para ver cómo estaba la empresa, si estaba lista para presentarse a la bolsa o no, si faltaba mucho o poco.</p> <p>[...] se debe capacitar primero a las personas que tienen que ir, por más financieros que sean, hay financieros que no saben nada de la bolsa.</p>

Cuadro 5.5. *Matriz de entrevistas (continuación)*

Mercado	El término pyme está fuera de foco, solo son medianas, si hablamos de pequeñas no podrán asumir el costo de financiamiento, salvo que se agrupen para emitir [...] que me digas que una pequeña va entrar en bolsa, no. [...] el tamaño del mercado es el mismo, no se duplicó, solo se ha bajado las barreras de entrada. Las personas de la bolsa deben visitar a las empresas, deben tener vendedores. Este es un producto, tienen que venderlo. EL MAV no va a funcionar mientras no haya una cultura y difusión a la gente.
Riesgos	Para mí, el tema de gobierno corporativo es un tema muy serio.
Otros	Hay mucho desconocimiento de lo que es la bolsa en el Perú, si juntas a mundos financieros y haces una encuesta por internet vas a ver el resultado, que el desconocimiento es bastante grande. Instrumentos que se acomodan más a tus plazos, algo que no vas a conseguir en tu banco, [...] se adecuan a tu requerimiento, tú los puedes amoldar.
Asunto	Entrevistado: ejecutivo de Explomin del Perú
FCE	Mayor difusión a las medianas empresas de los requisitos y beneficios del MAV.
Pymes	Las razones para que yo como empresa estuviera dispuesto a ingresar al MAV son para financiar el crecimiento. El nuevo mercado da como beneficios menores costos financieros y diversificar el financiamiento, bajando el costo de la deuda. [...] Nuestra empresa está dispuesta a utilizar instrumentos de deuda, para mantener el 100% del capital, en este negocio no requiere volúmenes de inversión que justifiquen diluir capital. [...] Las empresas que tendrán mayores beneficios son las que tienen un perfil que busca mayor rentabilidad a la obtenida actualmente por colocaciones bancarias a plazos.
Inversionistas	Existen muchas cajas municipales y financieras de menor tamaño que no realizan inversiones en instrumentos con sus excesos de liquidez. Algunos instrumentos de inversión le permiten a las IFIS mantener sus ratios de necesidad de capital, por ello serían muy útiles para generar rentabilidad por su patrimonio regulado y actualmente no lo hacen. Por ejemplo, Banco Falabella, que es el quinto banco en el Perú solo invierte en depósitos. Esto se aprecia también por ejemplo en la ausencia de instrumentos financieros emitidos en dólares. Si este mercado desarrollará habría mayores iniciativas de los estructuradores para trabajar emisiones con las mejores empresas agroindustriales que tienen liquidez en esta moneda y pueden emitir deuda en esta moneda.
Operatividad	Actualmente mi costo financiero promedio es de 4.85, y la expectativa de ahorro en costos al ingresar a este mercado de valores sería de 1% menos, considero que los incentivos vuelven más dinámico el mercado.

Entrevistada: ejecutiva de Inversiones D'Libano	
Asunto	
FCE	Posicionar la marca y recién salir al mercado.
Pymes	<p>La perspectiva que tienen las empresas a este tipo de programas como el MAV o Avanza BVL es un poco insipiente y el mercado también lo es, cuando las empresas hablan de financiamiento inmediatamente la primera idea es un tema bancario, aun no se ha explotado o maximizado los beneficios o no se conocen, y muchas empresas son adversas al riesgo, entonces lo ven con un cierto de recelo, primero van miran, tratan de investigar un poco, pero el hecho de investigar y de empaparse un poco más en el tema a tomar acción, ahí ese paso que tiene que dar la empresa para entrar, es el paso que según mi perspectiva es el que más cuesta y es algo generalizado.</p> <p>Actualmente usamos el sistema bancario para financiarlos, nosotros nos financiamos con pagarés de corto plazo por el tema de capital de trabajo, movemos plata por el sistema bancario, en corto plazo como no estamos contemplando ingresar al mercado de valores. Lo que sucede es que ahorita la empresa quiere posicionar la marca, estamos en todo el tema del estudio de mercado, para posicionar la marca Pomalca como azúcar y que tenga una recordación en el cliente final.</p>
Operatividad	<p>Sabemos que hay un montón de requisitos, sabemos que hay que tener claros los estados financieros ya que se vuelven públicos, el hecho de declararlos involucra una estructura, un orden, que debe haber en la empresa, nosotros desde el año pasado usamos como ERP el SAP que nos ha ayudado mucho a integrar a las empresas del grupo, pero como D'Libano lo tenemos bastante avanzado, por eso les digo que al principio no queríamos ingresar al mercado porque queríamos focalizarnos bien y ordenar la casa, porque hay que ordenar la casa para poder salir, y en eso estamos, al inicio tuvimos problemas con el sistema por temas de rotación del personal, pero estamos encaminados a llevar estados financieros más ordenados, real, ya hace 5 años que estamos siendo auditados. [...] estamos trabajando en PBGC, son empresas que crecen muy rápido y muchas veces desordenadas, es por eso que en esta nueva gestión lo que estamos haciendo es integrar a las empresas del grupo, aun propósito, con una visión una misión, que queremos conseguir, y nos está costando pero estamos trabajando en ello.</p>
Mercado	Es un requerimiento del accionista seguir participando a través de este medio, las expectativas son bien altas, dado que hay bastantes proyecciones a seguir creciendo y seguir obteniendo más flujos para la empresa.
Otros	El que nosotros fuéramos parte del programa Avanza Bolsa fue como un tema de preparación, si bien es cierto en Tumbán y Pomalca ven los temas de colocaciones, acá vemos los temas de los flujos, porque cuando hay caídas en los precios existen las reposiciones, hay que reponer a los agentes de bolsa, es por eso que nosotros entramos en este programa como un <i>modus operandi</i> y conocer el mundo de la bolsa, porque nosotros no estábamos inmerso en ella, pero como D'Libano participamos pero no con la intención de ingresar directamente por lo menos en el corto plazo, creo que se puede contemplar a finales de este año probablemente, porque hemos encontrado que el financiamiento bancario es muy caro y este nuevo mercado es más competitivo y más rentable.

Cuadro 5.5. *Matriz de entrevistas (continuación)*

Asunto	Entrevistado: ejecutivo de Equilibrium
Pymes	<p>El costo de la clasificación varía en función del emisor. Si la empresa es grande, se le cobra más, pero igual se aplica la misma metodología para cualquiera.</p> <p>Con respecto a las emisiones en el MAV, es un flujo nuevo de empresas que van a requerir un análisis, un servicio. [...] Si agregas un segmento que está creciendo, vas a agregar nuevos partícipes al mercado y va ser un segmento como negocio interesante. También lo podrían ver como diversificación de las fuentes de fondeo de las entidades, tienes que estar diversificado en tus activos y diversificado en tus pasivos.</p>
Mercado	<p>Hay bastantes empresas chicas que están emitiendo, financieras que son chicas, con respecto a otras entidades y están activas en el proceso de emisión de instrumentos de deuda.</p> <p>No puedes relajar las condiciones porque finalmente quizás no le sirva a la emisión. Finalmente pueden acudir a otras formas de inversión, que no le van a requerir tantos papeleos.</p>
Riesgos	<p>Para una clasificación, mientras más chica la empresa, más información lo solicitan las clasificadoras. Analizan la empresa a profundidad, realizan <i>due diligences</i>, recorrido por tabla, conocimiento de la gerencia, del proceso productivo, etc. Se analizan mucho más factores que a una empresa corporativa grande y sólida.</p> <p>Mientras menor la clasificación [de riesgo], mayor será la tasa y mayor el costo financiero de la empresa.</p>

Bajo la metodología trabajada, se determinaron cinco grupos de ideas:

- a) Facilitar el acceso de nuevos emisores, contemplando la reducción de costos y la simplificación de los trámites exigidos.
- b) Establecer beneficios tributarios para promover el ingreso de inversionistas en un mercado alternativo.
- c) Contar con elementos para mitigar los riesgos percibidos por los inversionistas.
- d) Contar con esquemas que promuevan la cultura financiera y empresarial, y que difundan, asimismo, los beneficios del mercado de capitales.
- e) Preparar y fomentar el entorno para la generación de fondos de inversión en capital de riesgo.

Este grupo de ideas tuvo consenso entre los expertos consultados, quienes los consideraron aspectos claves para la sostenibilidad del mercado alternativo de valores. Asimismo, se tomó en cuenta tanto las características resaltantes de los países referentes, como los datos significativos de los textos consultados.

La consolidación de esta información se muestra a continuación, clasificada según su origen: organizaciones involucradas, entrevistas realizadas y documentos revisados (ver cuadros 5.6, 5.7, 5.8, 5.9 y 5.10).

Las matrices de declaraciones permitieron identificar los FCE sustentados en los cinco grupos de ideas. En el cuadro 5.6, se hace referencia a la importancia de reducir los costos y dar facilidades en cuanto a los requisitos exigidos a las pymes para una emisión en el mercado alternativo. Estas ideas definen el *FCE1: menores costos y facilidades para los inversionistas*.

En el cuadro 5.7, se muestra la relevancia de proponer incentivos tributarios para motivar a los inversionistas a invertir en este nuevo mercado. Se define así el *FCE2: beneficios tributarios para inversionistas*.

El cuadro 5.8 plasma los riesgos asociados a las empresas colocadoras y la necesidad de que los instrumentos emitidos estén adecuadamente estructurados y reflejen la transparencia de la información, de que ofrezcan colaterales y nivel de liquidez a inversionistas y agentes del mercado. Esto se traduce en el *FCE3: mitigación de riesgos para los inversionistas*.

Cuadro 5.6. *Matriz de declaraciones: menores costos y facilidades para los emisores*

Organizaciones	Entrevistas	Documentos
O.2. Generar inclusión financiera	E.1. [...] Las pymes, no estoy seguro que tengan acceso al financiamiento bancario, pero si lo tuvieran, el incentivo es la tasa, porque los bancos les pueden pedir 20%, en el mercado de capitales colocando caro digamos al 10%, yo creo que para ellas el incentivo si puede ser la tasa y también los plazos, porque los bancos a estas empresas les dan muy cortos plazos. E.1. [...] Si queremos fomentar un mercado como este, debe haber un monitón de subsidios, tienen que haber un <i>market maker</i> , tiene que haber alguien que escriba <i>research</i> en caso de acciones, esquemas de garantía, debería haber alguien que esté dispuesto a financiar por lo menos al comienzo, después ya tomará su propio vuelo, su dinámica.	D.1. [...] los mercados alternativos TSXV (Canadá) y NC (Polonia) ofrecen un “descuento regulador” mayor que los demás. En Canadá, el mercado principal exige una capitalización mínima, mientras el TSXV no.
O.2. Simplificación administrativa	E.1. [...] Hay que crear un mercado y eso implica que exista <i>research</i> y eso en un principio seguramente lo va a tener que pagar la bolsa de valores, de acuerdo al interés que tienen, los bancos de inversión hacen <i>research</i> cuando tienen clientes interesados en comprar acciones de esas compañías.	D.1. El mercado principal requiere una base mínima de accionistas y de acciones emitidas en mayor número que las exigidas por las reglas de la TSXV.
O.3. Promover e incentivar el financiamiento [...] a través de instrumentos del mercado de valores	E.2. Un problema que conspira en el Perú es que las pymes son muy pequeñas para los estándares de facturación, probablemente para ir a bolsa más o menos debemos emitir facturación que sean más de 100 millones de soles para poder asumir los costos. E.13. Ahora el BID no financia todo, antes pagaba el 100%, ahora el interesado paga el 40% y el BID 60%, que incluía un diagnóstico <i>waterhouse</i> para ver cómo estaba la empresa, si estaba lista para presentarse a la bolsa o no, si faltaba mucho o poco.	D.5. [...] un segmento de negociación operado en la misma bolsa de valores con requisitos algo menos estrictos. D.5. Cuentan con un Servicio de Atención a Empresas, ideado para proporcionar apoyo permanente a las compañías desde el momento en el que estudian su cotización en bolsa hasta las posteriores operaciones que puedan desarrollar en el mercado. D.5. El equipo de atención a empresas [ofrece] diversos servicios, como asesoría gratuita técnica y legal, soporte informático y aplicaciones técnicas necesarias.
	E.3. La emisión mínima de papeles comerciales para que valga la pena una emisión debe ser de 10 millones de soles como mínimo.	

Entrevistas
<p>E.3. La SMV añadió facilidades en el trámite a la propuesta de la BVL [...]. Lo que la SMV añadió de forma muy positiva es la forma en la que todo el expediente se presenta. [...] La SMV propuso aliviar una serie de documentación (prospecto, contrato), pero además que presentar toda la documentación sea más fácil. En lugar de presentarse todo un prospecto desde cero, hagamos un modelo de prospecto. En lugar que traigas un contrato, yo te voy preparar un formato, ya que este es mucho más fácil llenarlo. [...] Esto para aliviar el costo de las pymes y agilizar el trámite.</p> <p>E.3. Respecto a las empresas que ya cotizan en el segmento general y cumplen con los requisitos para el MAV, en mi opinión deben permitir que se trasladen al MAV [...] pero SMV no está de acuerdo.</p>
<p>E.3. La SMV sacó los requisitos de sponsor y <i>market maker</i> porque encarecía el producto.</p> <p>E.3. [...] se está viendo la forma de conseguir fondos para apoyar al MAV en diferentes iniciativas que se puedan presentar, [...] la iniciativa de financiar <i>market maker</i> sería importante cuando haya emisiones de bonos y acciones. [...] De repente se pueda apoyar ahora pagando estructuras, pagando estudios de abogados, viendo la forma de formar carteras de distintos emisores, etc.</p>
<p>E.4. [...] si bien es cierto los costos son menores al mercado regular, hay gastos en los que tienen que incurrir y la primera salida en la bolsa es costosa [...].</p>
<p>E.4. [...] para salir en bolsa se tiene que emitir como mínimo 5 millones de soles.</p>
<p>E.4. El costo no es tan elevado incluso para realizar el prospecto y el contrato marco, ya que no es un proceso completo para el caso del MAV.</p>
<p>E.4. Nos hemos reunido con una clasificadora de riesgo para que brinde a la empresa una tarifa especial.</p>
<p>E.4. No se ha pensado en un mejorador, la BVL no asignará un fondo para ello [...] es un segmento de riesgo para empresas medianas [...] el hecho que te diga entra en bolsa y yo te financio, no va.</p>
<p>E.4. Se pensó tener un sponsor pero lo eliminó la SMV diciendo que cada empresa vaya por su cuenta.</p>
<p>E.4. [...] [tiene] menos requisitos y [es] un segmento especializado.</p>
<p>E.4. La norma se debería modificar e indicar que es para medianas empresas.</p>
<p>E.4. Las pequeñas podrían entrar, pero deberían poner en el prospecto marco muchas más garantías que una mediana.</p>
<p>E.5. Los costos fijos de las primeras emisiones son más elevadas y más aún si no tiene el mínimo de los 5 millones de soles para ingresar que es de 3%-4% de costos fijos, adiconarle la tasa de interés del instrumento y eso lo comparan con ir al banco lo cual es más elevado. En la segunda emisión los costos fijos bajan considerablemente a menos de 1%. Lamentablemente muchas de las empresas solo veían la cima del cerro de la primera emisión y no veían las ventajas de las siguientes.</p>
<p>E.7. Bajar costos y hacer leyes o decretos, ayuda, pero lo fundamental son empresas preparadas e inversionistas que conozcan y estén dispuestos a asumir esos riesgos. Los reguladores tienen que animarlos.</p>
<p>E.7. Que no ingresen al MAV solo por los menores costos, plata barata, sino porque se están preparando para atender de la mejor manera a cualquier proveedores de fondos y lo hacen porque hay inversionistas interesados en ser sus proveedores de fondos.</p>
<p>E.14. Las razones porque yo, como empresa estaría dispuesto a ingresar al MAV son para financiar el crecimiento. El nuevo mercado da como beneficios menores costos financieros y diversificar el financiamiento, bajando el costo de la deuda.</p>
<p>E.17. Para una clasificación, mientras más chica la empresa más información le solicitan las clasificadoras y más se meten a analizar la empresa [...] en este sentido es más riesgoso; se analizan muchos más factores que a una empresa corporativa grande, sólida, que ya tiene años en el mercado.</p>

Cuadro 5.7. *Matriz de declaraciones: beneficios tributarios para inversionistas*

Organizaciones	Entrevistas	Documentos
O.2. Facilitar el acceso al inversionista al mercado de valores	<p>E.1. [...] El incentivo fiscal podrá ser, pero no lo veo viable por el lado del MEF, no es política del MEF.</p> <p>E.2. [...] La SMV tiene que avanzar un poco más con los temas tributarios, el gran problema que tenemos acá es que no está definido, otro tema de las emisiones que no son emitidas por los bancos son muy específicos o algunos bonos no pagan IGV y debe haber el tema tributario, no lo veo en el reglamento, un principio que debe haber neutralidad tributaria, debería ser el principio que registre a la emisiones de renta fija, variable y de intereses.</p> <p>E.2. [...] La norma es interesante pero debería ir con una visión más crítica con los temas de impuestos, renta, IGV y plantear el principio de neutralidad tributaria para todos los instrumentos financieros, independientemente que el emisor o generalizador sea un banco o un fondo de inversión, fondo mutuo o una persona natural.</p> <p>E.3. [...] lo que si quieren sacar adelante es la exoneración del impuesto a la renta, pero se encuentra entrampado este tema [...] esto depende del MEF [...] estamos convencidos que este es el elemento que va a terminar de dar dinamismo al mercado.</p>	<p>D.1. En [...] Inglaterra existen tres mecanismos que promueven incentivos tributarios a los inversores: EIS (Enterprise Investment Scheme), VCT (Venture Capital Trust) y CVS (Corporate Venture Scheme).</p> <p>D.1. [...] existen incentivos tributarios para inversores, ya sean personas físicas o jurídicas.</p>
		<p>D.1. [...] rebaja total o parcial de la inversión en empresas cotizadas de la base de cálculo o del impuesto sobre la renta a pagar por el inversor.</p>
		<p>D.1. [...] la exención sobre las ganancias de capital obtenidos a través de la venta de acciones de empresas cotizadas.</p>
		<p>D.1. [...] la posibilidad de reinversión en empresas cotizadas del valor referente a la ganancia de capital.</p> <p>D.1. [...] la exención sobre los dividendos recibidos.</p>

Cuadro 5.8. *Matriz de declaraciones: mitigación de riesgos para los inversionistas*

Organizaciones	Entrevistas	Documentos
O.1. Ayudar a los clientes a proteger su estabilidad económica	E.1. En la medida que exista información clara y este mercado se vaya desarrollando, no habría razón para que los inversores institucionales no decidan poner un poco de plata en un mercado como este, solo exigirán mayor rentabilidad.	D.1. [...] la TSXV exige un <i>free float</i> mínimo.
O.1. Ser especialistas en la gestión de riesgos	E.1. [...] El problema principal que pueden tener los institucionales es un tema de tamaño, de escala de inversiones y de liquidez y por lo tanto después no marca precio, es difícil comprar un activo como ese porque uno en realidad se queda con un activo poco líquido.	D.1. [...] aunque no es obligatoria la contratación del <i>market maker</i> , es una práctica en el mercado alternativo.
O.1. [...] compañía confiable y con amplia solidez financiera	E.1. Creo que para que esto funcione debería ir de la mano con un esquema, aquí es muy útil el tema de los mejoradores, tiene que haber alguien que a través de un esquema de garantía ayude a estas compañías a salir al mercado, creo que esto es muy importante para poder garantizar el éxito, para que esto funcione al comienzo.	D.1. [...] supervisión llevada a cabo por Asesores (Nominated Advisor, Nomad en Inglaterra, Asesor Registrado en España y Authorized Advisor en Polonia) [...] un modelo basado en la reputación de estos agentes fue puesto en práctica.
O.1. Proteger al inversionista	E.1. El <i>market maker</i> , te garantiza de que siempre él va a estar dispuesto a comprar, no será el mejor papel pero hay alguien que está dispuesto siempre a comprar y vender y te garantiza liquidez para el instrumento, le pagan por eso, ese es su trabajo.	D.1. El AIM (Inglaterra) no presenta un descuento reglamentario significativo con respecto a las exigencias informativas, en comparación con las requeridas por el segmento estándar del mercado principal.
O.2. [...] altos estándares internacionales de regulación [y] supervisión [...]	E.1. [...] La calificación de riesgo no es una recomendación de inversión, es solamente un análisis de una compañía, es más, están orientadas a lo que es instrumentos de renta fija; [...] si las empresas están entrando con renta fija, entonces no lista la empresa, simplemente lista el instrumento. [...] Van a necesitar una buena clasificación de riesgo, la pregunta es si van a conseguir la clasificación de riesgo adecuada y probablemente la respuesta es que no.	D.2. Las especiales características de las compañías [...] hacen necesaria la figura de una entidad que facilite la liquidez de las mismas [a la que se] aludirá como proveedor de liquidez.
O.2. Con un equipo especializado y comprometidos con la excelencia, y con el uso de tecnologías de avanzada.	E.1. [...] Cuando hay una compañía nueva que sale al mercado lo normal es que primero empiece con deuda, para que se dé a conocer, en una primera etapa, para esto necesitas que alguien te de la mano, que haga de mejorador y en un segundo momento puede salir con acciones valiéndose por sí mismo.	D.2. El objeto de los contratos de liquidez será favorecer la liquidez de las transacciones, conseguir una suficiente frecuencia de contratación [...]

Cuadro 5.8. *Matriz de declaraciones: mitigación de riesgos para los inversionistas (continuación)*

Organizaciones	Entrevistas	Documentos
O.2. Promover un mercado de valores transparente, eficiente e íntegro, que genere confianza en el público	E.1. [...] Las características de las pymes y los menores requisitos del MAV, primero es un tema de percepción de riesgo y segundo es el desconocimiento de estos negocios, de estos sectores o de estas compañías, quién es, quiénes son los accionistas, tienen record con el mercado, tienen record crediticio, su producto, que tan bien está posicionado en el mercado, [...] porque el evaluar invertir en una empresa de este perfil seguramente es más complicado que evaluar si invierto en Edelgel o Luz del Sur, porque para empezar no hay información [...] algo en lo que yo pueda basar mi decisión de inversión.	D.3. La figura de los Asesores Registrados, [...] deberán valorar la idoneidad de las empresas interesadas [...] y asesorarles en el cumplimiento de las obligaciones [...] requerida para actuar en el citado segmento.
O.2. Promover el desarrollo de nuevos instrumentos	E.1. [...] Un buen ejemplo son las mineras <i>juniors</i> , lo importante es que sea transparente, que la gente que está en este segmento sepa que los riesgos son mayores, por tanto lo que van a exigir también son retornos mayores.	D.4. Toda la información relevante acerca de los valores negociables [...] y los emisores [...] se mantendrá en el correspondiente registro público del mercado a disposición de los interesados.
O.2. Fortalecer la protección a los inversionistas a través de la regulación [y] la supervisión	E.2. [...] Si se quiere que esto realmente funcione el representante de obligacionista se debe tener la posibilidad de que pueda juntarse con otros y hacer una Class Action Suit o demanda conjunta.	D.4. La información periódica y relevante comunicada al mercado [...] será publicada en la página web del mercado.
O.3. Promover e incentivar [...] la inversión a través de instrumentos del mercado de valores	E.2. [...] En el tema de información financiera, el tema es información anual versus trimestrales, acá hay un tema de transparencia por lo general las empresas que facturan más de 6 millones lo pueden tener, acá no se gana mucho.	D.4. La entidad emisora deberá disponer de una página web en la cual incluirá [...] los documentos públicos que se hayan aportado al mercado. [...] Igualmente, la sociedad deberá publicar en su página web la información remitida al mercado.
O.7. [Gestionar] los recursos financieros [...] en un marco de seguridad y transparencia	E.2. Para mitigar el riesgo deben estar varios actores o elementos que no están como los inversionistas ángeles [...] y o venture risk capital.	

Entrevistas
<p>E.2. Los instrumentos se vuelven más riesgosos al bajar costos (aunque así los instrumentos se vuelven más líquidos), ausencia del índice de gobierno corporativo o el de limitar una sola calificadoras.</p> <p>E.2. [...] El riesgo moral es importante por el tema de propiedad, si tienes otra propiedad aparte del de la empresa tu riesgo moral va disminuir, de nuevo que tanta propiedad quieres tener tú, que tanto manejo quieres tener tú, por ejemplo puedes delegar mediante un fondo de inversión, porque lo que quieres es que te cuenten la historia día a día.</p>
<p>E.3. Nuestro foco está en empresas de más de 20 millones de soles en facturación.</p> <p>E.3. La SMV sacó los requisitos de sponsor y <i>market maker</i> porque encarecía el producto.</p> <p>E.3. Tenemos el tema de las garantías especiales para los instrumentos del MAV, pero es una limitación de la norma ya que no te las permite [...] la SMV tiene que hacer una modificación en ese sentido.</p> <p>E.3. [...] sería bueno que se haga una modificación a la norma y permitir que los papales comerciales vengan apoyados con garantías especiales, reduciendo el riesgo para los inversionistas y contando con mayor demanda para ellos.</p> <p>E.3. [...] me sugerían que veamos la forma de impulsar la generación de carteras de diferentes emisores (de diferentes sectores) para que puedan ser comprados por los fondos de inversión.</p>
<p>E.4. Calculamos que el mínimo de facturación para acceder al MAV debería ser S/. 20 millones anuales y de este modo aseguren al inversionista el retorno de lo que van a invertir dentro de la empresa, y para que su calificación de riesgo no salga tan baja y no tenga que poner más garantías.</p> <p>E.4. La BVL planteo que los requisitos sobre PBGC lo presentaran al inicio, ya que la BVL tiene un programa de incentivos de PBGC. Salió en la SMV dar mayor concesión respecto a ello para reducir los costos a las empresas. Deberían tomarlo en cuenta desde el inicio, ya que solo es llenar un formulario y poco a poco lo vayan implementando.</p> <p>E.4. Se pensó tener un sponsor pero lo eliminó la SMV diciendo que cada empresa vaya por su cuenta.</p> <p>E.4. En este mercado se considera más a las medianas que a las pymes muy pequeñas.</p>
<p>E.5. Para que estas empresas puedan cambiar de un mercado financiero a una bolsa es que se genera la necesidad de hacer un régimen más suave, sabiendo que este es un mercado más riesgoso, donde hay menos información hay más riesgo.</p>
<p>E.7. Que los reguladores alienten a los inversionistas institucionales a que dediquen parte de sus fondos en este tipo de iniciativas [...] haciendo las funciones de una High You Funds, ya que teniendo varias inversiones de este tipo en estos fondos, el riesgo se disminuye, ayudando a profesionalizar a las empresas y a la cultura empresarial peruana.</p>
<p>E.10. Acceso de liquidez la tienen. Las medianas empresas se tienen que profesionalizar mucho en cuanto al gobierno corporativo, en que tengan suficiente información, que tengan buenas prácticas.</p>

Cuadro 5.8. Matriz de declaraciones: mitigación de riesgos para los inversionistas (continuación)

Entrevistas
E.11. [...] no tenemos clara la visión de la liquidez del instrumento. [...] No podemos ingresar a ninguna empresa del MAV, faltó por parte de la SMV consultar o que nos invite a participar.
E.11. [...] El problema de entrar con papeles comerciales de empresas nuevas pequeñas, es hacer tu tarea con análisis crediticio.
E.11. Creemos que para este tipo de empresas no debieron reducir los requisitos, al contrario, ya que se necesita mayor información y actualizada, en estas puede existir la posibilidad de que cierren de un día para otro. Al disminuir los requisitos creemos que está perjudicando el ingreso de estas medianas empresas al mercado de capitales, porque limita a muchos inversionistas a realizar operaciones con estas.
E.11. Este reglamento incentiva a emitir pero no a cumplir con requisitos que son necesarios para que los inversionistas tomen la decisión de invertir en estas, existiendo desconfianza de cómo se maneja la empresa a nivel interno.
E.12. [...] ausencia de instrumentos financieros emitidos en dólares. [...] trabajar emisiones con las mejores empresas agroindustriales que tienen liquidez en esta moneda y pueden emitir deuda en esta moneda.
E.12. La publicación de estados financieros semestral si es aceptable pero depende de que auditoras, por ello debería de haber un ranking de las 20 o 10 "mejores" auditoras. Para darle seguridad a los estados financieros auditados.
E.13. Para mí, el tema de gobierno corporativo es un tema muy serio.
E.17. Un <i>covenant</i> es una obligación, yo te obligo a que tengas una cobertura de servicio de deuda 3 veces de tu Ebitda, <i>covenant</i> no financiero es si tú le prestas a una empresa y te da como garantía una cartera, esta debería estar 100% normal en el sistema financiero, otro <i>covenant</i> no financiero la empresa no puede escindirse, dividirse, vender activos, sin la aprobación de la junta de bonistas.

Cuadro 5.9. *Matriz de declaraciones: fomento y difusión de la cultura financiera-empresarial y el mercado de capitales*

Organizaciones	Entrevistas	Documentos
<p>O.2. [...] promover el desarrollo de los mercados de valores, de productos y del sistema de fondos colectivos</p>	<p>E.1. [...] Hay un trabajo que hacer para vencer las barreras culturales, hay que preparar a las compañías para esto, hay que ayudarles a preparar su información financiera, también a prepararse en temas de buen gobierno corporativo.</p>	<p>D.5. Los esfuerzos en distintos países van desde la capacitación y la socialización de las ventajas del mercado de valores hasta la implementación de programas específicos.</p>
<p>O.2. [...] altos estándares internacionales de [...] orientación</p>	<p>E.1. [...] La otra parte como consigo las compañías emisoras, alguien tiene que ir a reclutar estas compañías, se necesita un programa como el avanza bolsa que se dedique a preparar y reclutar.</p>	
<p>O.2. Promover un mercado de valores [que] contribuya al desarrollo económico y social del país.</p>	<p>E.1. [...] Si se quiere hacer mercado hay un trabajo de promoción a través de un esquema de canalizar empresas, romper la barrera cultural y luego prepararlas que no es un tema sencillo.</p>	

Cuadro 5.9. *Matriz de declaraciones: fomento y difusión de la cultura financiera-empresarial y el mercado de capitales (continuación)*

Organizaciones	Entrevistas	Documentos
<p>O.2. Fortalecer la educación</p>	<p>E.1. [...] Tiene que haber un trabajo de identificar a potenciales empresas y sentarlos para explicarles los beneficios y los costos de esto, sobre todo a las que tengan un interés concreto, con las empresas grandes podrías hacerlo por diversificar su fondeo y no porque tengan una necesidad urgente.</p> <p>E.2. [...] La situación actual es que ya existen muchas empresas que superan los 100 millones y que el apalancamiento financiero les queda corto.</p> <p>E.2. [...] El problema de las medianas empresas no es capital de trabajo sino capital de largo plazo. [...] Las pymes y mypes se sesgan al sistema de financiamiento asumiendo que lo único diferente será el tema tributario, en el tributario se paga renta sobre tasa de intereses generado.</p> <p>E.2. [...] El mercado de capitales implica un cambio de visión por parte de los empresarios (pymes), los cuales prefieren ser dueño de 100% de 1,000 a dueño del 10% de un millón. [...] No hay cultura financiera desarrollada, es un problema serio y también el tema de cultura organizacional o el de compartir. Actualmente los funcionarios de las pymes son familias que han crecido, y hay un tema de cambio cultura importante donde ya no podrían tener el 100% de la propiedad, el peruano no está acostumbrado.</p> <p>E.2. [...] Es un mercado para pocos, porque el peruano no es sofisticado, y el mercado de capitales es muy nobel para muchos, el fondeo que tienen los peruanos es la familia y con los bancos, casi el 99%, solo los grandes van al mercado de capitales pero en realidad ahora la mayoría son los mineros.</p> <p>E.2. [...] Cuando las pymes toman crédito el tema de propiedad no está en discusión, en cambio cuando se hacen emisión de acciones puede ser que en un momento ya no tenga el dominio o sea mayoritario. La posible explicación es que hay mucha incertidumbre institucional, cuando permites que haya un minoritario de repente puede ocurrir que tome la empresa, la gente tiene miedo a perder la empresa, en otros países es diferente porque no existe corrupción.</p>	

Entrevistas	
E.3.	Se tiene que cambiar la cultura, tiene que pasar por Juntas Generales, por Directorios y aprobar una serie de cosas.
E.4.	El tiempo que se demore una empresa para ingresar al MAV dependerá de qué tan ordenada esté.
E.4.	Se dará mayor promoción y divulgación de estas empresas. [...] La difusión será como en las <i>junior</i> , en eventos y poco a poco ir educando a la gente en este mercado.
E.7.	[...] Primero hay que generar cultura empresarial, formalizar a las empresas y su manejo. Hay que preparar a las empresas para que lleguen a ello antes de emitir (quitarles su tendencia informal). Lo primero, se debe saber cómo se está vendiendo el mecanismo de este nuevo mercado, las empresas tienen que prepararse para emitir, y no solo para la bolsa, prepararse para todo el mercado financiero, prepararse para el financiamiento en general.
E.10.	[...] Es importante que las empresas diversifiquen sus fuentes de financiamiento, no hacerlo únicamente con el banco, cuando el caño del banco se cierra por alguna circunstancia tiene la alternativa del mercado de capitales, eso lo entienden las empresas grandes, las empresas pequeñas tienen la facilidad de ir a los bancos, las tasas de interés están muy baratas, hay liquidez; les es fácil.
E.12.	Existen muchas cajas municipales y financieras de menor tamaño que no realizan inversiones en instrumentos con sus excesos de liquidez. [...] Por ejemplo, el Banco Falabella, que es el quinto banco en el Perú solo invierte en depósitos.
E.13.	El enfoque debe ser los beneficios que se tiene, como las facilidades de plazo, crecimiento, conocimiento del mercado.
E.13.	Primero tienes que generar cultura [...] empresarial, personalmente explicar sobre el mercado de valores a las empresas. Los que lo conocen son pocos, los que no saben de él, no irán a bolsa.
E.13.	No emitiría capital, es definitivo. Está relacionado con una cultura de mi empresa.
E.13.	[...] se debe capacitar primero a las personas que tienen que ir, por más financieros que sean, hay financieros que no saben nada de la bolsa.
E.13.	Las personas de la bolsa deben visitar a las empresas, deben tener vendedores. Este es un producto, tienen que venderlo.
E.13.	EL MAV no va a funcionar mientras no haya una cultura y difusión a la gente.
E.14.	[...] Definitivamente la opción del MAV es interesante para el financiamiento en corto plazo, pero aún falta mayor difusión, sin ella su implementación por parte de las empresas será poco viable.

Cuadro 5.10. *Matriz de declaraciones: preparación y fomento del entorno para fondos de inversión y capital de riesgo*

Organizaciones	Entrevistas	Documentos
O.2. [...] promover el desarrollo de los mercados de valores [...] y el sistema de fondos colectivos	E.1. [...] La otra parte como consigo las compañías emisoras, alguien tiene que ir a reclutar estas compañías, se necesita un programa como el avanza bolsa que se dedique a preparar y reclutar.	D.4. El objetivo del MAB es ofrecer un sistema de contratación, liquidación, compensación y registro de operaciones efectuadas sobre acciones y valores de Instituciones de Inversión Colectiva.
O.2. Facilitar el acceso de nuevos emisores y de nuevas emisiones en el mercado de valores	E.1. [...] Si se quiere hacer mercado hay un trabajo de promoción a través de un esquema de canalizar empresas, romper la barrera cultural y luego prepararlas que no es un tema sencillo.	
	E.1. [...] Tiene que haber un trabajo de identificar a potenciales empresas y sentarlos para explicarles los beneficios y los costos de esto, sobre todo a las que tengan un interés concreto, con las empresas grandes podrías hacerlo por diversificar su fondeo y no porque tengan una necesidad urgente. E.1. [...] Hay el riesgo de que se haga todo el diseño del mercado para 5 empresas, se está haciendo la regla para esos 5, pero lo que se quiere es crear un mercado, que haya un flujo. Por ello, si no se dan todos los requerimientos, se va a ver un éxito al inicio, aislado, pero después no habrá flujo de nuevos emisores.	
	E.2. [...] Que la SMV mapee cuales son las empresas que requieren préstamos, créditos e inversión; eso se dará en medida que las empresas peruanas comiencen a crecer y sentir la competencia, eso aún no pasa porque el crédito aun es abundante y hay muchas pequeñas empresas, pero creo que conforme avance las necesidades de financiamiento lo que se va ver es que estos instrumentos van a comenzar a funcionar.	

Organizaciones	Entrevistas	Documentos
	<p>E.5. [...] Instrumentos de deuda por el lado de demanda tenemos AFP y fondos mutuos que no tienen dónde invertir, gran parte de sus fondos están en depósitos a plazos en los bancos. Los fondos mutuos son demanda potencial, si es que hay emisores en este MAV de medianas empresas, si bien es cierto tienen un nivel de riesgo más elevado, en corto plazo si vemos que la oferta y la demanda calcen.</p>	
	<p>E.7. [...] Es un tema de credibilidad de inversión del fondo y saber a qué tipo de inversionistas nos vamos a dirigir, cuando se habla de estos mercados se piensa que detrás están los institucionales pero no es así, las AFP solo invierten en categoría 1 o determinado monto, transparencia o de PBGC, se debería partir conociendo qué rol cumple el MAV dentro del financiamiento y que requisitos solicitan los inversionistas que quieren ir a este mercado.</p>	

El cuadro 5.9, se refiere a la necesidad de generar una cultura financiera y empresarial que permita a los directivos de las empresas que cuenten con el potencial requerido conocer y valorar la importancia y los beneficios de participar en el mercado de valores. Este aspecto fue especialmente remarcado por todos los entrevistados —emisores, inversores, reguladores e intermediarios— como el más importante para el desarrollo del mercado alternativo. Esto forma parte del *FCE4: fomento y difusión de la cultura financiera y empresarial y el mercado de capitales*.

El cuadro 5.10, el último que corresponde a declaraciones de los entrevistados, está relacionado con el crecimiento del mercado, teniendo en consideración la inclusión de nuevos participantes: inversionistas ángeles y fondos de capital de riesgo que se destacan por el efecto multiplicador que propicia la inserción de pymes y su mayor participación en el mercado. Este es el *FCE5: preparación y fomento del entorno para fondos de inversión y capital de riesgo*.

3. Evaluación de los FCE

Para hacer el análisis de cada FCE propuesto, se definieron un conjunto de variables, las de mayor impacto, con la finalidad de medir su importancia en la formación de un mercado alternativo (ver cuadro 5.11).

Cuadro 5.11. *Variables para cada FCE*

Variables	Definiciones
FCE1. Menores costos y facilidades para los emisores	
Simplificación administrativa	En estos nuevos sistemas se simplifica los procedimientos administrativos, se mantienen formatos predeterminados y se realizan menos etapas en los procesos de emisión, siempre cumpliendo con todos los requisitos.
Menores requisitos	Los requisitos solicitados en comparación con la bolsa general son menores, dando facilidades a las medianas empresas para poder cumplir con todos ellos para que puedan listar, pueden realizarlo sin aumentar sus recursos.
Descuento regulador	Beneficios adicionales a los integrantes de este nuevo mercado para facilitar su acceso al mercado de capitales.
Subsidios en implementación	Es el apoyo que da el gobierno para que los empresarios puedan colocar en este mercado sus instrumentos, generándoles beneficios y reducción de costos.
Asesoría técnica	Desde el inicio hasta la emisión se realizará capacitación constante, se impulsarán el ingreso de nuevos participantes en estos mercados alternativos.

Variables	Definiciones
FCE2. Beneficios tributarios para inversionistas	
Reducción de impuestos a inversionistas	La reducción atraería al inversionista a ingresar a este mercado, el cual siendo más riesgoso y con mayor rentabilidad sea compensado con una reducción impuestos.
FCE3. Mitigación de riesgos para los inversionistas	
<i>Free float</i> mínimo	Es la cantidad mínima de acciones circulantes de una empresa en cotización que se encuentran disponibles para su compra en el mercado por parte de los inversionistas.
<i>Market maker</i>	Son creadores de mercado que cotizan el precio de comprador y el precio del vendedor simultáneamente en determinado tipo de valores. Son agentes encargados de promover la liquidez al mercado manteniendo constantemente la oferta y demanda.
Asesor registrado	Son personas que con su credibilidad avalará en el mercado a empresas poco conocidas, así los inversionistas tendrás mayor confianza. La función de esta persona es ayudar a las empresas que quieren listar en el mercado a cumplir los requisitos correspondientes y una vez estén incorporados deben ayudarlas a entregar la información a tiempo y comprobar que esta información sea fidedigna y cumpla con lo exigido por el mercado. Es un intermediario entre las empresas y el mercado.
Mejoradores (fondos de garantía)	Son coberturas o garantías que se dan con el objetivo de garantizar el cumplimiento de los compromisos que se adquieren con los inversionistas. El mejorador contribuye a que la asignación de los riesgos sea más eficiente.
Transparencia de la información	Todos los participantes del mercado debe contar con la misma información y que estén en igualdad de condiciones al tomar una decisión. Las pymes deben presentar información veraz a los inversionistas.
Políticas de Buen Gobierno Corporativo	El gobierno corporativo es el sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas. La estructura del gobierno corporativo especifica la distribución de los derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la sociedad, tales como el directorio, los gerentes, los accionistas y otros agentes económicos que mantengan algún interés en la empresa.
FCE4. Fomento y difusión sobre la cultura financiera-empresarial y el mercado de capitales	
Barrera cultural	Es el desconocimiento sobre el mercado de capitales por parte de algunas empresas y las pocas que conocen, en el caso de las pymes, se animen a listar con acciones ya que "temen" perder el control de su empresa.
Programas de difusión	Son instructivos a seguir para que el mercado de capitales sea más conocido por las empresas. Debe plantear el objetivo de la institución y debe considerar los siguientes aspectos: el público, tipo de comunicación y las actividades a realizar.



Cuadro 5.11. *Variables para cada FCE (continuación)*

Variables	Definiciones
FCE5. Preparación y fomento del entorno para fondos de inversión y capital de riesgo	
<i>Venture capital</i>	Dinero que los inversores disponen para empresas nuevas y/o pequeñas empresas con potencial de crecimiento potencial a largo plazo. Es una fuente muy importante de financiación para nuevas empresas que no tienen acceso a los mercados de capitales. Por lo general implica un alto riesgo para el inversor, pero tiene el potencial para rendimientos superiores a la media.
Inversionistas ángeles	Inversores que proporcionan apoyo financiero a las empresas pequeñas y/o nuevas empresas o empresarios. El capital que proporcionan puede ser una inyección única de capital o de apoyo continuo para ayudar a empresas para que tengan éxito.
Fondos de inversión	Conjunto de aportaciones que se invierten colectivamente, con el objetivo obtener mayor rentabilidad a la que tendrían si invierten individualmente los aportantes.
Incremento del volumen de emisores	Trabajo realizado por los participantes del mercado con el objetivo de preparar y asesorar a las empresas medianas y pequeñas que tengan perspectivas de crecimiento y requieran de financiamiento del mercado de capitales.

Para el FCE1, referente a menores costos y facilidad para los emisores, se han identificado y descrito cinco variables que dan soporte a la operatividad de la emisión: simplificación administrativa, menores requisitos, descuentos del regulador, subsidios en implementación y asesoría técnica.

En el FCE2, relacionado con los beneficios tributarios para los inversionistas, se describe como variable la ventaja de la reducción de impuestos que tendrían los inversionistas al ingresar al nuevo mercado.

En el FCE3, relacionado con la mitigación de riesgos, se describen seis variables: *free float* mínimo, que limita la venta de acciones; *market maker*, que promueve la liquidez del mercado; el asesor registrado, que ayuda al emisor en su proceso de listar en el mercado; mejoradores, que dan respaldo a la emisión; transparencia de la información para los inversionistas; y PBGC, que dan mayor información a los inversionistas sobre la administración de la empresa emisora.

En el FCE4, asociado con el fomento y la difusión de la cultura financiera y empresarial, así como con el mercado de capitales, se muestran dos

variables que son limitantes para el desarrollo del MAV: la barrera cultural que caracteriza a las medianas empresas y los programas de difusión que aún están en proceso de desarrollo.

En el FCE5, relacionado con la preparación y el fomento del entorno para fondos de inversión y capital de riesgo, se identificaron cuatro variables que determinan el desarrollo del MAV: *venture capital* e inversionistas ángeles que impulsarán el crecimiento de las nuevas empresas para este mercado; después, fondos de inversión especializados en este tipo de mercado; e incremento de volúmenes de emisores que dan mayor dinamismo a este nuevo mercado.

4. Determinación de la matriz de FCE

Definidas las variables de cada FCE, previamente validadas por expertos, y la información obtenida de cada uno de los mercados alternativos de otros países, se elabora la matriz de FCE (ver cuadro 5.12), donde se realiza el cruce de toda la información.

Los FCE hallados: (a) menores costos y facilidad para los emisores; (b) beneficios tributarios; (c) mitigación de riesgos para inversionistas; (d) fomento y difusión sobre la cultura financiera y empresarial, y el mercado de capitales; y (e) preparación y fomento del entorno para fondos de inversión y capital de riesgo. Son necesarios en el desarrollo del mercado alternativo para pymes en el Perú, usando como referente los mercados alternativos de los países revisados.

España, Reino Unido y Canadá son referentes para establecer la forma de reducir los impuestos a los inversionistas que decidan invertir en el MAV.

En España y en el Reino Unido se cuenta con un asesor registrado que ayuda a las empresas emisoras a cumplir con todos los requisitos para emitir y permanecer en el mercado de capitales.

Cuadro 5.12. *Matriz de FCE*

Variable	España	Inglaterra
FCE1. Menores costos y facilidad para los emisores		
Simplificación administrativa	Cuenta con una regulación especialmente adaptada para SICAV, empresas de capital de riesgo y pymes en expansión y es una plataforma de aprendizaje o lanzamiento a la bolsa para las empresas que alcancen la dimensión adecuada.	Las ventajas que ofrece provienen de procesos más simplificados que el mercado general de LSE, así como no exigir un límite mínimo de capitalización bursátil, capital flotante y nivel de ganancias. Para unirse al AIM, las empresas no están obligadas a tener una determinada trayectoria financiera o historial de operaciones.
Menores requisitos	Asegurar la transparencia de la información de las mypes y asistirles en el cumplimiento de sus obligaciones con el MAB. Asistir a las empresas en la preparación de la documentación requerida por el MAB, asegurándose de que cumpla con todos los requisitos para su incorporación a este mercado.	No se requieren mínimos en cuanto a capitalización, historia financiera, acciones disponibles para transacción, ni acciones en manos públicas.
Descuento del regulador		
Subsidios en implementación	Por otro lado, las comunidades de España también brindan ayudas a las empresas que quieren acceder al MAB, a través de subvenciones para la contratación de servicios externos, para la realización de estudios, asistencia técnica, consultoría u otros servicios que estén relacionados con el proyecto de preparación para acceder al MAB. Estas subvenciones pueden venir desde los 6,000 hasta los 70,000 euros, tratándose de un estudio en profundidad y preparación al acceso definitivo al MAB.	

Canadá	Argentina	Colombia
FCE1. Menores costos y facilidad para los emisores		
Mayores plazos para presentación de estados financieros anuales y trimestrales. Exige solo un formulario simplificado de gobernanza, tienen obligaciones de revelación y gobernanza, con beneficio de costos.		
En este mercado los inversores hacen frente a su reducida liquidez con la emisión de un número mínimo de acciones, número mínimo de accionistas y el <i>free float</i> mínimo.	Pueden emitir acciones y obligaciones negociables bajo un régimen simplificado de oferta pública y cotización previo registro en la CNV. Los requisitos exigidos respecto al mercado general tienen algunas concesiones.	El fin de la creación del segundo mercado fue que las pymes tengan acceso al mercado de capitales, estableciendo requisitos más flexibles que los que se necesitan para ingresar al mercado principal en cuanto a costos, reportes de información, montos mínimos de emisión.
Dadas las características de sus integrantes, para facilitar su acceso al mercado de capitales, se infiere que los mercados alternativos TSXV (Canadá) y NC (Polonia) ofrecen un "descuento regulador" mayor que los demás. Habría una ponderación de que cualquier exigencia a reglamentar podría dar lugar a gastos para esas empresas, con un peso más relevante que para otras un poco mayores.		

Cuadro 5.12. *Matriz de FCE* (continuación)

Variable	España	Inglaterra
FCE1. Menores costos y facilidad para los emisores		
Asesoría técnica	Por otro lado, las comunidades de España también brindan ayudas a las empresas que quieren acceder al MAB, a través asistencia técnica, consultoría u otros servicios que estén relacionados con el proyecto de preparación para acceder al MAB.	
FCE2. Beneficios tributarios para inversionistas		
Reducción de impuestos a inversionistas	Por ejemplo en Cataluña, los contribuyentes (persona naturales) pueden deducir el 20% de las cantidades invertidas en la adquisición de estas acciones en el cálculo de su impuesto a la renta. El importe máximo de esta deducción es de 10,000 euros.	Participan inversores institucionales y privados para los cuales existen varias ventajas fiscales por participar en el AIM.

Canadá	Argentina	Colombia
FCE1. Menores costos y facilidad para los emisores		
		El Programa Colombia Capital apoya en financiar y dar asesoría técnica a las empresas para que puedan emitir títulos valores en la bolsa.
FCE2. Beneficios tributarios para inversionistas		
<p>La rebaja total o parcial de la inversión en empresas cotizadas de la base de cálculo o del impuesto sobre la renta a pagar por el inversor.</p> <p>La exención sobre las ganancias de capital obtenidos a través de la venta de acciones de empresas cotizadas.</p> <p>La posibilidad de reinversión en empresas cotizadas del valor referente a la ganancia de capital.</p> <p>La exención sobre los dividendos recibidos.</p> <p>La exención sobre el impuesto de transferencia de acciones como herencia. A veces, existe la condición de una permanencia mínima como inversor de la empresa (<i>lock-up</i>).</p> <p>En el rubro de minería y petroleras pueden transferir sus incentivos fiscales a los accionistas debido a la explotación de los recursos naturales, siempre que coticen en el TSXV (se les llama <i>flow-through shares</i>). Los inversores pueden beneficiarse de estos incentivos si se mantienen titulares de las acciones durante un periodo mínimo de 18 meses.</p>		

Cuadro 5.12. *Matriz de FCE* (continuación)

Variable	España	Inglaterra
FCE3. Mitigación de riesgos para los inversionistas		
<i>Free float</i> mínimo		Requiere que 25% de los valores se destinen para libre negociación.
<i>Market maker</i>	Existe el <i>market maker</i> como proveedor de liquidez, si se encuentra normado.	
Asesor Registrado	El MAB incorpora una figura denominada el Asesor Registrado, el cual acompaña a la empresa tanto durante el proceso de acceso como en su permanencia en el mercado, asistiéndola en el cumplimiento de los requisitos a la vez que declara la idoneidad de la misma ante el MAB.	El Nomad desempeña un papel clave en la admisión, la evaluación de la adecuación global de la empresa y la idoneidad para el AIM, ayudando a lo largo de todo el proceso de cotización. Una vez en el mercado, la empresa debe mantenerlo en todo momento para ayudar a cumplir con sus obligaciones permanentes, maximizar los beneficios de su cotización en el AIM y tratar con cuestiones de mercado que se presenten.
Mejoradores (fondos de garantía)		
Transparencia de la información		
PBGC		
FCE4. Fomento y difusión sobre la cultura financiera-empresarial y el mercado de capitales		
Programas de difusión		
Barrera cultural		

Canadá	Argentina	Colombia
FCE3. Mitigación de riesgos para los inversionistas		
Existe el <i>market marker</i> pero no es obligatorio ni está normado.		
	Las emisiones de pymes son principalmente cheques de pagos diferidos (CPF) que pueden ser patrocinados o avalados por una Sociedad de Garantía Recíproca.	Según expertos indican que el éxito del segundo mercado radicará principalmente en una regulación más flexible, costos razonables en tema de avales (en donde tiene mucho que ver el Fondo Nacional de Garantías) y la preocupación constante por parte de los empresarios en adquirir una mayor cultura bursátil.
FCE4. Fomento y difusión sobre la cultura financiera-empresarial y el mercado de capitales		
		El Programa Colombia Capital apoya en financiar y dar asesoría técnica a las empresas para que puedan emitir títulos valores en la bolsa.

Cuadro 5.12. *Matriz de FCE* (continuación)

Variable	España	Inglaterra
FCE5. Preparación y fomento del entorno para fondos de inversión y capital de riesgo		
Capital de riesgo	Cuenta con una regulación especialmente adaptada para SICAV, empresas de capital de riesgo [...]	
Fondos de inversión		Participan inversores institucionales y privados para los cuales existen varias ventajas fiscales por participar en el AIM. Los inversores del AIM son sofisticados inversionistas institucionales que mantienen vínculos cercanos con los emisores y principalmente inversionistas <i>retail</i> que proporcionan la mayor parte de la liquidez existente en este mercado.
Incremento del volumen de emisores		Cuentan con especialistas del mercado, que contribuyen al éxito en curso y la integridad del mercado. Se trata de abogados, contables, relaciones públicas y relaciones con los inversores profesionales, que ayudan a las empresas que desean incorporarse al AIM y a las que ya están en el mercado.
<i>Venture capital</i>		
Inversionistas ángeles		

Canadá	Argentina	Colombia
FCE5. Preparación y fomento del entorno para fondos de inversión y capital de riesgo		
Los inversores en este mercado TSXV, pueden ser extranjeros que negocian ofertas superiores a C\$ 50 millones, institucionales pueden alcanzar presencia hasta del 60% del mercado. En este mercado los inversores hacen frente a su reducida liquidez con la emisión de un número mínimo de acciones, número mínimo de accionistas y el <i>free float</i> mínimo.	Los inversionistas deben ser calificados y que demuestren que tienen experiencia en negociación en mercados de valores; el objetivo de este requisito es que ante la presencia de algún perjuicio, el inversor no desconozca los riesgos que asumió respecto a la menor calidad informativa de su inversión.	Los valores son de alto riesgo y esto justifica que únicamente inversionistas profesionales puedan invertir en ellos; que tengan patrimonio superior a 3.1 millones de dólares, ser titular de un portafolio de superior a 1.5 millones de dólares y, haber realizado operaciones por 11.1 millones de dólares. Son inversionistas los organismos financieros y las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Conclusiones y recomendaciones de la investigación

1. Conclusiones

Realizada esta investigación, llegamos a las siguientes conclusiones:

- Las pymes están en un proceso de crecimiento y requieren cada vez mayor financiamiento.
- Dada las condiciones de crecimiento de las pymes, la BVL vio la oportunidad de implementar un nuevo segmento en el mercado de valores denominado *mercado alternativo de valores (MAD)*.
- La mayoría de las medianas empresas no están preparadas para participar en este mercado alternativo a causa del bajo profesionalismo en su gestión financiera y empresarial, requisito indispensable para atraer a los inversionistas.
- Los inversionistas potenciales del MAV (fondos mutuos, fondos de inversión, personas naturales con alto patrimonio, inversionistas ángeles, pequeños inversionistas institucionales, *venture capital*) buscan una mayor rentabilidad y exigirán a los emisores información transparente, oportuna y confiable, así como mejoradores.
- Un ingreso masivo de pymes en el mercado de valores generará una dinámica competitiva con el financiamiento bancario, con lo que mejorarán las condiciones ofrecidas por los bancos para este segmento de mercado.

- A través del método del *benchmarking*, se pudieron identificar ciertas características en los mercados alternativos de otros países, tales como: *market maker*, asesor registrado, el *free float* mínimo, incentivos tributarios e inversionistas calificados.
- Para mejorar las probabilidades de éxito del MAV, se han identificado los siguientes factores críticos:
 - 1) Facilitar el acceso de nuevos emisores con medidas para la reducción de costos y simplificación de los trámites exigidos.
 - 2) Establecer beneficios tributarios para promover el ingreso de inversionistas en el MAV.
 - 3) Contar con elementos para mitigar los riesgos percibidos por los inversionistas.
 - 4) Contar con esquemas que promuevan la cultura financiera y empresarial para difundir y promover el mercado de capitales.
 - 5) Preparación y fomento del entorno para fondos de inversión en capital de riesgo, considerando el de la cultura financiera y empresarial como el factor crítico más importante para darle sostenibilidad en el tiempo.
- El ejercicio de sensibilización de los costos efectivos para una emisión de bonos nos muestra que emitir en el MAV con deuda de mediano plazo para una empresa mediana resultaría más económico que financiarse con deuda de mediano plazo en una institución bancaria. Por otro lado, si se quiere cumplir con las mayores exigencias de los inversionistas para emitir en el mercado de valores, finalmente el costo financiero de hacerlo resultaría tan igual como financiarse con deuda bancaria.

2. Recomendaciones

Estas son las recomendaciones que se han propuesto, según los factores críticos de éxito identificados:

- Menores costos y facilidades para los emisores:
 - Establecer convenios con las entidades participantes en el proceso de emisión.
 - Subvención a las empresas en proceso de adaptación para el acceso al MAV.

- Crear un registro centralizado para el trámite de emisión.
- Beneficios tributarios para inversionistas:
 - Exoneración del impuesto a la ganancia de capitales.
 - Reconocer como gasto un porcentaje de inversiones en el MAV para las personas naturales.
- Mitigación de riesgos para los inversionistas:
 - Normar la participación de un asesor capacitado para apoyar a las pymes en su proceso de listado y permanencia en la bolsa.
 - Integrar al mercado la figura del *market maker*.
 - Incluir la aceptación de garantías específicas como mejoradores.
 - Difundir las prácticas del BGC en las empresas.
- Fomento y difusión sobre la cultura financiera, empresarial y el mercado de capitales:
 - Capacitar a las empresas sobre gestión empresarial y financiera.
 - Promover y difundir entre las pymes el mercado de valores y sus beneficios.
 - Promover en los colegios una cultura organizacional y el conocimiento del mercado de valores.
- Preparación y fomento del entorno para fondos de inversión y capital de riesgo:
 - Impulsar la emisión de los manuales para la emisión de acciones adaptado a las necesidades del *venture capital* y de los fondos de inversión.
- Desarrollar un conjunto de estrategias, por parte de las autoridades e instituciones involucradas, con una sola visión y una sola propuesta para el mercado, pensando en resultados a largo plazo.
- Dictar normas para que las compañías de seguros y fondos de pensiones puedan invertir en el MAV.

Bibliografía

- Arcot, S., Black, J., & Owen, G. (2007). *The rise of AIM as a stock market for growing companies*. The London School of Economics and Political Science.
- BCC & Asociados. (2004). *El mercado de valores como alternativa de financiamiento de las pequeñas y medianas empresas (pymes)*. Estudio sobre emisión de acciones y bonos para medianas y pequeñas empresas: titulación de bonos de reducción de costos de transacción.
- BCRP (Banco Central de Reserva del Perú). (2006). *El costo del crédito en el Perú. Revisión de la evolución reciente*. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Documentos-de-Trabajo/2006/Documento-Trabajo-04-2006.pdf>
- BCRP (Banco Central de Reserva del Perú). (2012a). *Reporte de estabilidad financiera. Noviembre 2012*. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Estabilidad-Financiera/ref-noviembre-2012.pdf>
- BCRP (Banco Central de Reserva del Perú). (2012b). *Consulta de series estadísticas del BCRP*. Recuperado de <http://estadisticas.bcrp.gob.pe/index.asp?sFrecuencia=A>

- BCRP (Banco Central de Reserva del Perú). (2013). *Propuestas para la incorporación de nuevos emisores de instrumentos de deuda en el mercado local de capitales*. Notas de estudio del BCRP N° 21. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Notas-Estudios/2013/nota-de-estudios-21-2013.pdf>
- Bloch, R. & Granato, L. (2007, diciembre). Las PyMEs y el acceso al crédito. *Revista OIDLES (Observatorio Iberoamericano del Desarrollo Local y la Economía Social)*, 1(2).
- BME-MAB (Bolsas de Mercados Españoles-Mercado Alternativo Bursátil). (2010). *Normativas: Circular 5/2010, Circular 7/2010 MAB, Circular 10/2010*. Recuperado de <http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/marcos.htm>
- BME-MAB (Bolsas de Mercados Españoles-Mercado Alternativo Bursátil). (2013). *MAB: Empresas en expansión*. Recuperado de <http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/marcos.htm>
- BME-MAB (Bolsas de Mercados Españoles-Mercado Alternativo Bursátil). (2014). *Tarifas aplicables en el ejercicio 2014*. Recuperado de <http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/marcos.htm>
- BM & FBovespa. (2013). *Financiamiento para pymes en el mercado de capitales a través de acciones*. Recuperado de <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Diagnostico-espanhol.pdf>
- BMI & Bovespa. (2012). *Highlights the soaring Bovespa index of Brazil*. Business Monitor International Ltd. (BMI).
- BNB Valores Perú Solfín Sociedad Agente de Bolsa. (2013). *Agrícola y Ganadera Chavín de Huantar S.A*. Recuperado de http://www.bnb.com.pe/informacion/Resumen_Chavin.pdf
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (2010). *Régimen para pymes*. Recuperado de http://www.bcba.sba.com.ar/downloads/Regimen_para_pymes_2010.pdf
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (2013a). *Bolsar*. Recuperado de <http://www.bolsar.com/VistasDL/PaginaPrincipal.aspx>

- Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (2013b). *Financiamiento pymes*. Recuperado de <http://www.bcba.sba.com.ar/home/index.php#>
- Bolsa de Valores de Colombia. (2013a). Recuperado de <http://www.bvc.com>
- BVL (Bolsa de Valores de Lima). (2013). Mercado de Valores. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe>
- Caralli, R. A., Stevens, J. F., Willke, B. J., & Wilson, W. R. (2004). *The critical succes factor method: Establishing a foundation for enterprise security management*. Pittsburgh, PA: Carnegie Mellon University, Software Engineering Institute.
- Carro, D. & Veloso, P. (2010). *Mercado alternativo bursátil*. Madrid: Netsiblo.
- Carvajal, I. & Monroy, W. (2011). *Preparación de las pymes para el ingreso al mercado de capitales*. Bogotá: Autorregulador del Mercado de Valores Recuperado de <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20111228193101.pdf>
- Casafranca, L. (2012). *Bolsa de Valores de Lima. Iniciativas que acercan las pymes al mercado de valores*. Cartagena, Colombia. Recuperado de <http://www.iimv.org/actividades2/Cartagena2012/miercoles/Iniciativas%20que%20acercan%20las%20PYMES%20a1%20mercado%20de%20valores.pdf>
- Cavali. (2012). *Registro de valores*. Recuperado de <http://www.cavali.com.pe/nuestros-servicios/registro-de-valores/registro-de-valores.html>
- Conasev (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores). (1999). *Reglamento de instituciones de compensación y liquidación de valores*.
- Daniel, D. Ronald. (1961). Management information crisis. *Harvard Business Review*, 39(5), 111-121.
- De la Varga, L. (2008). *Sobre el problema de financiación de las pequeñas y medianas empresas: selección adversa y riesgo moral*. Bahía Blanca, Argentina: Universidad Nacional del Sur.
- Definición ABC. (2012). Definición de mercado. Recuperado de <http://www.definicionabc.com/economia/mercado.php>

- Diario 26. (2006, 2 de enero). *Las pymes argentinas cotizarán en la Bolsa de Comercio*. Recuperado de <http://www.26noticias.com.ar/las-pymes-argentinas-cotizaran-en-la-bolsa-de-comercio-7041.html>
- El Comercio. (2014a). *Segunda empresa que ingresa al MAV emitió US\$1 millón*. Recuperado de http://elcomercio.pe/economia/mercados/segunda-empresa-que-ingresa-al-mav-emitio-us1-millon-noticia-1707202?ref=nota_economia&ft=mod_lear tambien&e=titulo
- El Comercio. (2014b). *Tritón se convirtió en la tercera empresa en ingresar al MAV*. Recuperado de <http://elcomercio.pe/economia/negocios/triton-se-convirtio-tercera-empresa-ingresar-al-mav-noticia-1711036>
- El Comercio. (2014c). *Tritón colocó con éxito acciones por US\$ 500 mil en el MAV*. Recuperado de http://elcomercio.pe/economia/peru/triton-coloco-exito-acciones-us-500-mil-mav-noticia-1712764?ref=nota_economia&ft=mod_lear tambien&e=foto
- EUR-Lex 32003H0361. (2013). *Recomendación de la Comisión sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas*. Recuperado de <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32003H0361:ES:NOT>
- Giralt Serrat, A., Gonzáles Nieto-Márquez, J., Ardanza Fresno, M., Morro Martí, M. (2001). *El mercado alternativo bursátil: una oportunidad para empresas en expansión*. Madrid: BME-MAB.
- Gómez, C. (2010). *Qué implica estar cotizado. Proceso de salida y 'el día después'*. Ponencia de la conferencia "El mercado alternativo bursátil: una alternativa para financiar el crecimiento empresarial", llevado a cabo por el CEIM en Madrid, España.
- González Bañales, D. & Rodenes, M. (2007). Factores críticos de éxito de la industria del *software* y su relación con la orientación estratégica de negocio: un estudio empírico-exploratorio. *Journal of Information Systems and Technology Management*, 4(1): 47-70.
- Harris, M. & Townsend, R. (1975). Allocation mechanisms, asymmetric information, and the "revelation principle". En G. R. Feiwel (ed.), *Issues in contemporary microeconomics and welfare* (379-394). New York,

- NY: Suny Press. Recuperado de <http://www.robertmtownsend.net/sites/default/files/files/papers/published/AllocationMechanisms1975.pdf>
- Hellmann, T. & Stiglitz, J. E. (2000). Credit and equity rationing in markets with adverse selection. *European Economic Review*, 44, 281-304.
- INEI (Instituto Nacional de Estadística e Informática). (2011). Perú. *Encuesta Nacional de Hogares (Enaho) sobre condiciones de vida y pobreza 2011*. Recuperado de http://webinei.inei.gob.pe/anda_inei/index.php/catalog/205
- Instituto Argentino de Mercado de Capitales. (2013). *Financiamiento a través del mercado de capitales*. Informe de diciembre 2012. Recuperado de <http://www.iamc.sba.com.ar/Imgs/Dyn/ArchivosLenguajes/8170-2013-1-4T16-48-0.pdf>
- Irene, G. B. (2010). *Posibilidad de una fiscalidad favorable: el MAB para empresas en expansión, un mercado a seguir de cerca*. Recuperado de <http://www.rankia.com/blog/inversiones-alternativas/459636-posibilidades-fiscalidad-favorable-mab-para-empresas-expansion-mercado-seguir-cerca>
- Jaramillo Baanante, M. & Valdivia, N. (2005). *Las políticas para el financiamiento de las pymes en el Perú*. Informe final preparado para Cepal. Lima: Grade.
- Julien, P. A. (2003). *Las pyme: balance y perspectivas, el estado del arte de las pyme en el mundo*. Cali: Universidad ICESI.
- Krugman, P. R. & Wells, R. (2006). *Introducción a la economía: microeconomía*. Barcelona: Reverté.
- La Bolsa. (2012). La bolsa alternativa de las pymes. *Revista Mensual de Negocios y Economía*. Recuperado de http://www.bolsamza.com.ar/revistanew/content.php?id_contenido=100
- Ley del Mercado de Valores. (2002). Decreto Legislativo N.º 861. Congreso de la República del Perú.
- Lira Briceño, P. (2009). *Finanzas y financiamiento. Las herramientas de gestión que toda pequeña empresa debe conocer*. Lima: USAID Perú.

- López Pascual, J. & Rojo Suárez, J. (2004). *Los mercados de valores: organización y funcionamiento*. Madrid: Pirámide.
- Ministerio de Industrias y Productividad del Ecuador. (2012). *Ministerio de Industrias destaca actividad de las Pymes en la economía ecuatoriana*. Recuperado de <http://www.industrias.gob.ec/ministerio-de-industrias-destaca-actividad-de-las-pymes-en-la-economia-ecuatoriana/>
- Ministerio de la Protección Social de Colombia. (2013). *Benchmarking para la referenciación competitiva y comparativa en instituciones prestadoras de servicios de salud (IPS)*. Observatorio de Calidad de la Atención en Salud. Recuperado de <http://mps1.minproteccionsocial.gov.co/evtmedica/linea2/3.3benchamarking.html>
- OCDE (Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico). (2004). *Principios de gobierno corporativo de la OCDE*. México D. F.: OCDE.
- Pérez López, C. (2010). ¿Por qué cotizar en los mercados bursátiles para pymes en Europa? *Estrategia Financiera*, 263, julio-agosto.
- Peru Top. (2011). *Peru: The top 10,000 companies 2011*. Lima: Peru Top Publications.
- Pineda Galarza, J. (2012). *Las pymes a través del mercado de valores en el Perú: una visión comparada con España*. Recuperado de http://globalcampus.ie.edu/webes/servicios/descarga_sgd_intranet/envia_doc.asp?id=10695&nombre=AccesoDatosDocumentIE.Documento.pdf&clave=AJ8-184
- PriceWaterhouseCoopers. (2013). *El mercado alternativo bursátil y la empresa familiar española*. Recuperado de [http://kc3.pwc.es/local/es/kc3/publicaciones.nsf/V1/1BF98334655B20C8C125771A003B3822/\\$FILE/Resumen%20ejecutivo_El%20Mercado%20Alternativo%20Burs%20A1%20y%20la%20Empresa%20Familiar%20Espa%C3%B1ola_final.pdf](http://kc3.pwc.es/local/es/kc3/publicaciones.nsf/V1/1BF98334655B20C8C125771A003B3822/$FILE/Resumen%20ejecutivo_El%20Mercado%20Alternativo%20Burs%20A1%20y%20la%20Empresa%20Familiar%20Espa%C3%B1ola_final.pdf)
- ProCapitales. (2012). *Perspectivas y retos de fondos mutuos*. *Capitales*, 5(52).

- Rockart, J. F. (1979). Chief executives define their own data needs. *Harvard Business Review*, 57(2), 81-93.
- Saavedra G., M. L. & Hernández C., Y. (2008). Caracterización e importancia de las MIPYMES en Latinoamérica: Un estudio comparativo. *Actualidad Contable Faces*, 11(17), 122-134. Recuperado de <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=25711784011>
- Samaniego Ibarra, V. (2010). Definición, clasificación de mercados. Recuperado de <http://www.slideshare.net/vosamaniego19/definicion-clasificacion-de-mercados>
- SBS (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP). (2008). *Resolución SBS N.º 11356-2008*. Recuperado de <http://intranet1.sbs.gob.pe/idxall/seguros/doc/resolucion/11356-2008.r.doc>
- SBS (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP). (2010). *Resolución SBS N.º 1445-2010. Modifican el reglamento para la evaluación y clasificación del deudor y la exigencia de provisiones y el reglamento para el requerimiento del patrimonio efectivo por riesgo de crédito*. Recuperado de <http://www.aempresarial.com/web/informativo.php?id=10660>
- SBS (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP). (2013). *Tasa de interés promedio del sistema bancario*. Recuperado de http://www.sbs.gob.pe/app/stats/TasaDiaria_5.asp
- SMV (Superintendencia del Mercado de Valores). (2011). Finalidad y funciones. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe>
- SMV (Superintendencia del Mercado de Valores). (2012). *Reglamento del Mercado Alternativo de Valores (MAV). Manual para el cumplimiento de los requisitos aplicables a las ofertas públicas de instrumentos de corto plazo emitidos por empresas en el Mercado Alternativo de Valores-MAV*. Resolución SMV N.º 025-2012-SMV/01. Aprobado y publicado el 29 de junio de 2012. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/acercamarcolegal.html>
- Sosa, D. V. (2011, 16 de setiembre). Las finanzas, entre el riesgo moral y las consecuencias reales. *Télam*. Recuperado de <https://pe.noticias.yahoo.com/finanzas-riesgo-moral-consecuencias-reales-202702583.html>

- Stiglitz, J. E. & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- Stikeman Elliott LLP. (2010). *Cotización en Canadá: TSXV o TSX*. Recuperado de http://www.stikeman.com/images/core/marketing_brochure_for_listing_in_canada_es.pdf
- Sunat (Superintendencia Nacional de Administración Tributaria). (2011). *¿Qué es una pyme?* Recuperado de <http://mype.sunat.gob.pe/docs/mype.html>
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2013). Recuperado de <http://www.superfinanciera.gov.co/>
- USMP (Universidad de San Martín de Porres). (2008). Manual de costos estratégicos. Material de curso.
- Villegas, G. (1997). Gestión por factores críticos de éxito. *Revista EAFIT*, 105, 9-33. Recuperado de <http://www.oocities.org/es/pedronbonillo/bmk/t2f3.htm>
- Weinberger, K. (2009). *Estrategia para lograr la competitividad de la empresa*. Lima: USAID Perú-Mype Competitiva. Recuperado de <http://www.crecemype.pe/portal/images/stories/files/ESTRATEGIA.pdf>
- Zurita, M. (2013, 24 de abril). Chavín y la historia de cómo acabó con el divorcio entre la agroindustria y el mercado de valores. *G de Gestión*. Recuperado de http://gestion.pe/empresas/chavin-y-historia-como-rompio-divorcio-entre-agroindustria-y-mercado-valores-2064516?href=nota_rel

Glosario

AIM	London Stock Exchange
AMV	Autorregulador del mercado de valores
BCBA	Bolsa de Comercio de Buenos Aires
BCRP	Banco Central de Reserva del Perú
BGC	Buen Gobierno Corporativo
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BME	Bolsas de Mercados Españoles
BVL	Bolsa de Valores de Lima
CAF	Banco de Desarrollo de América Latina (ex Corporación Andina de Fomento)
Cavali ICLV	Cámara Valores de Lima, Institución de Compensación y Liquidación de Valores
CEIM	Confederación de Empresarios Independientes de Madrid
CNMB	Comisión Nacional del Mercado Bursátil
CNV	Comisión Nacional de Valores
Cofide	Corporación Financiera de Desarrollo
Conasev	Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores
Enaho	Encuesta Nacional de Hogares
FCE	Factores críticos de éxito
IBGC	Índice de Buen Gobierno Corporativo
ICLVS	Sociedad anónima autorizada por la SMV para desempeño como Institución de Compensación y Liquidación de Valores de conformidad con la ley
IGSC	Intendencia General de Supervisión de Conductas de la SMV
IPE	Instituto Peruano de Economía
IPOS	Oferta Pública Inicial

KPI	<i>Key Performance Indicators</i> (Cociente de cobertura del servicio de deuda)
LSE	London Stock Exchange
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MAV	Mercado Alternativo de Valores
MCN	Mecanismo Centralizado de Negociación
Mypes	Micro y pequeña empresa
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
OCDE	Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico
PBI	Producto Bruto Interno
PBGC	Políticas de Buen Gobierno Corporativo
PGC	Programa Gobierno Corporativo
Pymes	Pequeñas y medianas empresas
RNVE	Registro Nacional de Valores y Emisores
RVB	Registro de Valores de una Bolsa
SAB	Sociedades Agentes de Bolsa
SAF	Sociedad Administradora de Fondos
SAFI	Sociedad Agente de Fondos de Inversión
Sepyme	Secretaría Pyme y Desarrollo Regional
SBS	Superintendencia de Banca y Seguros y AFP
SGR	Sociedad de Garantía Recíproca
SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
SMV	Superintendencia del Mercado de Valores
TSX	Toronto Stock Exchange
TSXV	Toronto Stock Exchange Venture
UIT	Unidad Impositiva Tributaria
USMP	Universidad de San Martín de Porres

Anexos

- 1. Clasificación de las pymes**
- 2. Inicio de los mercados alternativos**
- 3. Programa Avanza de la Bolsa de Valores de Lima**
- 4. España: Mercado Alternativo Bursátil**
- 5. Inglaterra: Alternative Investment Market**
- 6. Canadá: Toronto Stock Exchange Venture**
- 7. Colombia: Segundo Mercado**
- 8. Argentina: Régimen para pymes**

Anexo 1

Clasificación de las pymes

Cuadro 1. *Clasificación según el número de empleados por sector*

Zona	Micro	Pequeñas	Medianas	Grandes
Francia				
Industria	1 a 9	10 a 49	50 a 499	500 a más
Servicios	1 a 4	5 a 19	20 a 199	200 a más
Quebec				
Industria	1 a 4	5 a 49	50 a 249	250 a más
Servicios	1 a 4	5 a 19	20 a 99	100 a más

Fuente: Julien, 2003.

Elaboración propia.

Cuadro 2. *Clasificación de acuerdo a la OCDE*

	Muy pequeñas	Pequeñas	Medianas	Grandes
Número de trabajadores	1 a 19	20 a 99	100 a 499	500 a más

Fuente: OCDE, 2004.

Elaboración propia.

Cuadro 3. *Clasificación según la Comunidad Europea*

Tamaño	Empleados	Ventas	Activos
Microempresa	Hasta 9	Hasta € 2 millones	Hasta € 2 millones
Pequeña empresa	Hasta 49	Hasta € 10 millones	Hasta € 10 millones
Mediana empresa	Hasta 259	Hasta € 50 millones	Hasta € 50 millones

Fuente: Comisión de la Comunidad Europea.

Elaboración propia.

Cuadro 4. *Clasificación de pymes según algunas instituciones*

Institución	Tamaño de la empresa	Número de trabajadores
Instituto Nacional de Estadísticas y Estudios Económicos (INSEE) en Francia	Pequeña	De 50 a 250
	Mediana	De 250 a 1,000
Small Business Administration (SBA) en Estados Unidos	Pequeña	Hasta 250
	Mediana	De 250 a 500
Comisión Económica para América Latina y El Caribe (Cepal)	Pequeña	Entre 5 a 49
	Mediana	De 50 a 250

Fuente: INSEE, SBA y Cepal.
Elaboración propia.

Cuadro 5. *Definición de las Mipymes según el número de empleados en América Latina*

Países	Micro	Pequeña	Mediana	Grande
Bolivia	10	20	49	Más de 49
Brasil	19	99	199	Más de 199
Chile	58	600	2,400	Más de 2,400
Colombia	10	50	200	Más de 200
Costa Rica	10	30	100	Más de 100
El Salvador	10	49	100	Más de 100
Guatemala	10	25	60	Más de 60
México	10	50	250	Más de 250
Panamá	150	1,000	2,500	Más de 2,500
Perú	9	20	100	Más de 100
Uruguay	4	19	99	Más de 99
Venezuela	10	50	100	Más de 100

Fuente: Saavedra & Hernández, 2008: 127.
Elaboración propia.

Anexo 2

Inicio de los mercados alternativos

El MAV tiene sus inicios en casos de éxito como el AIM inglés, Alternext francés, MAB español, creados en 1995, 2005 y 2008, respectivamente, estos mercados cuentan con gran trayectoria, también se han creado mercados alternativos en Japón, Italia y Johannesburgo, que demuestran que son un fenómeno global con efectos locales (Gómez, 2010: 37).

En el cuadro se muestran los mercados alternativos que existen en el mundo, cuándo se crearon y la cantidad de empresas que participan activamente en cada uno de esos mercados.

Cuadro. *Mercados alternativos en el mundo*

País/mercado alternativo	Fecha de creación	Número de empresas participantes
Europa		
<i>Reino Unido</i>		
AIM	1995	1,284
PLUS	2005	220
<i>Francia y Benelux</i>		
Alternext	2005	152
<i>España</i>		
MAB	2008	8
<i>Italia</i>		
AIM Italia	2008	8
<i>Grecia</i>		
Alternative Market	2009	14
<i>Suecia, Finlandia, Islandia, Dinamarca</i>		
First North	2005	108
Asia		
<i>Singapur</i>		
Catalic	2007	133
<i>Hong Kong</i>		
Growth Enterprise Market	1999	172
<i>Japón</i>		
AIM	2009	0
<i>China</i>		
Chinext	2009	86



Cuadro. *Mercados alternativos en el mundo* (continuación)

País/mercado alternativo	Fecha de creación	Número de empresas participantes
África		
<i>Sudáfrica</i>		
JSE AltX	2003	74
América Latina		
<i>Brasil</i>		
Bovespa MAIS	2005	1
América del Norte		
<i>Canadá</i>		
TSX Venture Exchange	2003	3,600

Fuente: CEIM.

Elaboración propia.

Programa Avanza de la Bolsa de Valores de Lima

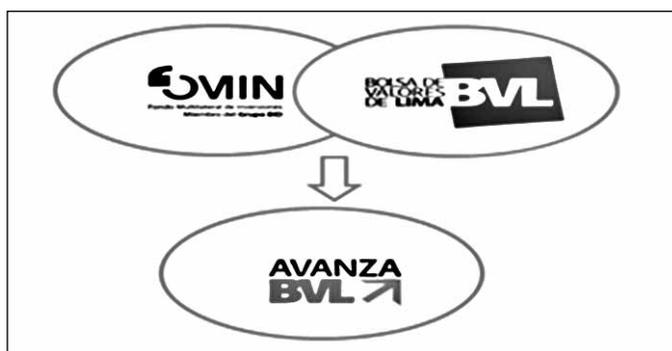


Figura. Avanza de la Bolsa de Valores de Lima

El programa Avanza BVL es el compromiso de la BVL conjuntamente con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), que permite a las medianas empresas obtener financiamiento a través del mercado de valores.

Este programa brinda seminarios y talleres con temas referentes al financiamiento a través del mercado de valores, brinda evaluación y análisis de las estructuras financieras, legales y organizaciones de la empresa con su respectivo plan de acción.

A las empresas que participan en el programa Avanza BVL se le otorga tarifas preferenciales con las clasificadoras de riesgo.

Para pertenecer a este programa se requiere lo siguiente:

- Tener en el ejercicio anterior a su fecha de ingreso al programa, activos menores o iguales a 500 millones de dólares.
- La empresa debe tener mínimo tres años en funcionamiento.
- Ser domiciliada en el Perú.

Actualmente se ha logrado capacitar a 151 empresas a nivel nacional, se ha realizado seminarios tanto en Lima como en provincias para dar a conocer los beneficios de tener financiamiento con el mercado de valores.

España: Mercado Alternativo Bursátil

El inicio de las operaciones del MAB en España fue en julio del 2009, contando en la actualidad con 22 empresas listadas, dándole oportunidad a las pymes de disponer financiación vía recursos propios a través del mercado, proporcionándoles visibilidad, liquidez y valoración (valor de la empresa).

Dichas empresas en expansión, desde los inicios del MAB hasta finales del 2012 han conseguido más de 104 millones de euros de financiación: 85 millones de euros en colocaciones iniciales y 19 millones de euros en posteriores ampliaciones de capital.

1. Particularidades del MAB

Entre las características y exigencias que la normativa del MAB presenta, tenemos:

a) Requisitos para las entidades emisoras según la Circular MAB 5/2010:

- Ser sociedad anónima.
- Capital social totalmente pagado y de libre transmisibilidad representado en acciones anotadas en cuenta.
- Contabilidad bajo las NIIF, US GAAP o estándar contable nacional.
- Documento informativo con información detallada de la compañía, del negocio al cual se dedica y sus proyecciones y perspectivas.
- Designación de un asesor registrado más contrato de liquidez.
- Valor de la oferta o *listing* mayor a dos millones de euros.

b) Información exigible según la Circular MAB 9/2010:

- Registro público de la información de los valores y emisores para ser comunicada al mercado, la misma que es publicada en la página web del MAB previa comunicación a la CNMV.
- Página web de la emisora en la que se publicarán los documentos públicos y toda la información remitida al mercado.

c) Contrataciones según la Circular MAB 7/2010:

- Contratar los servicios de la Plataforma Tecnológica de Negociación SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil Español).
- Fijación de precios en subasta (*fixing*) con posibilidad de mercado abierto, en función de la liquidez y difusión que tenga la empresa emisora.
- Suscripción de un contrato de liquidez con un intermediado financiero denominado el "Proveedor de Liquidez".
- Para las liquidaciones, se realiza el mismo procedimiento aplicado a las operaciones de valores negociados en bolsa.

Como se puede apreciar, el MAB incorpora una figura denominada Asesor Registrado, el cual acompaña a la empresa durante el proceso de acceso y su permanencia en el mercado, asistiéndola en el cumplimiento de los requisitos a la vez que declara la idoneidad de la misma ante el MAB.

La Circular MAB 10/2010 describe las funciones del Asesor Registrado, siendo las más resaltantes:

1. Asegurar la transparencia de la información de las mypes y asistirles en el cumplimiento de sus obligaciones con el MAB.
2. Asistir a las empresas en la preparación de la documentación requerida por el MAB, asegurándose que cumpla con todos los requisitos para su incorporación a este mercado.
3. Revisar la información financiera y asegurarse que cumpla con el contenido y plazos estipulados por el MAB.
4. Asesorar al negocio previniéndoles de los hechos que pudiesen afectar al cumplimiento de las obligaciones de la empresa con el MAB.

La figura del Asesor Registrado, como lo ha sido también en el AIM y Alternex, es uno de los pilares básicos en los que descansa el MAB, ya que es un agente fundamental en la transmisión de credibilidad y transparencia de las compañías ante los inversionistas y entidades reguladoras (Pérez, 2010).

Del mismo modo, las pymes deben de disponer de un proveedor de liquidez que garantice que haya contrapartida en el mercado secundario para los inversores que deseen comprar o vender acciones. Estas dos figuras son las encargadas que el inversor se sienta más tranquilo con su inversión, haciendo que la empresa sea, a sus ojos, más "líquida" y transparente (Irene, 2010).

2. Sectores que cotizan en el MAB

Las empresas que cotizan en el MAB y el capital obtenido se muestran en el cuadro.

Cuadro. *Empresas que listan en el MAB y financiación obtenida en millones de euros*

Empresa	Sector	Fecha de incorporación	Capital inicial obtenido	Ampliaciones posteriores
Commcenter	Servicios de consumo	30/12/2010	2.2	
Bodaclick	Servicios de consumo	30/06/2010	10	
Ibercom	Tecnología y telecomunicaciones	30/03/2012	2.5	
Griño	Materiales básicos/ Industria/Construcción	29/07/2011	4.2	
Secuoya	Servicios de consumo	28/07/2011	2	
Bionaturis	Bienes de consumo	26/01/2012	2	
Medcomtech	Bienes de consumo	25/03/2010	9	2.5
Carbures	Materiales básicos/ Industria/Construcción	23/03/2012	2	
Ab-Biotics	Bienes de consumo	20/07/2010	3.5	5.7
Euroespes	Bienes de consumo	16/02/2011	-	
Eurona	Tecnología y telecomunicaciones	15/12/2010	-	3.1
Zinkia	Servicios de consumo	15/07/2009	7	
Suavitas	Servicios de consumo	12/04/2012	2	
Gowex	Tecnología y telecomunicaciones	12/03/2010	6	6.8
Nostrum	Servicios de consumo	10/11/2010	4.4	
Negocio	Servicios de consumo	07/06/2010	3.7	0.8
Lumar	Bienes de consumo	06/07/2011	2.2	
Catenon	Tecnología y telecomunicaciones	06/06/2011	5	
Altia	Tecnología y telecomunicaciones	01/12/2010	2.5	
Imaginarium	Servicios de consumo	01/12/2009	12	
Neuron	Bienes de consumo	01/07/2010	2.5	

Fuente: BME-MAB, 2013.

Elaboración propia.

Los sectores que se interesaron y estuvieron preparados para participar en el mercado alternativo de valores son el de consumo, tecnología, telecomunicaciones y construcción, como se muestra en la figura.

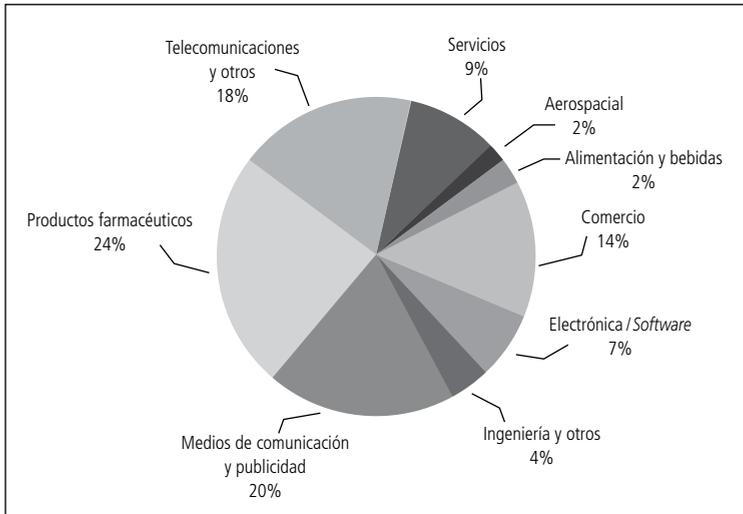


Figura. Sectores en el MAB

Fuente: BME-MAB, 2013.
Elaboración propia.

El sector servicios de consumo es el que mayor participación tiene en el mercado alternativo en función del capital o financiación obtenido a través de él.

Si desglosamos a los participantes por subsector, son las farmacéuticas, medios de comunicación y empresas de telecomunicaciones las que más participación tienen en este mercado seguidas del comercio, servicios, y electrónica y *software*. Como se puede apreciar, son una variedad de pymes las que acceden a este mercado en busca de financiamiento.

3. Incentivos fiscales y ayudas económicas

A partir del 2010, en algunas comunidades como las de Cataluña, Aragón, Galicia y Madrid se han promovido incentivos fiscales a los inversores que invierten en acciones de entidades que cotizan en el segmento de empresas en expansión del MAB.

Por ejemplo en Cataluña, los contribuyentes (persona naturales) pueden deducir el 20% de las cantidades invertidas en la adquisición de estas acciones en el cálculo de su impuesto a la renta. El importe máximo de esta deducción es de 10,000 euros.

Estos beneficios fiscales son necesarios ya que los inversores en los mercados de valores prestan escasa atención a las pymes, debido a que encierran mayores riesgos y son menos líquidas que las Blue Chips. Estos incentivos fiscales suponen compartir el riesgo con ellos, tratando de compensar un “fallo del mercado”, haciendo más atractivo para los inversores financiar a las pymes.

Por otro lado, las comunidades de España también brindan ayudas a las empresas que quieren acceder al MAB, a través de subvenciones para la contratación de servicios externos, para la realización de estudios, asistencia técnica, consultoría u otros servicios que estén relacionados con el proyecto de preparación para acceder al MAB. Estas subvenciones pueden venir desde los 6,000 hasta los 7,000 euros tratándose de un estudio en profundidad y preparación al acceso definitivo al MAB.

Estas ayudas económicas directas a las pymes que acuden a este mercado (canalizadas a través del Ministerio de Industria-ENISA), sirven para reducir el impacto negativo de los costos en el proceso de negociación.

En el MAB se dan mayores beneficios con respecto al costo de cotizar en el mercado general.

Inglaterra: Alternative Investment Market

En este mercado participan inversores institucionales y privados para los cuales existen varias ventajas fiscales por participar en el AIM.

En la figura 1 podemos conocer la distribución de las empresas participantes en el AIM agrupadas por tamaño del patrimonio.

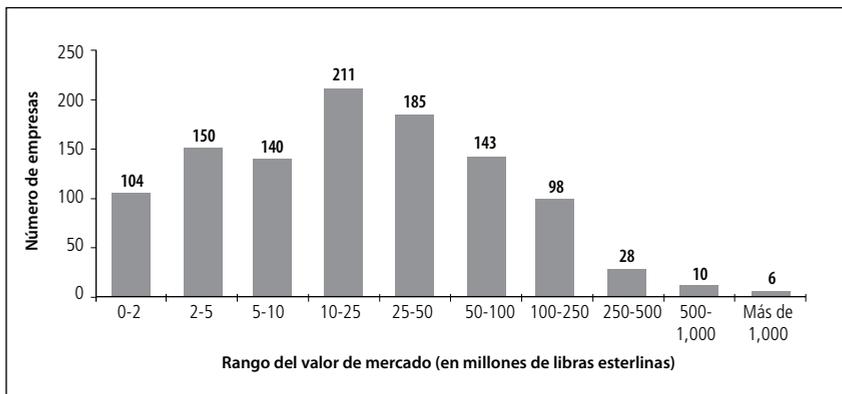


Figura 1. Distribución de empresas por valor de mercado de patrimonio

Fuente: AIM Statistics.

1. Requisitos y normativas

La normativa básica incluye:

- Nombrar un Nomad antes de la admisión, y mantenerlo de forma permanente e ininterrumpida durante la cotización en el AIM. Esta entidad, en lugar del LSE, es quien debe aprobar la admisión.
- La empresa debe contar con un servicio de regulación de la información que asegure cualquier información necesaria en cuanto sea requerida.

- c. Se deberá informar de cualquier transacción significativa y, enviar a sus inversores un balance oficial de sus cuentas anuales.
- d. No se requieren mínimos en cuanto a capitalización, historia financiera, acciones disponibles para transacción, ni acciones en manos públicas.
- e. Se admiten todo tipo y clase de valores: acciones ordinarias, acciones preferentes, y valores de deuda. Es posible listar fondos de inversión.
- f. Las empresas deben publicar cambios o información sensible en relación con:
 - Su situación financiera.
 - Su área de actividad, su directiva, su nombre legal, etcétera.
 - El desarrollo de su negocio.
 - Las expectativas de desarrollo.

2. Participantes

2.1. *Nomad*

El Nomad desempeña un papel clave en la admisión, la evaluación de la adecuación global de la empresa y la idoneidad para el AIM, ayudando a lo largo de todo el proceso de cotización. Una vez en el mercado, la empresa debe mantenerlo en todo momento para ayudar a cumplir con sus obligaciones permanentes, maximizar los beneficios de su cotización en el AIM y tratar con cuestiones de mercado que se presenten.

2.2. *Corredores*

Cada compañía de AIM debe mantener un corredor en todo momento. Es responsable de facilitar y promover la negociación de las acciones de la compañía en el mercado. A menudo, una compañía elige la misma empresa para actuar como intermediario y Nomad.

2.3. *Especialistas del mercado*

Contribuyen al éxito en curso y la integridad del mercado. Se trata de abogados, contables, relaciones públicas y relaciones con los inversores profesionales, que ayudan a las empresas que desean incorporarse al AIM y a las que ya están en el mercado.

2.4. El equipo de Exchange AIM

La Bolsa de Valores de Londres es la propietaria total de AIM, y mantiene su regulación centrándose en la normativa y en las actividades de desarrollo de negocios relacionados con el mercado.

3. Sectores económicos

En el AIM participan empresas de diferentes sectores y actividades de negocios provenientes de todo el mundo, inicialmente fue diseñado para pequeñas empresas con ambición de crecimiento en Reino Unido, pero su gran evolución en tamaño y madurez le ha permitido atraer a más de 540 empresas del exterior. En la actualidad destaca el fuerte interés por las empresas provenientes de mercados emergentes como Asia Pacífico, India y Europa Centro Oriental, aunado al continuo buen desempeño de compañías con operaciones en Australia y Canadá.

En el cuadro 1 se aprecia la diversificación por sectores del AIM a diciembre del 2012, destacando las industrias extractivas.

Cuadro 1. *Capitalización bursátil por sector económico en millones de libras esterlinas*

Sectores económicos	Capital captado
Petróleo y gas	649
Materias primas	766
Industriales	188
Consumo masivo y automóviles	58
Servicios de salud	147
Comercio y turismo	297
Telecomunicaciones	179
Servicios públicos e infraestructura	12
Servicios financieros	643
Tecnología	205
Total AIM	3,144

Fuente: AIM Statistics.
Elaboración propia.

El grado de atractivo de los sectores de la industria presentes en el AIM viene reflejado por cómo se ha distribuido la captación de los £ 3,144 millones obtenidos por las empresas participantes desde la creación de este mercado hasta diciembre del 2012.

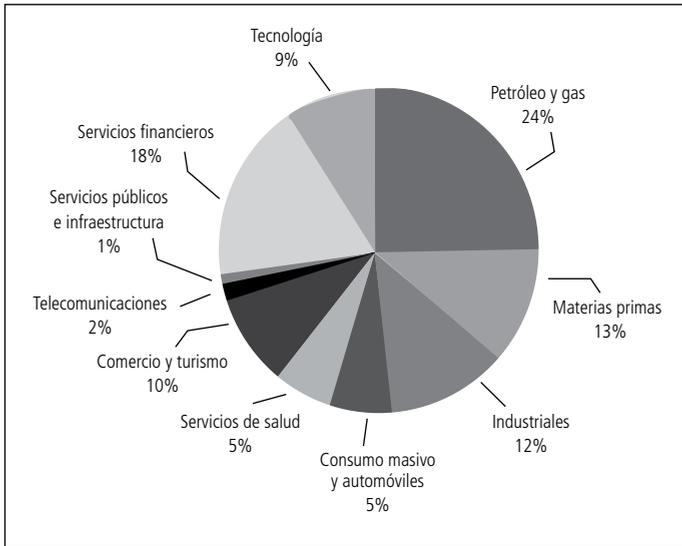


Figura 2. Distribución de la capitalización bursátil por sector

Fuente: AIM Statistics.

Cuadro 2. Capital captado por las empresas participantes en millones de libras esterlinas

Sectores económicos	Capitalización bursátil	Cantidad de compañías
Petróleo y gas	14,590	129
Materias primas	8,130	180
Industriales	7,236	201
Consumo masivo y automóviles	3,816	58
Servicios de salud	3,221	63
Comercio y turismo	6,155	105
Telecomunicaciones	1,258	13
Servicios públicos e infraestructura	634	13
Servicios financieros	11,361	228
Tecnología	5,346	106
Total AIM	61,748	1,096

Fuente: AIM Statistics.

Elaboración propia.

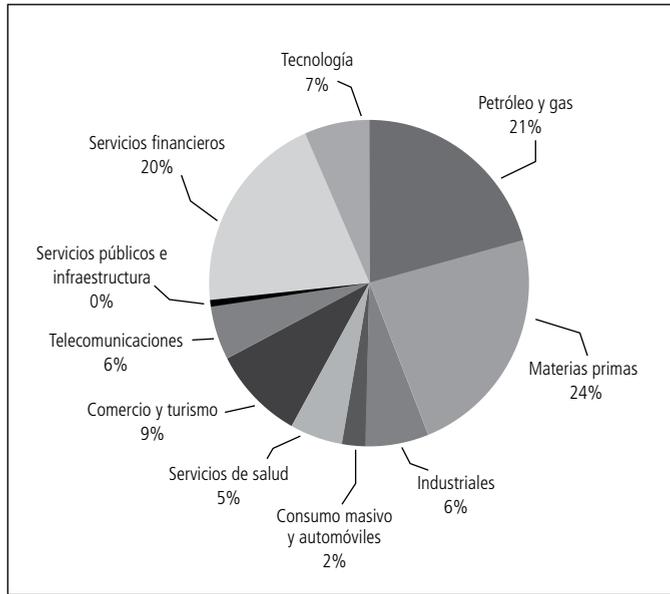


Figura 3. Distribución del capital captado por sector económico

Fuente: AIM Statistics.

4. Comparativo

Cuadro 3. Comparativo entre el AIM y LSE

AIM	Mercado principal
No requiere un mínimo de capitalización en el mercado	Requiere un mínimo de capitalización en el mercado
No requiere experiencia en negociaciones de valores	Requiere 3 años de experiencia en negociaciones de valores
No requiere un nivel determinado de valores para libre negociación (<i>free float</i>)	Requiere que 25% de los valores se destinen para libre negociación (<i>free float</i>)
No se requiere aprobación de los accionistas para la mayoría de las transacciones	Se requiere aprobación de los accionistas para adquisiciones relevantes y disposición de los valores (<i>premium listing</i>)
Se requiere al Asesor Nominado en todo momento	Los sponsors son requeridos solo en algunas transacciones (<i>premium listing</i>)

Fuente: Una guía para el AIM del LSE.

Canadá: Toronto Stock Exchange Venture

En esta bolsa el 53% de las empresas cotizadas tienen una capitalización de mercado inferior a C\$ 5 millones. Dadas estas características el TSXV para facilitar el ingreso al mercado de capitales ofrece un descuento regulador.

Los inversores en este mercado TSXV, pueden ser extranjeros que negocian ofertas superiores a C\$ 50 millones, institucionales pueden alcanzar presencia hasta del 60% del mercado. En este mercado los inversores hacen frente a su reducida liquidez con la emisión de un número mínimo de acciones, número mínimo de accionistas y el *free float* mínimo.

1. Comparación del TSX y TSXV

En Canadá el mercado principal y el alternativo adoptan reglas cualitativas sectoriales, siendo las primeras más rígidas en comparación con el mercado alternativo. En el cuadro 1 se muestran las principales características.

Los costos reales unitarios y totales pueden variar en función de la naturaleza y complejidad de la operación y la sofisticación relativa de la empresa privada, la gestión, los controles internos y los procesos de presentación de informes (ver cuadro 2).

Otros gastos a tener en cuenta son la comisión de valores de honorarios, honorarios de transferencia de agencia, costos de relaciones con inversionistas, costos de impresión, traducción, informes de valorización, entre otros.

2. Incentivos del TSXV

Canadá-TSXV presenta incentivos tributarios para los inversionistas, ya sean personas naturales o jurídicas como:

- La rebaja total o parcial de la inversión en empresas cotizadas de la base de cálculo o del impuesto sobre la renta a pagar por el inversor.

Cuadro 1. *Mercado principal versus mercado alternativo*

Mercado principal	Mercado alternativo
Toronto Stock Exchange (TSX)	Toronto Stock Exchange Venture (TSXV)
Creado en 1861	Creado en 1997
1,577 empresas cotizadas (may/12)	2,277 empresas cotizadas (may/12)
No tiene reglas sectoriales	Reglas sectoriales como recursos financieros, capital circulante, propiedad, plan de negocios y laudos
Capitalización mínima	No exige capitalización mínima
Base mínima de accionistas	No requiere base mínima de accionistas
Acciones emitidas sin tope	Acciones emitidas con tope
No exige <i>free float</i> mínimo	Exige <i>free float</i> mínimo
Tienen obligaciones de revelación y gobernanza	Tienen obligaciones de revelación y gobernanza, con beneficio de costos
Presenta el formulario anual de informaciones	Dispensa el formulario anual de informaciones
Presenta la auditoría de los estados financieros trimestrales	Dispensa la auditoría de los estados financieros trimestrales
	Mayores plazos para presentación de estados financieros anuales y trimestrales
	Exige solo un formulario simplificado de gobernanza
Presentación de la información al mercado a transacciones muy relevantes	Restringe la información al mercado a transacciones muy relevantes
Emisión de acciones ordinarias	Emisión de acciones preferenciales

Fuente: BM & FBovespa, 2013.
Elaboración propia.

Cuadro 2. *Comparación de costos del mercado general y alternativo*

Descripción	Toronto Stock Exchange	TSX Venture Exchange
Comisión de venta	C\$ 10,000 - C\$ 200,000	C\$ 7,500 - C\$ 40,000
Tasas contables y de auditoría	C\$ 75,000 - C\$ 100,000	C\$ 25,000 - C\$ 100,000
Honorarios legales	C\$ 400,000 - C\$ 750,000	Más de C\$ 75,000
Comisión del asegurador	4 - 6%	Hasta 12%

Fuente: TMX-TMXV.
Elaboración propia.

- La exención sobre las ganancias de capital obtenidos a través de la venta de acciones de empresas cotizadas.
- La posibilidad de reinversión en empresas cotizadas del valor referente a la ganancia de capital.
- La exención sobre los dividendos recibidos.
- La exención sobre el impuesto de transferencia de acciones como herencia.
- A veces, existe la condición de una permanencia mínima como inversor de la empresa (*lock-up*).

- En el rubro de minería y petroleras pueden transferir sus incentivos fiscales a los accionistas debido a la explotación de los recursos naturales, siempre que coticen en el TSXV (se les llama *flow-trough shares*). Los inversores pueden beneficiarse de estos incentivos si se mantienen titulares de las acciones durante un periodo mínimo de 18 meses.

En el cuadro 3 se muestran la relación de empresas que han tenido mayor participación en TSXV en el mes de marzo 2013.

Cuadro 3. *Empresas activas en TSXV*

Símbolo	Nombre de la compañía	Último	Cambio	Variación	Volumen
ETR	Eacom Timber Corporation	0.37	0.11	42.31%	42'041,451
SLG	Sterling Resources Ltd	0.82	0.01	1.23%	7'870,516
RPL	Renegade Petroleum Ltd.	1.70	-0.23	-11.92%	7'039,847
PRY	Pinecrest Energy Inc.	1.17	-0.01	-0.85%	6'093,010
MJS	Majestic Gold Corp.	0.17	0.02	13.33%	2'820,250
SRN	Suroco Energy Inc.	0.44	-0.01	-2.22%	2'182,900
RGX	Argex Titanium, Inc.	1.12	-0.07	-5.88%	1'579,657
GWG	Great Western Minerals Group Lt	0.18	0.01	6.06%	1'558,815
RRX	Raging River Exploration Inc	3.95	0.04	1.02%	1'553,088
MMT	Mart Resources Inc	1.85	-0.06	-3.14%	1'493,170
FIS	Fission Energy Corp.	1.08	-0.01	-0.92%	995,333
INA	Iona Energy Inc	0.69	0.03	4.55%	977,590
FO	Falcon Oil & Gas Ltd	0.24	-0.01	-4.00%	931,815
EKG	Cardiocomm Solutions, Inc.	0.22	0.00	0.00%	927,050
RYG	Ryan Gold Corp.	0.13	-0.01	-7.14%	886,520
CJO	Cerro Resources NI	0.15	0.01	3.45%	862,700
BOE	Americas Petrogas Inc.	2.11	-0.01	-0.47%	791,630
CHX	Charger Energy Corp	0.31	0.02	5.08%	779,432
VCA	Invicta Energy Corp	0.55	0.00	0.00%	772,100
RBX	Robex Resources Inc.	0.23	0.06	32.35%	752,800
LFD.H	Longford Energy Inc	0.11	0.00	0.00%	704,600
ZAO	Zaio Corporation	0.10	-0.01	-4.76%	672,423
POI	Pro-Or Inc. (Ressources Miniere	0.30	0.01	3.45%	662,500
EDU	Edleun Group Inc.	0.28	0.00	0.00%	662,250
WZR	Westernzagros Resources Ltd.	1.15	0.02	1.77%	629,550

Fuente: Investcom.

Elaboración propia.

3. Sectores económicos de TSXV

El sector minero tiene una participación del 70% en el acceso de capital y mantienen un crecimiento potencial en el mercado. Los emisores de petróleo y gas han generado 453 operaciones de fondos propios recaudando US\$ 10.1 millones. Más de 3 millones de acciones de ciencias de la vida son cotizadas en estas bolsas. En el

sector tecnología C\$ 3.4 mil millones de capital propio se han aumentado en TSX y empresas TSXV desde el 2008. En el cuadro 4 se muestra la negociación de cada sector a febrero del 2013.

Cuadro 4. *Negociación por sectores a febrero del 2013*

Sector	Minero	Energía y servicios	Tecnología limpieza
Número de emisores	1,309	277	73
QMV (miles C\$)	16'763,583	11'898,043	955,376
Listados nuevos	13	2	-
Capital elevada (miles C\$)	297,060	54,323	6,843
Número de financiamiento	267	37	15
Volumen negociado (miles)	3'841,867	2'161,739	145,587
Valor negociado (miles C\$)	1'095,686	2'277,643	153,036
Número de negociaciones	539,094	414,366	24,688

Sector	Ciencias de la vida	Tecnología	Bienes raíces
Número de emisores	62	112	36
QMV (miles C\$)	1'059,373	1'456,051	1'340,504
Listados nuevos	-	3	3
Capital elevada (miles C\$)	7,105	24,420	198,088
Número de financiamiento	8	12	6
Volumen negociado (miles)	192,159	322,386	22,748
Valor negociado (miles C\$)	43,919	113,176	130,550
Número de negociaciones	25,273	31,066	8,530

Fuente: TMX-TMXV.

Elaboración propia.

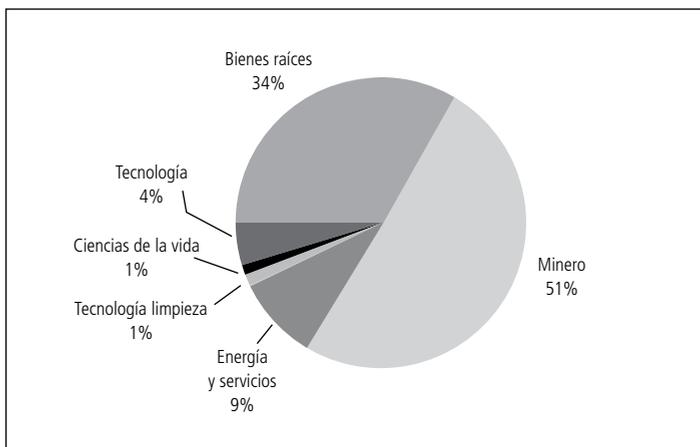


Figura 1. *Captación de fondos (en C\$)*

Fuente: TMX-TSXV.

Anexo 7

Colombia: Segundo Mercado

Cuadro 1. *Diferencias entre el mercado principal y el segundo mercado*

Concepto	Mercado principal	Segundo mercado
Tiempo de respuesta de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) a la solicitud	30 días hábiles	10 días hábiles
Costos inscripción en el RNVE	0.08 por mil del patrimonio del emisor	0.04 por mil del patrimonio del emisor
Derechos de oferta pública	0.35 por mil sobre el monto total de la emisión	No habrá lugar al cobro de derechos de oferta pública
Monto mínimo de 2,000 SMLM para emisión bonos y papeles comerciales	Sí	No
Representante de tenedores de bonos	Sí	No
Implementación de mecanismos de cobertura y apoyo crediticio en titularización de activos (sobrecolateral, subordinación, etcétera)	Sí	No
Inscripción RNVE y autorización de la oferta pública	Luego de la evaluación, análisis y revisión de documentos se autoriza su inscripción en el RNVE y oferta pública	Los valores se entenderán inscritos en el RNVE remitiendo los documentos exigidos y autorizada su oferta pública

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.
Elaboración propia.

Los valores que se emiten en el segundo mercado y son inscritas en el registro nacional de valores y emisores (RNVE) son:

- Títulos de contenido crediticio.
- Títulos de participación.
- Títulos mixtos.

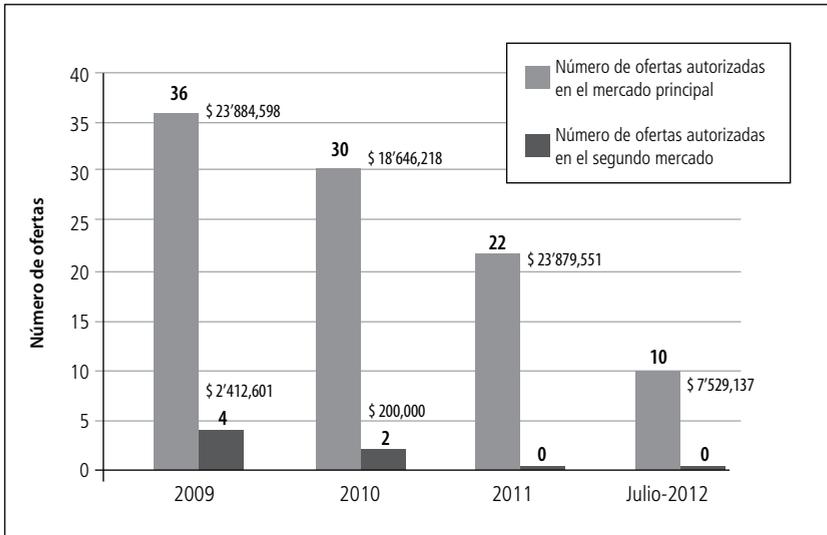


Figura 1. Participación del segundo mercado en Colombia agregar (en millones de pesos colombianos)

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Como se observa en la figura 1, los esfuerzos que se ha venido realizando con el “Programa Colombia Capital” consiste en apoyar en financiar y dar asesoría técnica a las empresas para que puedan emitir títulos valores en la bolsa, no han sido suficientes para lograr que las pymes incursionen en la bolsa de valores.

La flexibilidad de los requisitos para que una pyme acceda al mercado de valores hace que los valores sean de alto riesgo y esto justifica que únicamente inversionistas profesionales con las siguientes características puedan invertir en ellos.

Características de los inversionistas profesionales:

- Tener un patrimonio igual o superior a 10,000 salarios mínimos legales mensuales vigentes (aproximadamente US\$ 3.1 millones).
- Ser titular de un portafolio de inversión de valores igual o superior a 5,000 salarios mínimos legales mensuales vigentes (aproximadamente US\$ 1.5 millones).
- Haber realizado directa o indirectamente 15 o más operaciones de enajenación o de adquisición, durante un periodo de 60 días calendario y cuyo valor agregado de esas operaciones debe ser igual o superior al equivalente a 35,000 salarios mínimos legales mensuales vigentes (aproximadamente US\$ 11.1 millones).

También son considerados inversionistas profesionales:

- Los que tienen certificación profesional de mercado como operador otorgada por el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV).
- Los organismos financieros extranjeros y multilaterales.
- Las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Sectores que emiten en el segundo mercado

En el segundo mercado las empresas que listan pertenecen a los sectores industriales, financiero y de telecomunicaciones (ver cuadro 2).

En el segundo mercado no solo pueden emitir las pymes sino también las grandes empresas, ya que los valores están dirigidos a los inversionistas profesionales regulados por la resolución 400.

Cuadro 2. Autorizaciones de emisiones en el segundo mercado a enero del 2013

Nombre del emisor	Monto autorizado (en millones de pesos colombianos)	Destino	Clase y/o especie	Fecha inicial	Fecha final
Fideicomiso Pagarés del Municipio de Cali	30,000	Otra	Bonos ordinarios	16/11/2007	16/11/2008
Fideicomiso N.º 3-4-1331 Concesionaria de Occidente S.A.	162,500	Obras de infraestructura	Bonos ordinarios	03/09/2010	03/09/2012
Comunicaciones Celulares (Comcel) S.A.	500,000	Capital de trabajo	Bonos ordinarios	24/02/2006	24/02/2008
Giro y Finanzas S.A.	15,000	Colocación de créditos	Bonos ordinarios	06/10/2009	06/10/2015
Fideicomiso Acueducto de Bogotá	300,000	Otra	Titularización	26/10/2006	25/10/2007
Patrimonio Autónomo ODL Ecopetrol	500,000	Otra	Titularización	01/10/2009	01/10/2010
Patrimonio Autónomo Transmilenio Fase III	1'694,995	Obras de infraestructura	Titularización	05/06/2009	05/06/2012
Patrimonio Homecenter	100,000	Objeto social	Titularización	09/03/2010	09/03/2011
Fideicomiso Titularización Inversiones Concreto S.A.	100,000	Sustitución de pasivos financieros	Titularización	16/12/2010	17/12/2012
Fideicomiso Flujo de Caja CODAD	33,000	Flujo de caja para financiar proyectos	Titularización	29/06/2007	16/11/2008
Fideicomiso Hoteles Estelar	80,000	Capital de trabajo	Titularización	25/10/2012	25/10/2013
Comunicaciones Celulares (Comcel) S.A.	250,000	Capital de trabajo	Papeles comerciales	17/08/2006	17/07/2008
Interconexión Eléctrica ESP.	399,045	Proyectos de inversión	Acciones ordinarias	10/12/2007	31/12/2007
Interconexión Eléctrica ESP.	384,198	Proyectos de inversión	Acciones ordinarias	09/12/2009	30/12/2009

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Argentina: Régimen para pymes

En Argentina, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) ha creado el régimen especial para pymes, que funciona bajo legislación emitida y modificada desde el 2002, su funcionamiento se da principalmente por emisión de papeles de corto plazo como cheques de pago diferido patrocinado o avalados por SGR, obligaciones negociables y fidecomisos financieros.

Comportamiento del mercado de valores en Argentina

El financiamiento empresarial en el mercado de valores en Argentina tuvo un comportamiento ascendente en los últimos años, en el 2012 emitieron US\$ 7,733 millones (ver figura 1).

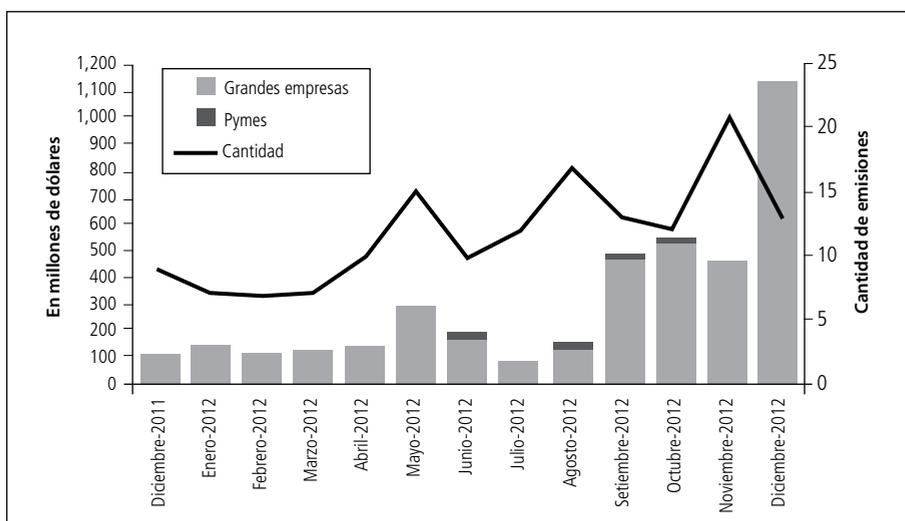


Figura 1. Evolución de emisiones en el mercado de valores

Fuente: Instituto Argentino del Mercado de Capitales (IAMC), 2012.

Del total registrado al 2012, las emisiones de las pymes fueron de US\$ 524 millones, que representan el 7% del total; dos puntos adicionales con respecto al 2011 (5%) (ver figura 2).

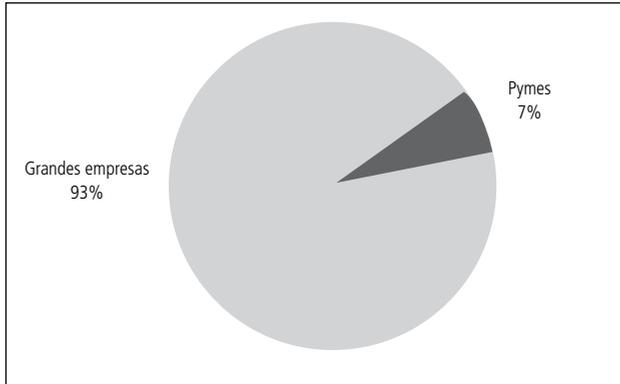


Figura 2. Financiamiento en el mercado de capitales

Fuente: Instituto Argentino del Mercado de Capitales (IAMC), 2012.

El régimen especial para pymes, también tuvo un comportamiento ascendente, donde el incremento respecto al 2011 fue de 18% (ver figura 3), justificado principalmente en la mayor negociación de CPD, 23% más que el 2011.

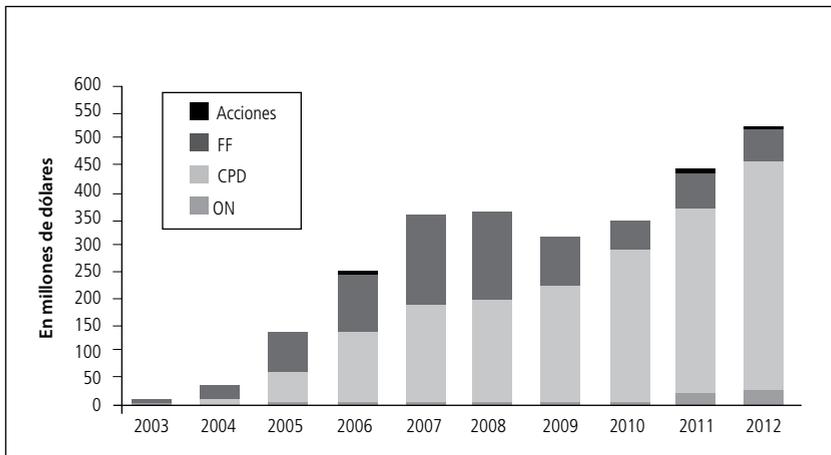


Figura 3. Evolución del financiamiento de las pymes

Fuente: Instituto Argentino del Mercado de Capitales (IAMC), 2012.

Según la información del Instituto Argentino del Mercado de Capitales (IAMC), del total de emisiones de las pymes al 2012, el mayor financiamiento se obtuvo a través de los CPD que representó el 81.6%, seguido de los FF con 12.1% y las ON que hicieron el 5.5%; con respecto a la suscripción de acciones, se hizo una oferta pública inicial por US\$ 4.5 millones, alcanzando el 1% (ver figura 4).

Al cierre del 2012, la BCBA cuenta con tres empresas que suscriben acciones (Ovoprot, Insuagro y Meranol) y en el 2013 se unió a este Panle, la empresa Sociedad Comercial de la Plata.

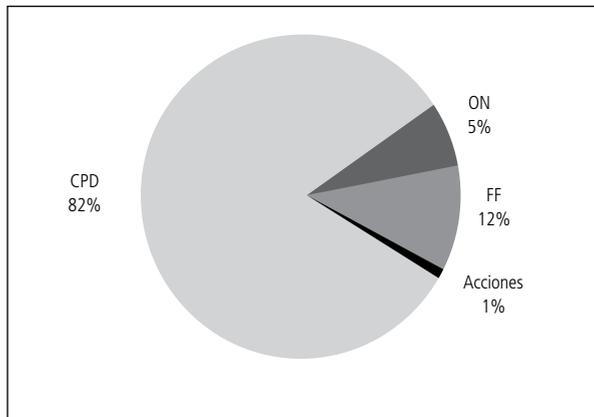


Figura 4. Emisiones de las pymes

Fuente: Instituto Argentino del Mercado de Capitales (IAMC), 2012.

Sobre los autores

Alfredo MENDIOLA CABRERA amendio@esan.edu.pe

Ph. D. en Management por la Cornell University, Ithaca, Nueva York, máster en Business Administration por la University of Toronto, magíster en Administración (MBA) por la Universidad ESAN y bachiller en Ciencias con mención en Ingeniería de Sistemas por la Universidad Nacional de Ingeniería. Actualmente es profesor asociado del área de Finanzas, Contabilidad y Economía de la Escuela de Posgrado de la Universidad ESAN. Ha sido gerente de importantes empresas del medio y realizado consultoría en finanzas, análisis de inversiones, reestructuración empresarial y planeamiento para empresas de los sectores alimentos, bancario, minero, construcción y hotelero. Ha llevado a cabo diversos trabajos de investigación en su especialidad.

Carlos AGUIRRE GAMARRA caguirre@esan.edu.pe

Profesor del área de Finanzas, Contabilidad y Economía de la Escuela de Posgrado de la Universidad ESAN. Magíster en Finanzas por esta misma universidad. Economista con estudios de especialización en Finanzas, Regulación Económica de las Telecomunicaciones, y Administración Bancaria. Más de diez años de experiencia profesional en áreas financieras de empresas industriales y de servicios y en asesorías en reestructuraciones empresariales, evaluación de proyectos, valorización de empresas, procesos de compra-venta de empresas, y aplicación de sistemas de planeamiento y control de gestión. Ha elaborado y expuesto planes de reestructuración patrimonial en Indecopi y ha liderado la implementación de sistemas de planeamiento y control de gestión y/o de tableros de control estratégico (BSC).

Solangie CHUICA DE LA CRUZ lynda.chuica@pacificovida.com.pe

Magíster en Finanzas por la Universidad ESAN y contadora pública por la Universidad de San Martín de Porres. Tiene experiencia en el área de tesorería y contabilidad financiera. Actualmente se desempeña como jefa de Planeamiento y Presupuesto de Pacífico Vida.

Roberto PALACIOS RAMÍREZ palacios.rc@gmail.com

Magíster en Finanzas por la Universidad ESAN y licenciado en Administración de Empresas por la Universidad del Pacífico. Experiencia en planeamiento financiero y control de gestión en empresas del sector financiero, *retail* y consumo masivo. Sólidos conocimientos en administración y evaluación de proyectos, gestión de tesorería y presupuestos. Actualmente se desempeña como analista sénior de Planeamiento y Control Financiero en Financiera Efectiva.

Miguel PERALTA UCEDA mperaltau@gmail.com

Magíster en Finanzas por la Universidad ESAN y economista por la Universidad de Piura. Gerente de dos empresas. Asesor financiero y de negocios con experiencia en las áreas de administración y finanzas en empresas de distintos sectores. Actualmente se desempeña como asesor financiero en MESV Consulting SAC.

Jesy RODRÍGUEZ ARIAS jesy.rodriguez@gmail.com

Magíster en Finanzas por la Universidad ESAN y administradora de negocios por la Universidad Católica San Pablo. Experiencia en planeamiento, presupuestos, fiscalización de costos y gastos, y control interno. Actualmente se desempeña como analista de costos y presupuestos en el área de Finanzas de Ingredion Perú SA.

Emilia SUÁREZ TELLO geminiso1@hotmail.com

Magíster en Finanzas por la Universidad ESAN y licenciada en Administración por la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Experiencia en gestión financiera y tesorería de empresas en los sectores minero, *retail*, industrial, entre otros. Actualmente se desempeña como jefa de Tesorería en Explomín del Perú SA.

Impreso por
Cecosami Preprensa e Impresión Digital S. A.
en julio del 2014
Calle Los Plateros 142, Ate
Lima, Perú
Teléfono 625-3535
ventas@cecosami.com
www.cecosami.com