

# El mercado alternativo de valores como mecanismo de financiamiento para la mediana empresa

Alfredo Mendiola  
Carlos Aguirre  
Yamiz Alatriza  
Fancy Lévano  
Cintia Vera

**El mercado alternativo de valores como mecanismo  
de financiamiento para la mediana empresa  
Propuesta normativa de mejora**

**El mercado alternativo de valores como mecanismo  
de financiamiento para la mediana empresa  
Propuesta normativa de mejora**

Alfredo Mendiola • Carlos Aguirre  
Yamiz Alatriza • Fancy Lévano • Cintia Vera

ESAN/Cendoc

MENDIOLA, Alfredo ; AGUIRRE, Carlos ; ALATRISTA, Yamiz ; LÉVANO, Fancy ; VERA, Cintia

*El mercado alternativo de valores como mecanismo de financiamiento para la mediana empresa: propuesta normativa de mejora.* – Lima : Universidad ESAN, 2015. – 144 p.  
– (Serie Gerencia para el Desarrollo ; 53)

MERCADO FINANCIERO / FINANCIAMIENTO DE EMPRESAS /  
EMPRESAS MEDIANAS / PERÚ

HG5394.3 M45M

ISBN 978-612-4110-48-1

**El mercado alternativo de valores como mecanismo de financiamiento para la mediana empresa: propuesta normativa de mejora**

Serie Gerencia para el Desarrollo 53

ISSN de la serie: 2078-7979

© Alfredo Mendiola, Carlos Aguirre, Yamiz Alatrística, Fancy Lévano, Cintia Vera, 2015

© Universidad ESAN, 2015

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

www.esan.edu.pe

esanediciones@esan.edu.pe

Primera edición

Lima, diciembre del 2015

Tiraje: 80 ejemplares

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N.º 2015-17456

DIRECCIÓN EDITORIAL

Ada Ampuero

CORRECCIÓN DE ESTILO Y EDICIÓN

Rosa Díaz

CORRECCIÓN TÉCNICA

José Lumbreras

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. La mediana empresa en el Perú	15
1. Importancia en la economía	15
2. Características	18
3. Marco normativo	21
4. Problemas de financiamiento	24
4.1. Fuentes de financiamiento disponibles	24
4.2. Limitaciones de acceso al crédito	29
Capítulo 2. El mercado alternativo de valores peruano	33
1. Estabilidad económico-financiera	33
2. Marco normativo	34
2.1. Normas previas	35
2.2. Normas específicas	35
3. Características	37
3.1. Usos	38
3.2. Costo efectivo actual	39
3.3. Emisiones	46
Capítulo 3. Experiencias de mercados alternativos de valores	49
1. España: Mercado Alternativo Bursátil	49
1.1. Historia y contexto económico-financiero	50
1.2. Marco normativo	51
1.3. Características	59
1.4. Efectos de su implementación	60

1.5. Principales <i>stakeholders</i>	63
1.6. Aspectos críticos	65
1.7. El papel del Estado	66
2. Inglaterra: Alternative Investment Market	67
2.1. Historia y contexto económico-financiero	67
2.2. Marco normativo	68
2.3. Características	70
2.4. Efectos de su implementación	71
2.5. Principales <i>stakeholders</i>	71
2.6. Aspectos críticos	73
2.7. El papel del Estado	74
3. Chile: Mercado de Empresas Emergentes	75
3.1. Historia y contexto económico-financiero	75
3.2. Marco normativo	76
3.3. Características	76
3.4. Efectos de su implementación	78
3.5. Principales <i>stakeholders</i>	78
3.6. Aspectos críticos	79
3.7. El papel del Estado	80
4. Colombia: segundo mercado	80
4.1. Historia y contexto económico-financiero	81
4.2. Marco normativo	82
4.3. Características	84
4.4. Efectos de su implementación	85
4.5. Principales <i>stakeholders</i>	86
4.6. Aspectos críticos	87
4.7. El papel del Estado	87
5. Elementos positivos asimilables de otras experiencias	88
Capítulo 4. Análisis y opinión de <i>stakeholders</i> y de expertos	93
1. Análisis y opinión de <i>stakeholders</i>	93
1.1. Identificación de <i>stakeholders</i>	94
1.2. Opinión de <i>stakeholders</i>	105
2. Análisis y opinión de expertos	105
2.1. Identificación de expertos	105
2.2. Opiniones de expertos	105
3. Elementos perfectibles en la experiencia peruana	109

Capítulo 5. Propuesta normativa de mejora del mercado alternativo de valores peruano	111
1. Propuesta normativa	111
1.1. Resolución a aprobarse	111
1.2. Justificación	117
1.3. Análisis de riesgos	118
1.4. Efecto sobre los <i>stakeholders</i>	121
1.5. Condiciones necesarias para su aplicación	123
2. Validación económico-financiera	124
2.1. Costos del mercado bursátil	125
2.2. Costo del crédito bancario	130
2.3. Tasa a ofrecer en emisión de bonos	131
Conclusiones y recomendaciones	137
Bibliografía	139
Sobre los autores	143

# Introducción

---

Para lograr el desarrollo de un país se requiere la mejora del sector empresarial en su conjunto, es decir de todos sus tipos de empresas. En el Perú se encuentra que uno de los factores claves de éxito es el acceso al financiamiento, la gran empresa tiene sus propios mecanismos para ello y la micro y la pequeña empresa tienen un régimen promocional especial, lo que no ocurre con la mediana empresa. En ese sentido, resulta importante fortalecer a la mediana empresa y fomentar su crecimiento mediante mecanismos que le permitan acceder al financiamiento.

En los últimos cinco años el Gobierno peruano dio inicio a una reforma en la legislación del mercado de capitales con la finalidad de otorgar mayor desarrollo, liquidez, profundidad e inclusión a las empresas que no cotizan en el mercado de capitales. Así, en el 2012 se aprobó el Reglamento del Mercado Alternativo de Valores, mediante Resolución de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) 025-2012-SMV/01, modificada por medio de la Resolución SMV 00117-2013. Entre los fines de este reglamento están la promoción de la generación de fuentes de financiamiento empresarial a menores costos y mayores plazos, la ampliación de la oferta de instrumentos en el mercado, la mejora de la competitividad con sus pares de la región y la promoción del acceso de empresas de menor tamaño al mercado de valores, dentro de las cuales se encuentran incluidas las medianas empresas.

Es lamentable que, pese a tener tres años de creación y haber establecido requisitos más flexibles —en comparación con el régimen general—,

hasta la fecha solo cuatro medianas empresas hayan ingresado al mercado alternativo de valores (MAV) mediante la emisión de instrumentos de corto plazo (papeles comerciales), por lo que es posible afirmar que todavía no ha tenido el desarrollo esperado. El primer ingreso en este mercado se realizó en abril del 2013, mediante la emisión de instrumentos de corto plazo de la empresa Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar, por un monto de US\$ 500,000.

En vista de la importancia de este mercado alternativo para el desarrollo de la mediana empresa, ya que representa una oportunidad importante para un mayor financiamiento, la presente investigación persigue el objetivo de analizar el MAV para establecer las causas de su limitado crecimiento y presentar una propuesta que impulse su desarrollo, tomando como referencia la legislación comparada de diversos países con similares experiencias, como España, Inglaterra, Chile y Colombia.

Con este fin, analiza el concepto de mediana empresa y su importancia para el buen desempeño de la economía peruana, los costos actuales de financiamiento de las medianas empresas, el mercado alternativo de valores en general y las normas peruanas vigentes en comparación con la legislación internacional y realiza una evaluación financiera para identificar, cuantificar y comparar los costos en el MAV respecto del sistema bancario.

Si bien el ejercicio financiero busca verificar si los costos de este mercado son más convenientes que los del sistema financiero, no es objeto de la investigación realizar recomendaciones específicas a las empresas acerca de qué tipo de financiamiento escoger, pues se evaluará al MAV de manera general. Por ello, no puede ser considerado como base para tomar una decisión particular, ya que esta dependerá del análisis financiero específico que haga cada empresa, de acuerdo con sus características.

La metodología de investigación utilizada es la de métodos mixtos, definida como la búsqueda que mezcla o combina métodos cuantitativos y cualitativos, con base en entrevistas efectuadas a los grupos de interés (*stakeholders*) involucrados en el desarrollo del MAV. Las respuestas obtenidas permitieron que la propuesta de la investigación pudiera ser mejorada y, en otros casos, debatida con sólidos fundamentos.

La información se recogió en agosto del 2014, fecha para la cual ha sido validada. El libro se encuentra estructurado en cinco capítulos:

- El primer capítulo desarrolla el marco conceptual y contextual de la mediana empresa. Para ello, se expone la importancia de la mediana empresa en la economía peruana y sus principales características, su marco normativo y el problema de la limitación del acceso al crédito.
- El segundo capítulo se enfoca en el desarrollo del MAV y realiza una descripción general de este mercado alternativo, lo que incluye el contexto económico financiero en el que tuvo lugar su creación, el marco normativo que lo rige y sus principales características.
- El tercer capítulo describe experiencias de mercados alternativos similares con el propósito de extraer lecciones aplicables al MAV. Como referentes se toman casos de países europeos, como España e Inglaterra, en los que se ha desarrollado más la experiencia bursátil en apoyo a las medianas empresas, y también casos de países de América Latina, como Chile y Colombia, cuya realidad es más cercana a la del Perú.
- El cuarto capítulo expone las opiniones de los *stakeholders*, pues son estos y sus expectativas quienes decidirán el éxito del MAV, y también de expertos en el tema de mercados alternativos, con el fin de identificar los aspectos perfectibles del MAV.
- El quinto capítulo presenta una propuesta normativa de mejora del MAV peruano, en la que se recogen tanto las mejores prácticas de la legislación comparada de países con similares experiencias como las recomendaciones de los *stakeholders* y los expertos entrevistados y se señalan los riesgos y las condiciones necesarias para la ejecución de la propuesta, así como las funciones que deben desempeñar todos los interesados y las recomendaciones pertinentes. Igualmente, se valida, desde el punto de vista económico-financiero, la viabilidad de la propuesta normativa del MAV frente al crédito del sistema financiero.

Por último, se exponen las conclusiones alcanzadas por los autores a través de la presente investigación.

# 1

---

## La mediana empresa en el Perú

En el país, la mediana empresa no se encuentra muy extendida pero es un sector que contribuye de manera sustantiva al crecimiento económico, por lo que resulta conveniente promover y propiciar un entorno favorable que permita su acceso al financiamiento a través del mercado alternativo de valores, como opción frente a otras fuentes disponibles, con el fin de propiciar su crecimiento y el de la economía.

Dentro de esta óptica, el presente capítulo se enfoca en realizar un esbozo de la situación de la mediana empresa al establecer su importancia para la economía peruana, características, marco normativo y problemas de financiamiento que son los que más concurren a bloquear su desarrollo.

### 1. Importancia en la economía

El Perú no es un país de grandes empresas. Según las estadísticas del Ministerio de la Producción (Produce), en el 2012 solo el 0.6% del empresariado nacional pertenecía al sector de la gran empresa mientras que el 99.4% integraba el sector de la micro, la pequeña y la mediana empresa (mipyme)<sup>1</sup>.

1. Según la Ley 30056, en el Perú las mipymes son aquellas empresas que cumplen estos requisitos: tener vigente su inscripción en el Registro Único de Contribuyentes (RUC), desarrollar una actividad que genera renta de tercera categoría, declarar ventas menores o iguales a 2300 unidades impositivas tributarias (UIT) al año, ser contribuyentes con finalidad lucrativa y tener una actividad económica declarada con finalidad lucrativa.

En ese año, la Superintendencia de Administración Tributaria y Aduanera (Sunat) tenía identificadas 1'340,703 mipymes. A su vez, dentro de ese conjunto el sector de la mediana empresa<sup>2</sup> era minoritario, pues representaba solo el 0.2% del universo con 2451 empresas (cuadro 1.1).

Cuadro 1.1. *Perú: micro, pequeña, mediana y gran empresa, 2012*

Tamaño	Empresas (número)	Proporción del total (%)
Microempresa	1'270,009	94.2
Pequeña empresa	68,243	5.1
Mediana empresa	2,451	0.2
Gran empresa	7,908	0.6
<b>Total</b>	<b>1'348,611</b>	<b>100.0</b>

Fuente: Sunat.  
Elaboración propia.

No obstante, la encuesta económica anual del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) informa que, respecto del producto bruto interno (PBI) del país, que en el 2012 llegó a S/. 538,006 millones, el valor de producción de la mediana empresa representaba el 2.6% del total (cuadro 1.2).

Cuadro 1.2. *Perú: valor de producción de la mediana empresa, 2012*

Rubro	Monto
PBI a precios corrientes (millones de soles)	538,006
Valor de producción de la mediana empresa (millones de soles)	13,862
Participación de la mediana empresa sobre el valor total de producción (porcentaje)	2.6

Fuente: INEI, 2013.  
Elaboración propia.

La generación de valor de producción de la mediana empresa no se distribuye por igual en toda la economía sino que se concentra en algunos pocos sectores. Así, el 2012 el sector servicios, con un monto de S/. 3260 millones,

2. Es aquella empresa con ventas anuales entre las 1700 UIT y las 2300 UIT. Para el 2015, la Sunat ha fijado la UIT en S/. 3850; por lo cual, a un tipo de cambio de S/. 3.20 por dólar estadounidense, una mediana empresa es aquella con ventas anuales entre US\$ 2'045,000 y US\$ 2'767,000.

representaba el 23.5% del total; el sector manufactura, con S/. 2514 millones, representaba el 18.1% del total; el sector transportes y comunicaciones, con S/. 2391 millones, representaba el 17.3% del total; el sector comercio, con S/. 2229 millones, representaba el 16.1% del total; y el sector construcción, con S/. 1939 millones, representaba el 14% del total. Así, cinco sectores generaban el 89% de la producción de la mediana empresa (cuadro 1.3).

Cuadro 1.3. *Perú: valor de producción de la mediana empresa, por sector económico, 2012*

Actividad económica*	Valor de producción (millones de soles)	Empresas (número)	Promedio de valor por empresa (millones de soles)
Servicios**	3,260.00	66	49.39
Manufactura	2,514.00	280	8.98
Transportes y comunicaciones	2,391.00	247	9.68
Comercio	2,229.00	1,058	2.11
Construcción	1,939.00	142	13.65
Pesca***	166.10	23	7.22
Hidrocarburos****	20.50	52	0.39
Agroindustria	390.20	69	5.66
Hoteles y restaurantes	483.20	49	9.86
Enseñanza (privada)	331.50	20	16.58
<b>Total</b>	<b>13,724.64</b>	<b>2,006</b>	<b>6.84</b>

Nota. En este y los siguientes cuadros tomados de esta fuente deben considerarse los siguientes aspectos:

\* No incluye las empresas agrícolas, mineras, financieras ni la administración ni las actividades de los hogares.

\*\* Corresponde a empresas que brindan servicios a otras empresas.

\*\*\* Incluye actividades de extracción y transformación pesquera.

\*\*\*\* Incluye actividades de explotación de minas y canteras.

Fuente: INEI, 2013.

Elaboración propia.

La mediana empresa es también importante agente de generación de empleo. Rasgo sobre el que se pueden citar opiniones de reconocidos economistas, recogidas por la Confederación Nacional de Instituciones Empresariales (Confiep), como la del catedrático de la Universidad del Pacífico Jorge González Izquierdo, quien atribuía el crecimiento del empleo formal en un 3.1% en 2013 principalmente a las medianas empresas, o la del director del Instituto de Economía de la Cámara de Comercio de Lima, César Peñaranda, para quien como la generación del empleo «... va de la mano con el crecimiento económico de cada sector» el de servicios —un 39% del PBI— era el que más puestos de trabajo generaba en el país, seguido de comercio y manufactura (Confiep, 2014).

En suma, la mediana empresa es un sector importante para la generación de empleo y el desarrollo en el país.

## 2. Características

En el Perú, el número de medianas empresas viene creciendo a través del tiempo. En 2007 eran 1590, mientras que en el 2013 este número se incrementó en 930 con lo que llegó a un total de 2520 empresas, lo que equivale a un crecimiento promedio anual del 8% (cuadro 1.4).

Cuadro 1.4. *Perú: mediana empresa formal, 2007-2013*

Año	Número de empresas
2007	1,590
2008	1,841
2009	1,885
2010	2,031
2011	2,325
2012	2,451
2013	2,520

Fuente: Sunat

Elaboración: Produce, 2013.

En el 2012 la mediana empresa estaba concentrada en el sector comercio, con 1356 empresas que representaban el 44.4% del total, seguido por los sectores servicios, con 491 empresas (16.1%), manufactura (11.3%), transportes y comunicaciones con 343 empresas (11.2%) y construcción con 312 empresas (10.2%) (INEI, 2013). Estos cinco sectores, con 2849 empresas, representaban el 93.2% de las medianas empresas del país (cuadro 1.5).

Las ventas totales de las medianas empresas ascendieron en 2012 a S/. 22,028 millones, con una utilidad (resultado de explotación) de S/. 1792 millones, lo que equivale a un margen de utilidad promedio del 8.1% (cuadro 1.6).

Cuadro 1.5. *Perú: mediana empresa, según actividad económica, 2012*

Actividad económica	Número de empresas	Porcentaje
Comercio	1,356	44.4
Servicios	491	16.1
Manufactura	347	11.3
Transportes y comunicaciones	343	11.2
Construcción	312	10.2
Agroindustria	49	1.6
Centros educativos no estatales	42	1.4
Restaurantes	38	1.3
Hospedaje	28	0.9
Pesca*	24	0.8
Agencias de viaje	19	0.6
Universidades no estatales	3	0.1
Hidrocarburos**	3	0.1
<b>Total</b>	<b>3,055</b>	<b>100.0</b>

\* Incluye actividades de extracción y transformación pesquera.

\*\* Incluye actividades de extracción y refinación de petróleo y gas.

Fuente: INEI, 2013.

Cuadro 1.6. *Perú: ventas y resultados de la mediana empresa, según actividad económica, 2012*

Actividad económica	Ventas (millones de soles)	Utilidades (millones de soles)	Margen de utilidad (%)
Comercio	9,916	705	7.1
Servicios	3,481	390	11.2
Manufactura	2,452	259	10.6
Transportes y comunicaciones	2,412	156	6.5
Construcción	2,265	203	9.0
Agroindustria	378	16	4.2
Centros educativos no estatales	310	2	0.6
Restaurantes	267	7	2.5
Hospedaje	209	26	12.6
Pesca*	150	22	14.5
Agencias de viaje	137	6	4.7
Hidrocarburos**	26	-1	-2.2
Universidades no estatales	24	0	0.7
<b>Total</b>	<b>22,028</b>	<b>1,792</b>	<b>8.1</b>

\* Incluye actividades de extracción y transformación pesquera.

\*\* Incluye actividades de extracción y refinación de petróleo y gas.

Fuente: INEI, 2013.

Según datos del Produce, los sectores más rentables son comercio, servicios y manufactura; debido a:

... en los últimos 10 años el Perú ha demostrado signos de estabilidad macroeconómica y se ha mantenido con tasas de crecimiento anual promedio de 6.5% y una tasa de inflación anual promedio de 2.9%. Este crecimiento ha sido sustentado básicamente en la demanda interna, gracias al crecimiento de los sectores de comercio, manufactura y servicios (Produce, 2013: 81).

El promedio de ventas anuales de las medianas empresas es de S/. 7.1 millones, dentro de ellas destaca el sector comercio que representa el 45% del total de ventas, con un promedio por empresa de S/. 7.3 millones, ligeramente por encima del promedio del sector (cuadro 1.7).

Cuadro 1.7. *Perú: ventas de la mediana empresa, según actividad económica, 2012*

Actividad económica	Ventas (millones de soles)		Proporción de las ventas totales (%)
	Total	Promedio por empresa	
Comercio	9,916	7.3	45.0
Servicios	3,481	7.5	15.8
Manufactura	2,452	7.7	11.1
Transportes y comunicaciones	2,412	7.3	11.0
Construcción	2,265	7.1	10.3
Agroindustria	378	8.0	1.7
Centros educativos no estatales	310	7.2	1.4
Restaurantes	267	7.5	1.2
Hospedaje	209	7.0	0.9
Pesca*	150	7.2	0.7
Agencias de viaje	137	7.0	0.6
Hidrocarburos**	26	6.3	0.1
Universidades no estatales	24	7.4	0.1
<b>Total</b>	<b>22,028</b>	<b>7.1</b>	<b>100.0</b>

\* Incluye actividades de extracción y transformación pesquera.

\*\* Incluye actividades de extracción y refinación de petróleo y gas.

Fuente: INEI, 2013.

La información presentada revela que la mediana empresa en el Perú, por su dinámica de crecimiento y sus posibilidades de expansión, es un cliente potencial para el sistema financiero y un sector apto para transitar por el mercado de deuda y también por el mercado de valores.

### 3. Marco normativo

Dentro de la legislación peruana existe un importante número de normas relativas al financiamiento de la mediana empresa, tanto referidas al sistema financiero en general como en particular a los cambios de función de la ex Corporación Financiera de Desarrollo y actual Banca de Desarrollo del Perú (Cofide)<sup>3</sup> (tabla 1.1).

Dentro de este marco normativo deben destacarse:

- El Decreto Legislativo 206 (1981) y el Decreto Ley 25694 (1992) que disponen la participación de Cofide como intermediario financiero que realiza actividades a favor de la mediana empresa.
- La Resolución SBS 11356-2008, en línea con la Ley 26702 (1996), que regula las características de los créditos a las medianas empresas en el sistema financiero.
- La Ley 30056 (2013) que crea beneficios para las medianas empresas y asigna un papel promotor al Estado en favor de estas.
- El Decreto Supremo 013-2013-PRODUCE que define a la mediana empresa en función al monto de sus ventas anuales.

Esto significa que existe un marco legal que permite al Estado generar facilidades de financiación para las medianas empresas, con lo cual se podría ver beneficiado no solo por la mayor actividad económica a promover sino por los mayores ingresos tributarios que una política de este tipo puede deparar.

#### 3. Tras esos cambios, hoy, según su propia definición, Cofide:

... participa activamente en el desarrollo sostenible e inclusivo del país a través del financiamiento de la inversión productiva e infraestructura básica. Su objetivo es disminuir las brechas de interconexión entre ciudades, generando nuevos empleos, contribuyendo al comercio, a la interconexión de las comunicaciones y a la mejora en la calidad de transporte, educación y movilización [...] dinamiza la economía de la zona de influencia, fomentando la competitividad y mejorando la calidad de vida de los peruanos. Cuida el medio ambiente, financiando soluciones ecológicas, innovadoras y transformadoras de energías renovables con la finalidad de producir energía limpia [...] Genera desarrollo de una manera sostenible, con responsabilidad social, protegiendo el entorno [...] y apoya al emprendimiento y a los microempresarios con productos y servicios innovadores, a través de la asesoría y capacitación gratuita, desarrollando competencias de gestión para generar crecimiento y potenciar el emprendimiento en el país.

Tabla 1.1. *Perú: marco legal de la mediana empresa, 2015*

Norma legal	Alcance
Decreto Legislativo 206 Ley del Sistema de Fomento y Apoyo Financiero al Desarrollo Empresarial	Dispone que corresponde a Cofide, como intermediario financiero, promover y ejecutar operaciones de financiamiento en el mediano y el largo plazo referidas a la preinversión y la puesta en marcha de proyectos de inversión productiva e infraestructura pública y privada a nivel nacional, incluyendo las zonas de menor desarrollo que por su naturaleza y envergadura no son susceptibles de ser atendidas en su totalidad por el sector privado; para ello la faculta a realizar todas aquellas operaciones permitidas por la ley, así como las que se señale en sus estatutos y las que resulten convenientes y necesarias para sus fines.
Decreto Ley 25694 «Adicionan al objeto social de Cofide la realización de actividades de financiamiento a favor de pequeños empresarios y agricultores»	Añade al objeto social de Cofide la realización de actividades de financiamiento a nivel nacional en favor de pequeños empresarios y agricultores, de preferencia en zonas deprimidas, a través de instituciones financieras u otras entidades de fomento que apoyen con eficacia la actividad económica rural y a los pequeños empresarios en general.
Ley 26702 Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones (SBS)	<p data-bbox="512 915 606 939">Establece:</p> <ul data-bbox="512 951 1081 1385" style="list-style-type: none"> <li data-bbox="512 951 1081 1006">• La clasificación de las empresas del sistema financiero y de seguros.</li> <li data-bbox="512 1011 1081 1066">• Los requerimientos mínimos de capital para que puedan operar.</li> <li data-bbox="512 1071 1081 1212">• El papel que desempeña el Estado en la protección de los intereses de los ahorristas, para lo que instituye los límites y las obligaciones que tienen las empresas del sistema financiero, y señala las medidas que permiten atenuar los riesgos para los ahorristas.</li> <li data-bbox="512 1217 1081 1272">• Las operaciones y los servicios que las empresas del sistema financiero se encuentran facultadas a realizar.</li> <li data-bbox="512 1277 1081 1385">• La documentación que estas empresas deberán revisar para la evaluación de las operaciones que integran la cartera crediticia basándose en la capacidad de pago del deudor.</li> </ul>

Norma legal	Alcance
<p>Ley 30056 «Ley que modifica diversas leyes para facilitar la inversión, impulsar el desarrollo productivo y el crecimiento empresarial»</p>	<p>Establece:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Los sistemas de procesos de calidad para las micro, las pequeñas y las medianas empresas y promueve la creación de fondos para emprendimientos innovadores.</li> <li>• El papel promotor del Estado a favor de las micro, las pequeñas y las medianas empresas a través de programas para la adopción de sistemas de calidad, ejecución y certificación.</li> <li>• El uso de la factura negociable para la micro, la pequeña y la mediana empresa.</li> <li>• El acompañamiento tributario a la mediana empresa a través del acogimiento a facturas electrónicas.</li> <li>• Beneficios tributarios como la deducción de hasta el 65% del total de los gastos en proyectos de investigación científica, tecnológica e innovación tecnológica, vinculados o no al giro de negocio de la empresa, y el crédito tributario contra el impuesto a la renta por los gastos de capacitación de su personal, que no podrá ser superior al 1% de la planilla anual de trabajadores que devenguen estos gastos.</li> </ul>
<p>Resolución SBS 11356-2008 «Reglamento para la evaluación y clasificación del deudor y la exigencia de provisiones»</p>	<p>Establece las características que deberán tener los créditos a la mediana empresa, los criterios para la evaluación y la clasificación del deudor, las categorías de clasificación crediticia del deudor y las reclasificaciones de manera periódica.</p>
<p>Decreto Supremo 013-2013-PRODUCE Texto Único Ordenado de la Ley de Impulso al Desarrollo Productivo y al Crecimiento Empresarial</p>	<p>Establece el marco legal aplicable para la promoción de la competitividad, la formalización y el desarrollo de la micro, la pequeña y la mediana empresa. Para ello, señala que el Estado determinará las políticas de alcance general para la creación de instrumentos de apoyo y promoción que permitan incentivar la inversión privada, la producción, y el acceso a los mercados internos y externos, entre otras políticas que sirvan al objetivo de impulsar el emprendimiento y promuevan la mejora de la organización empresarial.</p>

Elaboración propia.

## 4. Problemas de financiamiento

A pesar de las normas vigentes, el principal obstáculo al desarrollo de la mediana empresa es la falta de suficiente financiamiento, como se comprueba al revisar las fuentes actualmente disponibles y las necesidades insatisfechas.

### 4.1. Fuentes de financiamiento disponibles

Las fuentes de financiamiento con las que cuenta la mediana empresa son tres: las entidades del sistema financiero, las entidades semirreguladas y Cofide.

#### 4.1.1. El sistema financiero

El sistema financiero peruano está regulado por la SBS. Dentro de él se encuentran entidades bancarias, financieras, cajas municipales y cajas rurales; ofrecen diversos productos dirigidos a este segmento con una diferencia sustancial respecto a costos de acuerdo con el tipo de institución financiera a la que se recurra y el objetivo del crédito que se contraiga.

Los principales productos que los bancos ofrecen a las medianas empresas son créditos para pre y posembarque y de adelanto sobre facturas negociables (*factoring*), así como para capital de trabajo y activos fijos, además de descuento de letras, pagarés, arrendamiento financiero (*leasing*) y cartas fianza.

De acuerdo con las encuestas realizadas, la tasa de interés que el sistema financiero cobra anualmente a la mediana empresa por estas operaciones fluctúa entre un 8% y un 9% en moneda nacional, y alrededor de un 10% en moneda extranjera. Asimismo, en los préstamos contra una factura los bancos cobran una tasa del 12% al 13% anual; en los créditos de corto plazo cobran entre un 6% y un 7%, y de mediano plazo entre un 9% y un 11%. Un ejemplo de esta gama puede apreciarse en el tarifario de la Banca Mediana Empresa del Scotiabank, del cual se puede obtener las tasas de interés promedio y específicas.

En el primer caso, los costos de financiamiento varían según el plazo y la moneda en que se otorgan (cuadro 1.8); además, las tasas promedio

son referenciales puesto que las reales se fijan en función a la evaluación individual de cada cliente, atendiendo a sus características particulares.

Cuadro 1.8. *Scotiabank: tasas de interés promedio anual para la mediana empresa, según plazo del crédito, en moneda nacional y extranjera, 2015*

Corto plazo (hasta 180 días)		Mediano plazo (de 181 días a 2 años)		Largo plazo (de 2 a 7 años)	
Moneda nacional	Moneda extranjera	Moneda nacional	Moneda extranjera	Moneda nacional	Moneda extranjera
6.5%-7%	4%-5%	8%	6%	6.5%	5%

Fuente: Entrevista a funcionaria de Banca Mediana Empresa de Scotiabank.

En el segundo caso, la tasa efectiva anual (TEA) varía en función de los productos financieros (cuadros 1.9, 1.10 y 1.11), a la que hay que añadir montos adicionales por comisiones.

Cuadro 1.9. *Scotiabank: tasas de interés para préstamos de capital de trabajo a la mediana empresa, en moneda nacional y extranjera, 2015*

Concepto	Tasas*		Forma de aplicación	Observaciones
	Moneda nacional	Moneda extranjera		
PAGARÉ EN CUOTAS				
TEA del capital de trabajo empresarial	25%	20%	En cada operación	A cargo del deudor
PAGARÉ A PLAZO FIJO				
TEA del capital de trabajo empresarial	25%	20%	En cada operación	A cargo del deudor, interés vencido, aplicable en la cancelación
PAGARÉ EN CUOTAS Y PAGARÉ A PLAZO FIJO				
Interés compensatorio por cuota vencida	TEA x 1.5 Mínimo: 22% Máximo: 47%	TEA x 1.5 Mínimo: 20% Máximo: 35%	Desde el vencimiento hasta su cancelación	A cargo del deudor (todos los segmentos)
Interés moratorio	15.25%	12%	En la cancelación	A cargo del deudor

\* En este y los siguientes cuadros se debe tener en cuenta que las tasas de interés son fijas durante su periodo de vigencia y están en términos anuales sobre una base de cálculo de 360 días, pudiendo variar de acuerdo con las condiciones del mercado.

Fuente: Scotiabank.

Cuadro 1.10. *Scotiabank: tasas de interés para arrendamiento financiero a la mediana empresa, en moneda nacional y extranjera, 2015*

Concepto	Tasas		Forma de aplicación	Observaciones
	Moneda nacional	Moneda extranjera		
Arrendamiento financiero para la mediana empresa*	18%	16%		
TEA moratoria	40%	35%	Al atraso en el pago	Sobre el monto de amortización de deuda

\* Se considera mediana empresa aquella que tenga ventas anuales mayores a US\$ 2 millones.  
Fuente: Scotiabank.

Cuadro 1.11. *Scotiabank: tasas de interés para cartas fianza a la mediana empresa, en moneda nacional y extranjera, 2015*

Concepto	Comisión		Forma de aplicación	Observaciones
	Moneda nacional	Moneda extranjera		
Por emisión, renovación y prórroga*	4.50% Mínimo S/. 100	4.50% Mínimo equivalente a S/. 100	En forma adelantada por periodo completo	A cargo del solicitante Aplica comisión mínima por trimestre o fracción
Por modelo especial legal	S/. 100	Equivalente a S/. 100	Por modificación	A cargo del solicitante
Por fianza requerida**	4.50% Mínimo S/. 100	4.50% Mínimo equivalente a S/. 100	En forma adelantada por cada 30 días posteriores al vencimiento, al estar requerida	A cargo del solicitante hasta que el beneficiario desestime el requerimiento, devolución de fianza y honramiento Aplica comisión mínima
Por modificación***	S/. 100	Equivalente a S/. 100	En la modificación	A cargo del solicitante
Por ejecución de pago	1.00% Mínimo S/. 100	1.00% Mínimo equivalente a S/. 100		A cargo del solicitante

\* La comisión se calcula en numerales por adelantado con base en la periodicidad de cobro pactada con el cliente y en función de los días de vigencia de la carta fianza. En caso de vencimiento legal se cobra la comisión correspondiente a los 15 días considerados en el Código Civil. Para cartas fianza emitidas con fecha de vigencia futura se aplicará el cobro de comisión desde la fecha de emisión. La comisión se devenga por el periodo de cobranza pactado, con independencia de que haya transcurrido un plazo menor.

\*\* Pago por adelantado por periodo de 30 días aplicable desde la fecha de vencimiento cuando la fianza cambia a estado de requerida.

\*\*\* Solicitada por el cliente sobre el original.

Fuente: Scotiabank.

Dada la competencia en el mercado, se puede suponer que las tasas de este banco reflejan las del sistema financiero.

#### 4.1.2. Las entidades semirreguladas

Dentro de las entidades semirreguladas están las cooperativas de ahorro y crédito (CAC) y los fondos estatales, que otorgan financiamientos relativamente menores que los brindados por el sistema financiero.

Para conocer la oferta de este sector se puede tomar como referencia los costos de financiamiento de los tres principales productos que la CAC Aelucoop, una de las más importantes de su rubro, ofrece a las medianas empresas: crédito extraordinario empresarial, crédito ordinario y Credi-Futuro (cuadros 1.12, 1.13 y 1.14), en los que se aprecia que la tasa de costo efectivo anual (TCEA) es superior a la TEA.

Cuadro 1.12. *Aelucoop: tasas de interés para crédito extraordinario empresarial a la mediana empresa, en moneda nacional y extranjera, 2015*

Producto	Crédito extraordinario empresarial
Moneda	Soles Dólares estadounidenses
Importe	Hasta S/. 2'200,000 soles, o su equivalente en dólares
Garantía	Avales o políticas de garantías según el monto solicitado y el Reglamento de Créditos
TEA	Hasta el 12.0%
TCEA	Hasta el 12.8236%
Plazo	Hasta 36 meses
Forma de pago	Pago mensual
Aportación	El 2% del monto solicitado hasta un tope de S/. 15,000
Tipo de crédito	Comercial

Fuente: CAC Aelucoop.

Cuadro 1.13. *Aelucoop: tasas de interés para crédito ordinario a la mediana empresa, en moneda nacional y extranjera, 2015*

Producto	Crédito ordinario
Moneda	Soles Dólares estadounidenses
Importe	Hasta S/. 2'200,000, o su equivalente en dólares
Garantía	Avales o políticas de garantías según el monto solicitado y el Reglamento de Créditos
TEA	9.77%
TCEA	0.59%
Plazo	Hasta 60 meses
Forma de pago	Pago mensual
Aportación	El 20% del monto solicitado
Tipo de crédito	Comercial

Fuente: CAC Aelucoop.

Cuadro 1.14. *Aelucoop: tasas de interés para Credi-Futuro a la mediana empresa, en moneda nacional y extranjera, 2015*

Producto	Credi-Futuro
Moneda	Soles Dólares estadounidenses
Importe	Hasta S/. 2'200,000, o su equivalente en dólares
Garantía	Avales o políticas de garantías según el monto solicitado y el Reglamento de Créditos
TEA	16.28%
TCEA	16.73%
Plazo	Hasta 1 año
Forma de pago	Una sola cuota
Aportación	El 5% del monto solicitado hasta un tope de S/. 15,000
Tipo de crédito	Comercial

Fuente: CAC Aelucoop.

De modo similar a lo que ocurre en los bancos, los costos financieros de la CAC Aelucoop reflejan este segmento del mercado financiero.

#### 4.1.3 Cofide

En su calidad de banco de desarrollo de segundo piso, Cofide cuenta con programas y líneas de crédito que sirven para financiar todas las etapas del proceso de inversión, desde los estudios de factibilidad e identificación de mercados y los diferentes procesos de producción y servicios de la

mediana empresa hasta la modernización de planta y las operaciones de comercio exterior.

Todas las líneas y los programas de crédito que administra Cofide se canalizan a los beneficiarios a través de una institución financiera intermediaaria (IFI): bancos, financieras, cajas rurales, cajas municipales, entidades de desarrollo de la pequeña y la micro empresa (edpymes), cooperativas y empresas de arrendamiento financiero; o a través de instituciones financieras intermediarias especializadas (IFIE).

Las IFI y las IFIE tienen la responsabilidad de recibir, calificar, aprobar, desembolsar y recuperar los créditos que aprueben con cargo a los recursos que administra Cofide, por lo que los interesados en obtener financiamiento deben acudir a solicitarlo a las IFI o a las IFIE. Esas líneas son de capital de trabajo y de comercio exterior (cuadro 1.15). Otro de los programas que Cofide ofrece, en especial a las medianas empresas que exporten hasta US\$ 8'000,000 o a aquellas que inicien sus exportaciones, es el Seguro de Crédito a la Exportación para Pymes (Sepymex), el cual otorga cobertura de seguro en respaldo de los créditos de preembarque que las medianas empresas contraten con las instituciones financieras.

Las tasas de interés y las comisiones se pactan entre las instituciones financieras y Cofide y las instituciones financieras y las empresas según cada caso particular.

Cofide también ofrece programas de inversión de mediano plazo para medianas empresas, como sus líneas Probid o Multisectorial.

Tras esta breve revisión de las fuentes financieras se puede colegir que existe una variada oferta de crédito a la mediana empresa; sin embargo, esto no parece suficiente para que se produzca un flujo suficiente de financiamiento para sus actividades.

#### **4.2. Limitaciones de acceso al crédito**

El primer problema surge de que los tres tipos de entidades que actualmente ofrecen alternativas de financiamiento para las medianas empresas se presentan como las únicas en el mercado y, como consecuencia, proponen

Cuadro 1.15. Cofide: tasas de interés de líneas para capital de trabajo y para comercio exterior ofrecidas a la mediana empresa en moneda extranjera, 2015

Servicio financiero	Destino	Plazo de pago	Plazo de gracia	Monto (US\$)	Estructura de financiamiento	Tasas de interés y comisiones	
						Institución intermediaria (bancos)	Subprestatarios (empresa)
LÍNEAS PARA CAPITAL DE TRABAJO							
Corto plazo	Capital de riesgo	Hasta 1 año		Sujeto a disponibilidad de Cofide			
Mediano plazo	Capital de trabajo: operaciones individuales	Hasta 7 años	Hasta 2 años	Hasta 5 millones por subprestatario	Hasta el 100% del requerimiento	Las que Cofide establece (dependiendo de cada caso)	Las que determine la IFI en negociación con el subprestatario
	Capital de trabajo: línea de crédito	Hasta 3 años	Hasta 1 año	Hasta 70,000 por subprestatario			
LÍNEAS PARA COMERCIO EXTERIOR							
Comex exportación	Pre y posembarque	Hasta 1 año		Mínimo 20,000	Hasta el 10% del requerimiento		
Comex importación	Importaciones	Hasta 1 año		Mínimo 20,000	Hasta el 10% del requerimiento		
Importación: Hungría	Bienes, servicios y proyectos procedentes de Hungría	Hasta 5 años		Mínimo 50,000	Hasta el 100% del requerimiento	Las que Cofide establece (dependiendo de cada caso)	Las que determine la IFI en negociación con el subprestatario
Importación: países nórdicos	Bienes, servicios y proyectos procedentes de los países nórdicos	Hasta 8 años	Hasta 4 años	Mínimo 10,000	Hasta el 50% del requerimiento		

Fuente: Cofide.

tasas y condiciones comerciales que —inclusive sin ser favorables— son aceptadas por un sector de las medianas empresas, dada la falta de oferta de otro tipo de financiamiento menos costoso.

El segundo problema radica en las limitaciones que muestran las medianas empresas para acceder a estas fuentes de financiamiento. La más importante de ellas es la imposibilidad de otorgar garantías suficientes que satisfagan los requerimientos de los bancos o las entidades financieras.

Pero no son las únicas limitaciones, también existen otros obstáculos que dificultan el acceso al crédito, entre las que se pueden mencionar dos más. Una, la informalidad en la presentación de los estados financieros de las medianas empresas, pues muchas de ellas no reflejan su situación real en la información que presentan a la Sunat en sus declaraciones juradas. La otra, la ausencia de una administración al interior que se ocupe de la estructura de la empresa, de fijar objetivos y de supervisar el desempeño de esta, en buena cuenta su organización adolece de los requisitos considerados en el Buen Gobierno Corporativo (BGC)<sup>4</sup>.

EL MARCO CONTEXTUAL EXPUESTO justifica la necesidad de explorar la posibilidad de que la mediana empresa tenga la oportunidad de elegir entre el crédito otorgado por el sistema financiero, con tasas y condiciones que a la fecha no son muy atractivas, y otro brindado por el mercado alternativo de valores, que hoy se encuentra en vías de desarrollo, generando así la competencia en el mercado y una posible reducción de costos del financiamiento.

4. Tal como señala un analista: «... optimización y capacitación suenan como unas palabras muy técnicas, pero es muy importante que las pequeñas y medianas empresas las consideren para medir su productividad como una ciencia de estudio, porque de lo contrario se generará un círculo vicioso» (Gestión, 2014).

# 2

---

## **El mercado alternativo de valores peruano**

El MAV es un segmento de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) regulado por la SMV. En el presente capítulo se realiza una descripción general de este mercado alternativo, se reseña el contexto económico-financiero en el que tuvo lugar su creación, el marco normativo que lo rige, sus principales características y su situación actual.

Este examen permite constatar que el ingreso de medianas empresas al mercado de valores peruano contribuye al desarrollo de este y facilita una nueva fuente de financiamiento que genera mayor competencia y que puede promover su crecimiento.

### **1. Estabilidad económico-financiera**

El contexto económico-financiero del país que da lugar a la creación del MAV es de estabilidad económica, caracterizada por una tasa anual de crecimiento promedio del PBI del 6.4% durante la última década, una moneda fuerte, un manejo prudente y responsable de las cuentas macroeconómicas, un trato igualitario a la inversión nacional y a la inversión extranjera, y un adecuado marco regulatorio para el inversionista.

El Perú cuenta actualmente con una calificación de riesgo país de «grado de inversión», lo que significa confianza en que sus obligaciones

representativas de deuda serán atendidas de manera oportuna, calificación que genera una mayor atracción de inversiones hacia el país. Asimismo, tiene suscritos tratados de libre comercio con varios países, entre ellos Estados Unidos de América (EUA), lo que le abre la oportunidad de una mayor relación comercial y, por ende, opciones de negocio y de generación de empresa.

En ese escenario surge la posibilidad de creación del MAV como una opción de financiamiento orientada a las medianas empresas para fomentar su desarrollo frente a la opción tradicional de la bolsa de valores orientada principalmente a la gran empresa. Los beneficios de este mercado alternativo para la mediana empresa son (Palacio Rey, 2013):

- Acceso a mayores montos de financiamiento y a menores tasas en el largo plazo.
- Menores requisitos para la emisión y el listado de valores.
- Menores requerimientos y obligaciones de información inicial y periódica.
- Ahorro en costos de estructuración.
- Asesoría legal.
- Posibilidad de utilizar formularios estándar disponibles en el portal de la SMV (prospectos y contratos).
- Reducción en un 50% de las tarifas cobradas por la BVL, la SMV y Cavali ICLV<sup>5</sup>.
- Aproximación a los principios del BGC.
- Posibilidad de estar exoneradas del impuesto a la ganancia de capital.
- Mayor exposición y prestigio frente a clientes y proveedores.

## 2. Marco normativo

Las normas que amparan el ingreso de la mediana empresa al MAV son recientes y se han ido construyendo gradualmente. Comprenden leyes

5. Es una sociedad anónima encargada de la creación, el mantenimiento y el desarrollo de la infraestructura del mercado de valores nacional. Entre otras funciones, se encarga del registro, la transferencia, la custodia, la compensación y la liquidación de valores para las operaciones realizadas en la BVL.

generales y normas específicas. Su punto de inflexión está dado por la Resolución de Superintendencia 00025-2012-SMV/01, que aprobó el Reglamento del MAV (Manual para el cumplimiento de los requisitos aplicables a las ofertas públicas de instrumentos de corto plazo emitidos por empresas en el MAV).

## 2.1. Normas previas

Hasta el 2012 el mercado de valores estaba normado por las siguientes leyes:

- Ley General de Sociedades (LGS), Ley 26887 de 1997.
- Ley del Mercado de Valores (LMV), Decreto Legislativo 861 de 2008. Norma modificada posteriormente en varias oportunidades, lo que llevó a la aprobación de un texto único concordado mediante el Decreto Supremo 093-2002-EF y, posteriormente, vuelta a modificar por el Decreto Legislativo 1061 del 2008.
- Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, Decreto Legislativo 862 del 2008.

Las normas de menor rango relativas al mercado de valores las emitía la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev) (tabla 2.1).

## 2.2. Normas específicas

La aplicación del Reglamento del MAV no pudo ser inmediata, pues tuvo que adecuarse a los requisitos, las condiciones y las obligaciones previstos en las normas vigentes de rango superior. Especialmente el artículo 54 de la LMV, que establecía requisitos precisos para la inscripción de un valor; además de otras obligaciones y requisitos de la LMV y otras leyes de cumplimiento obligatorio. Por ejemplo, la constitución de un sindicato de obligacionistas y la designación de un representante de los obligacionistas en el caso de emisión de bonos por oferta pública, así como la revelación de hechos de importancia, entre otros. El artículo 55 permite exceptuar de estos requisitos solo a determinadas categorías de colocaciones.

En ese sentido, con el fin de crear verdaderos incentivos para promover el ingreso de empresas de menor tamaño y fortalecer el mercado de valores, resultaba indispensable flexibilizar en forma explícita los requerimientos

Tabla 2.1. *Mercado de valores: marco normativo al 2012*

Norma legal	Efectos
Resolución Conasev 021-99-EF-94.10 «Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa de la Bolsa de Valores de Lima»	Regula la realización de transacciones en la Rueda de Bolsa de la BVL en lo referido a los sistemas de negociación, establece que las operaciones que se ejecuten podrán realizarse a través del sistema de negociación de valores listados en la BVL.
Resolución Conasev 045-2006-EF-94.10 «Reglamento de Agentes de Intermediación»	Establece disposiciones relativas a la actividad de intermediación y a las personas que se relacionan directa o indirectamente con dicha actividad. En relación al MAV dispone que todos aquellos agentes involucrados en la estructuración de los instrumentos ofrecidos en este mercado deberán registrarse, igual que en el mercado principal.
Resolución Conasev 069-2006-EF/94.10 «Reglamento sobre fecha de corte, registro y entrega»	Establece las reglas que debe seguir el emisor para informar de manera adecuada al mercado y, en especial, a los tenedores de los valores emitidos, sobre las consecuencias de algún acuerdo societario y procurar que la información que llegue al mercado sea lo más veraz, exacta y suficiente para así evitar condicionar o crear expectativas en el mercado con el anuncio de beneficios que nunca se materialicen o que se lleven a cabo en fecha indefinida. Su alcance no se limita a las acciones sino que incluye cualquier valor que el emisor mantenga inscrito en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV).
Resolución de Superintendente 005-2012-SMV/01 «Reglamento contra el Abuso de Mercado / Normas sobre uso indebido de información privilegiada y manipulación del mercado»	Busca proporcionar a los partícipes del mercado mayor predictibilidad respecto del alcance de las normas que regulan las prácticas de abuso de mercado, precisando aquella información que podría ser información privilegiada y las prácticas que podrían considerarse constitutivas de manipulación del mercado.

Elaboración propia.

de información y las obligaciones contenidas en normas con rango de ley a las que se encuentran sujetas este tipo de empresas y que constitúan limitaciones para su participación en el mercado de capitales.

Estas modificaciones se produjeron mediante la Ley de Promoción del Mercado de Valores, Ley 30050. Con el objetivo de promover el ingreso de empresas de menor tamaño, el artículo 3 de esta ley modificó la Tercera Disposición Final Complementaria del Decreto Legislativo 1061, facultando a la SMV a establecer, mediante disposiciones de carácter general, un

régimen más flexible de requisitos y exigencias, la inscripción y la formulación de las ofertas realizadas por dichas empresas, así como exceptuarlas del cumplimiento de cualquier obligación o condición prevista en la LMV, en la Ley de Fondos de Inversión y de sus sociedades administradoras, y en la LGS.

Además, el marco normativo considera también las resoluciones aprobadas por la SMV (tabla 2.1).

Tabla 2.1. MAV: marco normativo, 2012-2015

Norma legal	Efectos
Resolución de Superintendente 025-2012-SMV/01 «Reglamento del Mercado Alternativo de Valores» (modificado por Resolución SMV 00117-2013)	Detalla los requisitos y las obligaciones que deberán cumplir sus participantes si desean integrar este tipo de mercado.
Resolución de Superintendente 031-2012-SMV/01 «Reglamento de inscripción y exclusión de valores mobiliarios en el Registro Público del Mercado de Valores y en la Rueda de Bolsa»	Establece que el trámite de inscripción en el registro de los valores emitidos que serán negociados en mecanismos centralizados de negociación de valores deberá iniciarse en la bolsa, o en la entidad responsable del respectivo mecanismo centralizado, los cuales remiten a la SMV el expediente de inscripción del valor para su respectivo pronunciamiento.
Resolución de Superintendente 075-2013-SMV/02 «Manual para el cumplimiento de los requisitos aplicables a las ofertas públicas de instrumentos de corto plazo emitidos por empresas en el Mercado Alternativo Valores»	Establece los requisitos para la inscripción de los instrumentos de corto plazo y de los prospectos informativos en el RPMV con el objeto de efectuar una oferta pública primaria en el mercado nacional por parte de las empresas que participan en el MAV, y desarrolla el procedimiento a seguir para la inscripción de bonos a través de un trámite general o un trámite anticipado.
Resolución de Superintendente 005-2014-SMV/01 «Reglamento de Hechos de Importancia»	Busca reforzar la transparencia de la información, por lo que se obliga a los emisores a comunicar a los inversores la información que les permita adoptar decisiones.

Elaboración propia.

### 3. Características

El MAV se caracteriza por brindar a la mediana empresa:

- Montos de financiamiento con menores tasas.
- Una tarifa de inscripción reducida.

- Costos de colocación y listado menores, ya que otorga la facilidad de utilizar los formularios estándar que se encuentran disponibles en el portal de la SMV.
- Menores requerimientos y obligaciones de información.
- Emisión de acciones representativas de capital, instrumentos de corto plazo (ICP) y bonos.
- Mayor valor a la empresa que se financia a través de este medio.
- Mejor percepción de estabilidad y transparencia.
- Hacer más conocidas en el mercado a aquellas empresas que deciden financiarse a través de este medio.

Pueden participar empresas cuyos ingresos anuales promedio en los últimos tres ejercicios no excedan los S/. 200 millones, o su equivalente en dólares estadounidenses.

Si la empresa contase con menos de tres años de operaciones, se considerarán sus ingresos anuales promedio por venta de bienes o prestación de servicios durante el periodo disponible. Si la empresa contase con menos de un año de haber iniciado operaciones, se considerarán los ingresos por los citados conceptos en el periodo disponible.

A continuación se detallan los usos, el costo efectivo, las emisiones realizadas y los beneficios esperados de este mercado alternativo.

### **3.1. Usos**

El MAV actualmente se utiliza como mecanismo de financiamiento para las medianas empresas (Pineda, 2012). Se debe precisar que dentro del mercado de capitales (mercado de dinero) existen dos tipos de financiación: a través del sistema financiero (préstamo tradicional) y el mercado de valores, en el cual es posible financiarse a través de la emisión de papeles comerciales, bonos o acciones (también denominado mercado primario).

En ese contexto, la teoría bursátil señala que los métodos de financiamiento van en el siguiente orden, sin hacer distinción entre capital o deuda, ya que las empresas conforme van creciendo necesitan nuevas formas de financiación de corto y de largo plazo:

- Aumento de capital por parte de los accionistas
- Financiación bancaria
- ICP
- Bonos
- Emisión de nuevas acciones mediante capitalización bursátil
- Nueva financiación por parte de los inversionistas de riesgo (*joint venture* / nuevos vehículos de inversión)

Uno de los motivos por los que existe dicho orden es porque la empresa va consolidándose en el tiempo y construyendo su historial crediticio en el mercado, y envía así señales a los inversionistas en relación con el cumplimiento de sus pagos.

En el Perú, la mayor parte de emisiones en el mercado de valores ocurre en el marco de la emisión de bonos e ICP, realizada por las empresas más grandes; es decir, usan ambos instrumentos de acuerdo con sus necesidades de financiamiento de corto o de largo plazo. En cambio, las medianas empresas han optado por el camino de emitir ICP antes que bonos, por los requisitos, los costos y el tiempo que ello implica. Por ejemplo, el emisor debe tener una solidez de la que muchas veces carece la mediana empresa, considerando que los bonos se emiten a más de un año. Por parte del inversionista es un riesgo saber si la empresa permanecerá en el mercado para poder cumplir con la devolución de su dinero, pues se debe considerar que no tiene un historial de pago en emisiones de deuda.

### **3.2. Costo efectivo actual**

Los costos de colocación del MAV difieren sustancialmente de los del mercado principal. Para comprobarlo se utilizará un ejemplo elaborado en el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) en 2014, en el que se compara el costo efectivo del mercado principal (con datos reales) y el mercado alternativo, en cada caso para tres niveles de crédito. Ese ejemplo (cuadro 2.1) compara los costos de colocación de emisiones de US\$ 5, US\$ 10 y US\$ 15 millones, en el mercado principal y en el MAV. Todos esos costos, en soles, se han convertido a dólares.

En los tres casos el MAV tiene un costo menor: el costo de una emisión de US\$ 5 millones en el mercado principal es del 2.34%, mientras que en el

Cuadro 2.1. Costos de colocación: comparación de emisiones en el mercado principal y en el MAV, 2014 (US\$)

Concepto	Costo de colocación		Emisión en el mercado principal			Emisión en el MAV		
	Fuente	Tasa o monto anual	Empresa 1 5'000,000	Empresa 2 10'000,000	Empresa 3 15'000,000	Empresa 1 5'000,000	Empresa 2 10'000,000	Empresa 3 15'000,000
<b>Pago único</b>								
Estructuración (banco de inversión)	Costo de mercado (aproximado)	Emisión: 0.40%	20,000	40,000	60,000	20,000	40,000	60,000
Comisión de colocación	Costo de mercado (aproximado)	Emisión: 0.20%	10,000	20,000	30,000	10,000	20,000	30,000
Inscripción en la BVL	Tarifario	MP: 0.0375% MAV: 0.0188%	1,875	3,750	5,625	938	1,875	2,813
Asesoría legal	Costo de mercado (aproximado)	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000
Inscripción en la SMV	Tarifario	1 UIT	1,367	1,367	1,367	1,367	1,367	1,367
Inscripción del trámite anticipado en la SMV (opcional)	Tarifario	1 UIT	1,367	1,367	1,367	1,367	1,367	1,367
Impresión del prospecto marco	Costo de mercado (aproximado)	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750
Aviso en un diario	Costo de mercado (aproximado)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Kit digital (MVNet)	Tarifario	210	210	210	210	210	210	210
Inscripción en Cavali	Tarifario	MP: 100 MAV: 85	100	100	100	85	85	85
<b>Subtotal</b>			<b>63,669</b>	<b>95,544</b>	<b>127,419</b>	<b>62,716</b>	<b>93,654</b>	<b>124,591</b>

<b>Pago periódico</b>											
Costo de auditoría (KPMG)	Costo de mercado (aproximado)	12,000	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000	12,000
BVL: derecho de cotización	Tarifario	MP: 0.002% emisión MAV: 0.001% emisión	1,200	1,200	2,400	3,600	600	1,200	1,200	1,200	1,800
Cavali: mantenimiento	Tarifario	Emisión: 0.001%	1,200	1,200	1,800	1,800	1,200	1,200	1,200	1,200	1,800
Clasificadoras de riesgo	Costo de mercado (aproximado)	1,000	24,000	24,000	24,000	24,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000
Contribución a la SMV por supervisión	Tarifario	0.005% emisión	3,000	6,000	9,000	9,000	3,000	3,000	6,000	6,000	9,000
MVNet (pago anual)	Tarifario	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
<b>Subtotal</b>			<b>53,460</b>	<b>57,660</b>	<b>62,460</b>	<b>28,860</b>	<b>28,860</b>	<b>32,460</b>	<b>32,460</b>	<b>36,660</b>	<b>36,660</b>
<b>Total</b>			<b>117,129</b>	<b>153,204</b>	<b>189,879</b>	<b>91,576</b>	<b>91,576</b>	<b>126,114</b>	<b>126,114</b>	<b>161,251</b>	<b>161,251</b>
Costo de colocación / Emisión (%)			2.34	1.53	1.27	1.83	1.83	1.26	1.26	1.08	1.08

UIT: S/. 3,800, tipo de cambio US\$ 1= S/. 2.78.

Fuente: Elaboración propia con base en datos del MEF.

MAV es solo del 1.83%; el costo de una emisión de US\$ 10 millones en el mercado principal es del 1.53% de la emisión, mientras que en el MAV es solo del 1.26%; el costo de una emisión de US\$ 15 millones en el mercado principal es del 1.27% de la emisión, mientras que en el MAV es solo del 1.08%. Los costos fijos son casi similares pero la diferencia se produce en los costos periódicos. También, se comprueba que cuanto mayor sea la emisión los costos serán relativamente menores.

Estas diferencias a favor del MAV se explican por factores como:

- 1) Menores requisitos para la colocación de una oferta pública primaria<sup>6</sup> en la BVL: en el mercado principal se solicita la participación de un representante de los obligacionistas, elevar a escritura pública los contratos o los actos de emisión y presentar el informe de dos clasificadores de riesgo; en cambio, en el mercado alternativo solo se solicita el contrato estándar, el prospecto estándar y un informe de clasificación de riesgo (tabla 2.2).

Tabla 2.2. *Oferta pública primaria en la Bolsa de Valores de Lima: requisitos para colocación en el mercado principal y en el mercado alternativo, 2015*

Requisitos	Mercado principal	MAV
Representante de obligacionistas	Sí	No
Elevar a escritura pública los contratos o los actos de emisión	Sí	No
Contrato estándar entre emisor e inversionista	No	Sí
Prospecto estándar (no necesidad de estructurador)	No	Sí
Informes de clasificación de riesgo	Dos	Uno

Fuente: Casafranca, 2012.

- 2) Requisitos más flexibles para listar en la BVL:

- En el mercado principal existe la obligación de presentar la información financiera individual anual de los dos últimos ejercicios, mientras que en el mercado alternativo solo la del último ejercicio.

6. Según las definiciones que emplea la BVL, la oferta pública primaria es la oferta pública de nuevos valores que efectúan las personas jurídicas, mientras que la oferta pública secundaria es aquella que tiene por objeto la transferencia de valores emitidos y colocados previamente.

- En el mercado principal es obligatoria la presentación de información sobre el cumplimiento de los principios del BGC desde el momento en que se empieza a listar, mientras que en el mercado alternativo esta obligación se presenta a partir del tercer año del ingreso.
- En el mercado principal la presentación de los estados financieros debe ser trimestral, mientras que en el mercado alternativo es semestral (tabla 2.3).

Tabla 2.3. *Listado en la Bolsa de Valores de Lima: requisitos en el mercado principal y en el mercado alternativo, 2015*

Requisitos	Mercado principal	MAV
Memoria anual	Dos últimos ejercicios	Último ejercicio
Memoria anual	Dos últimos ejercicios	Último ejercicio
Anexo de información sobre el cumplimiento de principios de BGC	Sí	A partir del tercer año
Informes de clasificación de riesgo	Dos	Uno
Información financiera individual anual auditada	Dos últimos ejercicios	Último ejercicio
Presentación de estados financieros individuales	Trimestral	Semestral
Adecuación de estados financieros a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) del International Accounting Standards Board (IASB)	Sí	Sí
Régimen especial de sanciones	No	Sí

Fuente: Casafranca, 2012.

- 3) Mayores facilidades para la inscripción en el RPMV de una oferta pública primaria: los plazos y los requisitos del mercado principal son más exigentes que el MAV en la remisión de información financiera y sobre el grupo económico, la memoria anual y la clasificación de riesgo (figura 2.1).

En ese mismo orden de ideas, los plazos y los requisitos para la inscripción en el RPMV de una oferta pública secundaria presentan menores exigencias de remisión de información financiera en el mercado alternativo, en comparación con las obligaciones que se imponen en el mercado principal (figura 2.2).

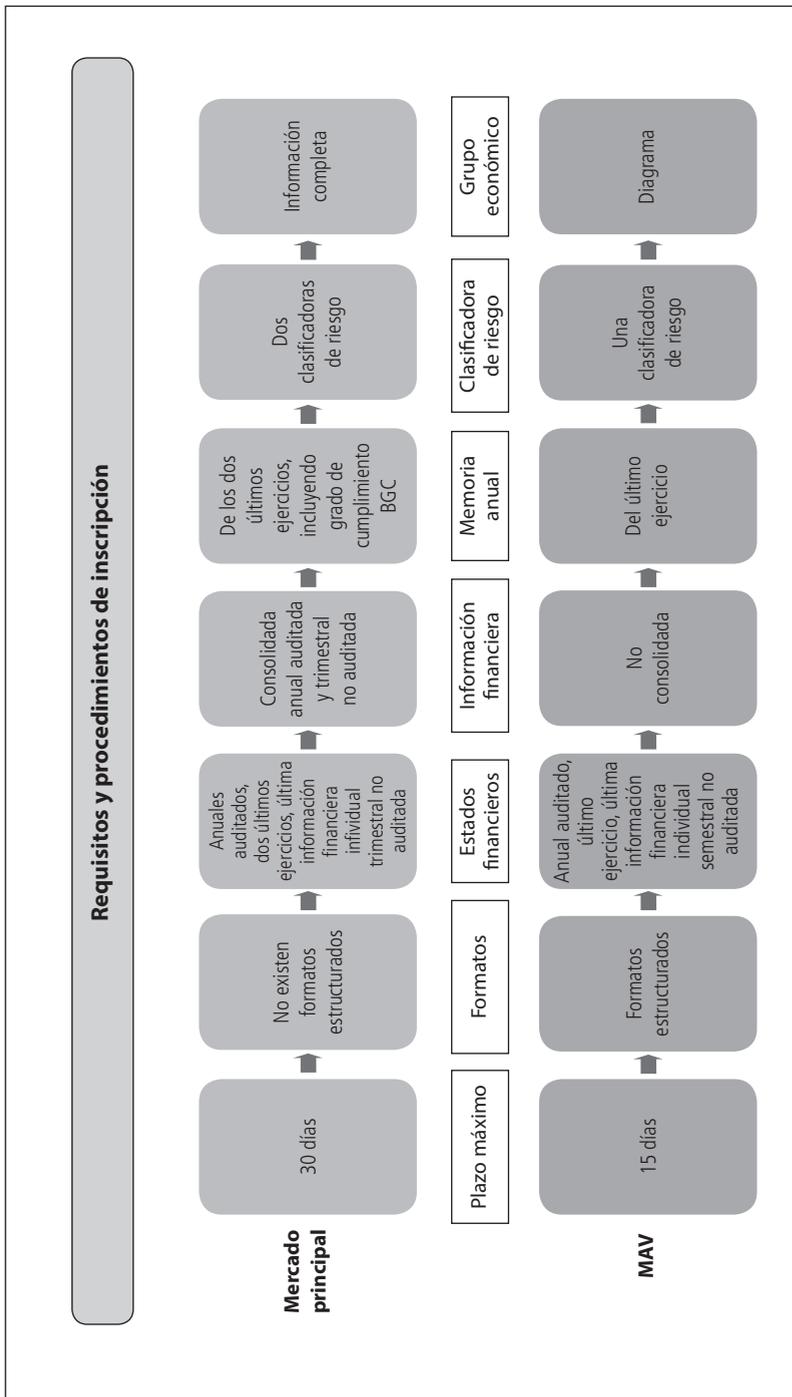


Figura 2.1. Registro Público del Mercado de Valores: requisitos y procedimientos para la inscripción de oferta pública primaria en el mercado principal y en el mercado alternativo, 2013  
 Fuente: Palacio, 2013.

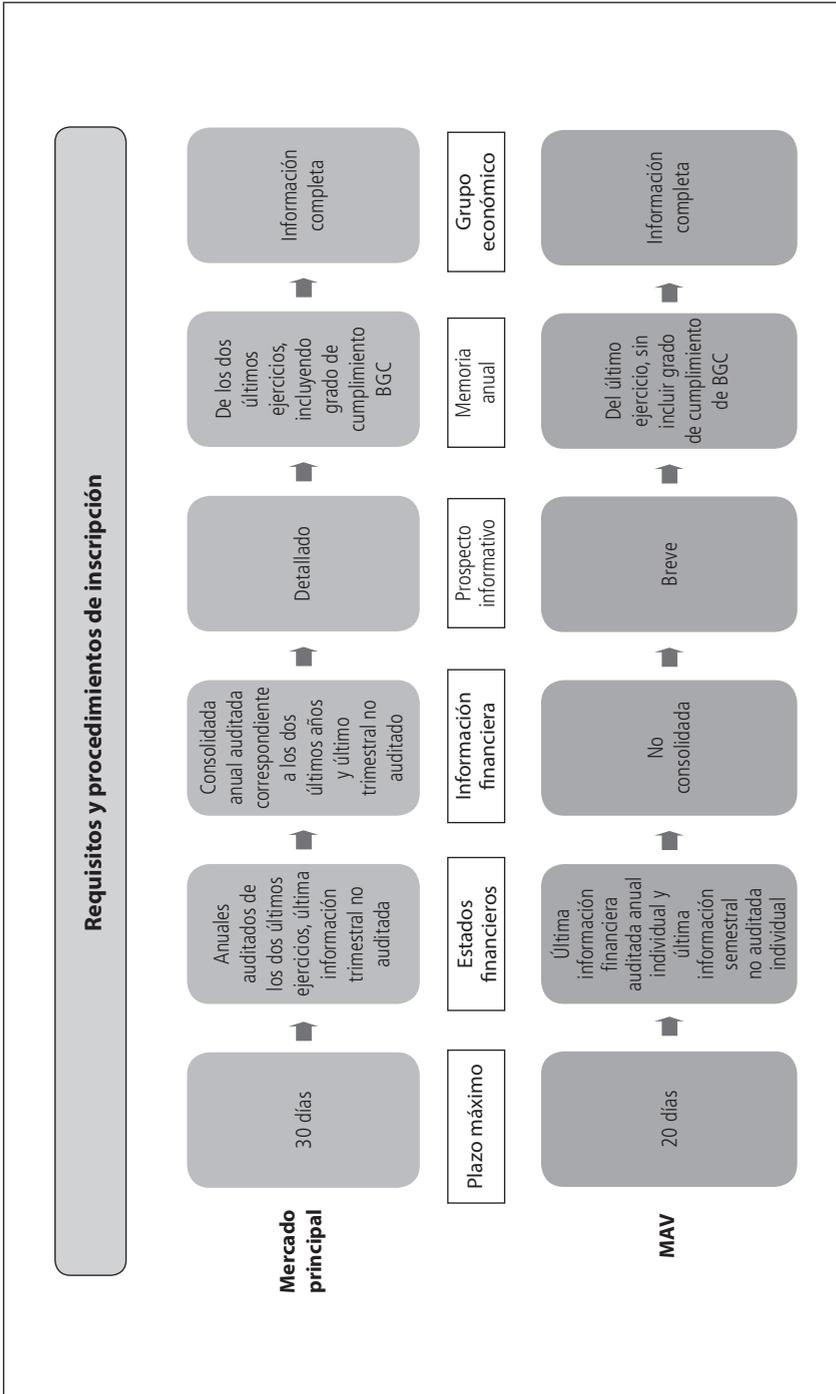


Figura 2.2. Registro Público del Mercado de Valores: requisitos y procedimientos para la inscripción de oferta pública secundaria en el mercado principal y en el mercado alternativo, 2013

Fuente: Palacio, 2013.

### 3.3. Emisiones

Hasta la fecha, cuatro empresas han emitido instrumentos de corto plazo en el MAV (cuadro 2.2):

- Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar: hasta la fecha ha realizado ocho colocaciones, en su primera colocación obtuvo una tasa del 6% a 180 días y en la última, una tasa del 5.75% a 330 días.
- Triton Trading ha realizado tres colocaciones en las cuales obtuvo tasas del 6%, el 5.6% y el 5.25%, respectivamente a 180, 181 y 182 días.
- A. Jaime Rojas Representaciones Generales: en su primera y única colocación obtuvo una tasa del 6% a 180 días.
- Laboratorios Medrock: ha realizado dos colocaciones, en la primera obtuvo una tasa del 3.70% a 180 días y en la segunda, una tasa del 3.4%, que a la fecha ha sido la tasa más baja dentro de este segmento, a 180 días.

Cuadro 2.2. MAV: empresas emisoras de valores, por montos, al 2015

Empresa	Monto de la emisión	Vigencia del programa	Colocación	Monto colocado	Tasa (%)	Plazo (días)
Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar	US\$ 2'000,000.00	6 años	1	500,000	6.00	180
			2	500,000	6.00	120
			3	500,000	6.00	180
			8	500,000	5.75	330
A. Jaime Rojas Representaciones Generales	S/. 10'000,000.00	6 años	1	1'000,000	6.00	180
Triton Trading	US\$ 2'000,000.00	6 años	1	500,000	6.00	180
			2	500,000	5.60	181
			3	500,000	5.25	182
Laboratorios Medrock	S/. 10'000,000.00	6 años	1	1'000,000	3.70	180
			2	1'000,000	3.40	180

Fuente: Diario Gestión, El Comercio, Semana Económica, SMV.  
Elaboración propia.

Respecto de los beneficios de una emisión de bonos en el MAV se debe señalar que el acceso a un financiamiento permanente permite a la empresa

rentabilizar todas sus oportunidades de crecimiento, puesto que genera valor al incrementar el grado de utilización de la capacidad instalada de planta y mejorar las economías de escala por el incremento de su capital de trabajo para operaciones.

Los efectos positivos sobre la utilidad neta, la capitalización de la empresa y la generación de beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones productivas (Ebitda, por la sigla en inglés de Earnings before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations) establecen la posibilidad de entregar dividendos a los accionistas o apalancar una ampliación del tamaño de planta (Mendiola *et al.*, 2014).

Según la Sociedad Nacional de Pymes, existen aproximadamente 800,000 medianas y pequeñas empresas en el Perú, las cuales podrían cumplir con las condiciones legales para su ingreso al mercado alternativo. Sin embargo, este mercado aún no ha despegado debido a que los inversionistas tienen miedo a lo desconocido, lo que se refleja en el alto riesgo de apostar a favor de un tipo de mercado que no ha tenido un precedente similar, la falta de una cultura bursátil y el que los potenciales emisores prefieran utilizar la banca comercial como casi único medio de financiamiento.

Otro motivo de la falta de dinámica es la escasa demanda por parte de los inversionistas institucionales, ya que tanto las AFP como las compañías de seguros no han participado de manera activa en este mercado debido a que, antes de adquirir estos valores, la SBS debe evaluarlos y aprobarlos.

EL MAV SE PRESENTA COMO una opción de financiamiento orientada a las medianas empresas para fomentar su desarrollo frente a la brindada a través del mercado principal, el cual se orienta a la gran empresa.

Sus normas buscan contribuir al desarrollo del mercado de valores peruano y facilitar una fuente de financiamiento para la mediana empresa, al generar mayor competencia y crecimiento con menores tasas en los montos de financiamiento, costos inferiores de colocación y de listado, y menores requerimientos y obligaciones de información frente a los establecidos en el mercado principal. Sin embargo, desde el 2012 en que se

aprobó su reglamento hasta la fecha solo cuatro empresas han emitido valores, lo que pone en evidencia que el desarrollo de esta alternativa de financiamiento requiere cambios de orden legal y operativo. Para identificar cuáles son estos cambios se recurrirá al análisis de las experiencias internacionales y a la opinión de los *stakeholders*.

# 3

---

## Experiencias de mercados alternativos de valores

En el presente capítulo se analizan experiencias extranjeras en el mercado de valores dirigido al segmento de las medianas empresas. Como referentes se tomarán los casos de países europeos, como Inglaterra y España, en los que se ha desarrollado más la experiencia bursátil en apoyo de las medianas empresas y también de países de América Latina, como Chile y Colombia, cuya realidad es más cercana a la del Perú, buscando extraer lecciones aplicables derivadas de estas experiencias.

### 1. España: Mercado Alternativo Bursátil

El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) operado por el grupo Bolsas y Mercados de España (BME)<sup>7</sup> es un mercado organizado, autorizado por el Gobierno español y supervisado por la Comisión Nacional del Mercado

7. Opera todos los mercados de valores y sistemas financieros en España. Se encuentra organizada en siete unidades de negocio: renta variable; renta fija; derivados; compensación y liquidación; difusión de información; consultoría; y nuevas tecnologías y formación. Además del MBE Sistema de Negociación / MAB, también lo integran la Bolsa de Madrid, la Bolsa de Barcelona, la Bolsa de Bilbao, la Bolsa de Valencia, la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) Mercado de Renta Fija, el Mercado Oficial de Futuros y Opciones Financieras de España (MEFF), la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S. A. Unipersonal (Iberclear), el Visual Trader, el BME Innova, el BME Market Data y la Infobolsa.

de Valores (CNMV), que ofrece un sistema de contratación, liquidación, compensación y registro de operaciones que se efectúen sobre:

- Acciones y otros valores de instituciones de inversión colectiva<sup>8</sup> (IIC).
- Valores e instrumentos emitidos o referidos a entidades de reducida capitalización.
- Otros valores e instrumentos que, por sus especiales características, se acogen a un régimen singularizado.

### 1.1. Historia y contexto económico-financiero

De acuerdo con lo señalado por el *Informe Anual 2006* sobre los mercados de valores y su actuación, durante los años 2002 al 2006 el aumento de la liquidez y una mayor disposición hacia el riesgo favorecieron el desarrollo de fórmulas de inversión dirigidas principalmente a inversores institucionales y a inversores particulares de elevado patrimonio, con el objetivo de explotar oportunidades de rentabilidad y riesgo con un elevado potencial (CNMV, 2006: 37).

El 2006, la economía española creció el 3.9%, lo que supuso un incremento de cuatro décimas respecto del 3.5% del 2005 (cuadro 3.1).

La demanda interna siguió siendo el principal factor de crecimiento, con un 4.9%, aunque disminuyó ligeramente el consumo de los hogares y de las administraciones públicas. El incremento de las exportaciones permitió reducir el efecto negativo de la demanda externa y compensar la disminución en el crecimiento de la demanda interna. El IPC en el 2006 se redujo en un 1%, comparado con el 3.7% del 2005.

En este contexto económico, el Gobierno español autorizó la creación de un sistema organizado para la negociación de acciones de sociedades de inversión de capital variable (Sicav) y otros valores. Este sistema organizado de negociación fue denominado MAB y comenzó a funcionar el 29 de mayo de 2006, y atrajo a 2348 Sicav procedentes de los «corros

8. Son aquellas que captan públicamente fondos, bienes o derechos para invertirlos y gestionarlos de forma conjunta en activos financieros o no financieros.

Cuadro 3.1. *España: principales indicadores económicos, 2002-2006*

Indicadores	2002	2003	2004	2005	2006
PBI	2.7	3.0	3.2	3.5	3.9
Demanda interna	3.3	3.8	4.9	5.2	4.9
Consumo de los hogares	2.8	2.8	4.2	4.2	3.7
Consumo de la administración pública	4.5	4.8	6.3	4.8	4.4
Formación bruta de capital fijo	3.4	5.3	5.1	6.9	6.3
Demanda externa neta	-0.6	-0.8	-1.7	-1.7	-1.0
Exportaciones	2.0	3.7	4.1	1.5	6.2
Importaciones	3.7	6.2	9.6	7.0	8.4
Índice de precios al consumidor (IPC) interanual (a diciembre)	4.0	2.6	3.2	3.7	2.7
Crecimiento del empleo	2.9	4.4	4.1	5.6	3.6
Tasa de paro	11.6	11.4	10.6	8.7	8.3
Balanza de cuenta corriente y de capital (% del PBI)	-2.2	-2.5	-4.3	-6.5	-8.2
Capacidad o necesidad de financiamiento de la administración pública (% del PBI)	-0.3	0.0	-0.2	1.1	1.8

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE), Banco de España, Ministerio de Economía y Hacienda.

electrónicos»<sup>9</sup> y a otras 57 entidades que iniciaron su actividad de manera directa en este sistema.

## 1.2. Marco normativo

El marco normativo está dado por la Ley del Mercado de Valores, la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva y las distintas normas bursátiles.

Se debe señalar que el desarrollo del MAB fue posible con la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva que permitía a las Sicav no cotizar en bolsa si se establecía un sistema alternativo para la provisión de liquidez, lo que se logró con la modificación de la Ley del Mercado de Valores.

### 1.2.1. Ley del Mercado de Valores

La Ley del Mercado de Valores (Ley 24, aprobada el 28 de julio de 1988) proclama como principio general la libertad de emisión sin necesidad de

9. Modo de contratación en la bolsa española que agrupa valores locales con cotización admitida en una sola bolsa y que, hasta el año 2010, se negociaban de viva voz.

autorización previa. La única excepción, contemplada en su Título XI, «Otros sistemas de negociación», concierne a los sistemas multilaterales de negociación y a la internalización sistemática.

Esta ley, en su artículo 118, considera como sistemas multilaterales de negociación:

... a todo sistema operado por una empresa de servicios de inversión, por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial, o por la entidad constituida al efecto por una o varias sociedades rectoras, [...] que ha de estar participada al 100 por ciento por una o varias sociedades rectoras, que permita reunir, dentro del sistema [...] los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en esta Ley.

Las sociedades rectoras<sup>10</sup> deberán tener como objeto social exclusivo la gestión de este sistema. Para el caso del MAB, la sociedad o la entidad rectora es BME, Sistemas de Negociación S. A. una de las empresas que forma parte del grupo BME. Asimismo, se señala:

- La creación de sistemas multilaterales de negociación será libre. La CNMV siempre verificará que la empresa de servicios de inversión cuente con la autorización respectiva, que la sociedad rectora cumpla con tener por objeto social exclusivo la gestión del sistema y que ha de participar al 100% en una o varias sociedades rectoras. Asimismo, las entidades rectoras deberán elaborar un reglamento de funcionamiento referido a la gestión del sistema multilateral de negociación, que será autorizado por esa comisión.
- Las entidades rectoras del sistema de negociación deberán proporcionar o asegurarse de que exista información disponible para el público que permita a los usuarios tomar decisiones respecto de los instrumentos negociados en el sistema multilateral de negociación, con la finalidad de procurar transparencia y eficiencia en la formación de los precios.

10. Son las responsables de la organización y el funcionamiento interno del sistema multilateral de negociación, y serán titulares de los medios necesarios para gestionar el mercado.

Esta ley fue posteriormente modificada por las leyes 37/1998 (Ley de Reforma) y 44/2002 (Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero). Esta última regula las funciones de verificación y control respecto del adecuado manejo de los registros contables por parte de las entidades participantes y los procesos de compensación y liquidación de valores admitidos a negociación en las bolsas de valores españolas, en el mercado de deuda pública que se lleva a cabo por la Central de Anotaciones en Cuenta del Estado (CADE), en la AIAF Mercado de Renta Fija, así como en Latibex, el mercado de valores latinoamericanos en euros.

### **1.2.2. Ley de Instituciones de Inversión Colectiva**

La Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (Ley 35, del 4 de noviembre de 2003) tuvo como objetivo adaptar la regulación de las instituciones de inversión colectivas a las nuevas necesidades del sector. Los principios básicos que establece esta ley son:

- La liberalización de la política de inversión, ya que se abandonó el enfoque basado en una multitud de categorías legales de IIC y en la limitación de activos aptos para la inversión. Esta norma introdujo mayor flexibilidad y más libertad en la definición de los perfiles inversores de las IIC.
- El reforzamiento de la protección de inversores pues, con el fin de prevenir posibles conflictos de intereses, se consideró adecuado fortalecer las obligaciones de transparencia y las normas de conducta.
- El perfeccionamiento del régimen de intervención administrativa mediante el cual se buscó mejorar la agilidad del procedimiento administrativo y reforzar la seguridad jurídica de los inversores.

Los principales aspectos que desarrolla esa ley en el ámbito legal son:

- Flexibiliza el régimen regulador de la oferta de IIC, que se equipara al existente en otros países, al admitir la creación de IIC por compartimientos y la posibilidad de ofrecer diferentes clases de acciones o participaciones dentro de la misma IIC.
- Sustituye las clasificaciones vigentes hasta el año 2003 en los fondos de inversión de carácter financiero, los cuales se categorizaban en función de su vocación inversora, determinada por la CNMV.

- Crea un nuevo régimen relativo a las sociedades de inversión en el que solo se consideran como IIC las Sicav.
- Elimina el requisito de cotización en bolsa para estas sociedades y permite la agilización de los trámites administrativos.

Sobre el régimen financiero destacan estas disposiciones:

- Amplía el abanico de activos en los que pueden invertir las IIC: depósitos en entidades de crédito, instrumentos del mercado monetario no cotizados y cualquier derivado sobre un activo apto.
- Brinda mayor flexibilidad en determinados límites de inversión: inversión en otras IIC por encima del 5%, pero menos del 50%.

En cuanto a la protección de la inversión estos son los factores que destacan:

- Dispone un régimen de información periódica: la obligación de las gestoras de contar con un departamento de atención al cliente y de informar a los partícipes de sus decisiones en el ejercicio de los derechos políticos en los fondos administrados.
- Regula los casos en los que sea obligatorio ejercer los derechos políticos, según la cuantía y la estabilidad de la participación del fondo en la sociedad.

Los principales aspectos acerca de las gestoras y los depositarios de IIC son:

- Regula la posibilidad de que las gestoras presten servicios de gestión individualizada de carteras y asesoramiento sobre inversiones.
- Exige a los depositarios que participen como entidades en los sistemas de compensación, liquidación y registro en los mercados donde operarán.
- Adecua el ordenamiento español a las últimas directivas comunitarias en materia de IIC, y regula el ejercicio del pasaporte europeo para las gestoras españolas que deseen prestar sus servicios en otros países de la Unión Europea, de forma recíproca.

### 1.2.3. Modificación de la Ley del Mercado de Valores

La Ley 47/2007, publicada el 19 de diciembre de 2007, dictada para adecuar el mercado de valores al sistema de la Unión Europea, modificó el Título XI de la Ley del Mercado de Valores, lo que permitió a las Sicav no cotizar en bolsa, al establecer un sistema alternativo para la provisión de liquidez.

### 1.2.4. Normas bursátiles

Además de las leyes citadas, las circulares y los reglamentos del MBE Sistemas de Negociación/MAB precisan aspectos puntuales del funcionamiento del sistema. Entre los más importantes están:

- *Circular 2/2010*. Requisitos y procedimientos aplicables a la incorporación y la exclusión del MAB de acciones emitidas por Sicav: el reglamento del Mercado de Valores señala las reglas generales para incorporar y excluir los valores y los instrumentos financieros en negociables en él y la documentación requerida para esa incorporación y exclusión, y diseña el procedimiento a seguir para tal efecto. Esta circular detalla los requisitos, la documentación y el procedimiento aplicables para incorporar y excluir del mercado las acciones emitidas por las Sicav.
- *Circular 3/2010*. Régimen aplicable a las entidades de capital de riesgo cuyos valores negociables se incorporen al MAB: desarrolla los principales aspectos requeridos por una regulación específica para que los valores emitidos por las entidades de capital de riesgo puedan negociarse en el mercado. Se ocupa de «... los procedimientos de incorporación de estos valores negociables y la información que habrán de suministrar al mercado, y los compromisos de liquidez y contrapartida asociados a la misma» (BME, 2010: 1).
- *Circular 4/2010*. Régimen aplicable a las IIC de inversión libre y a las IIC de IIC de inversión libre cuyos valores de incorporen al MAB: establece los requisitos y los procedimientos aplicables para que los valores emitidos por IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre; tanto acciones, en el caso de sociedades de inversión, como participaciones, en el caso de fondos de inversión, puedan negociarse en este mercado, remitiéndose en los aspectos restantes al régimen que se aplica a las Sicav de régimen general.

- *Circular 5/2010*. Requisitos y procedimientos aplicables a la incorporación y a la exclusión en el MAB de acciones emitidas por empresas en expansión: fija las pautas de admisión y exclusión de acciones de empresas de ese segmento.
- *Circular 8/2010*. Información relativa a las Sicav con acciones incorporadas a negociación en el MAB:
  - Regula la información exigible a estas sociedades con posterioridad a la incorporación de sus valores a este mercado, simplifica y optimiza al máximo la remisión de información con la finalidad de evitar repeticiones innecesarias.
  - Recoge el régimen de comunicación y publicación de la información por parte del mercado, incorpora los elementos necesarios y las vías de coordinación con la difusión realizada por la CNMV.
  - Establece los casos en los que se podrá suspender la contratación de esos valores.
- *Circular 9/2010*. Información a suministrar por empresas en expansión incorporadas a negociación en el MAB: detalla los requisitos de información exigibles a las entidades de reducida capitalización después de la incorporación de sus acciones al mercado, tanto los relativos a la información de carácter periódico como los correspondientes a la información de carácter ocasional, y el régimen de comunicación y publicación de la información por parte del mercado.

Para la determinación del tipo y de las características de la información exigible se procura un equilibrio entre dos principios definidos:

- El principio de suficiencia de la información: los inversores deben tener a su disposición un volumen de información razonable para adoptar con conocimiento de causa sus decisiones de compra o venta de acciones.
  - El principio de simplicidad: propio de la filosofía que inspira el MAB y, en particular, el segmento correspondiente a las entidades de reducida capitalización.
- *Circular 10/2010*. Asesor registrado: señala, de manera expresa, que las empresas consideradas dentro del segmento empresas en expansión del MAB deben ofrecer información comprensible y adecuada a los inversionistas interesados; además de obligarse a

actuar de acuerdo con un conjunto de requisitos propios y específicos de tal segmento, para todo lo cual se ha estimado necesario que cuenten con la colaboración de un asesor especializado.

Serán los asesores registrados quienes validen la idoneidad de las empresas interesadas en incorporarse al segmento empresas en expansión y las asesoren en el cumplimiento de las obligaciones que les corresponden, así como en la elaboración y la presentación de la información financiera y empresarial requerida para actuar en el citado segmento. Los asesores facilitarán la inserción de las empresas a este segmento y las orientarán en su actuación en el régimen de negociación de sus valores.

Las características que deberán cumplir los asesores registrados son:

- Ser personas jurídicas.
  - Tener experiencia en el asesoramiento a empresas en relación con su actuación en el mercado de valores.
  - Contar con personal calificado y con experiencia en las áreas de la actividad.
  - Indicar las relaciones y los vínculos que mantengan con las empresas en las cuales se desempeñan como asesores registrados.
  - Establecer una separación entre sus actuaciones como asesores registrados y los restantes cometidos que puedan llevar a cabo en el segmento empresas en expansión.
- *Circular 1/2011*. Requisitos y procedimientos aplicables a los aumentos de capital de entidades cuyas acciones estén incorporadas a negociación al MAB: detalla los requisitos, la documentación y los procedimientos aplicables a la incorporación en este mercado de acciones nuevas emitidas por medio de cualquiera de las modalidades de aumento de capital previstas por la legislación mercantil y por parte de entidades cuyas acciones ya se encuentren incorporadas en este mercado. La norma precisa que el emisor deberá presentar una solicitud de incorporación de las acciones de nueva emisión y el respectivo documento de ampliación; además, los requisitos y los procedimientos serán similares a lo señalado por la Circular 5/2010.
  - *Circular 1/2013*. Procedimientos de supervisión del MAB: esta circular, que dejó sin efecto y sustituyó a la Circular 12/2010,

desarrolla las normas aplicables a los procedimientos de supervisión que se tramitarán si se tiene indicios o información relativa a un posible incumplimiento de la normativa del MAB y de las comunicaciones a la CNMV, en casos en los cuales haya motivos de sospecha razonable de la existencia de un posible incumplimiento de la normativa en materia de abuso de mercado.

- *Reglamento 1/2013*. Reglamento general del MAB: regula la composición, el funcionamiento, las operaciones y las reglas de actuación del sistema multilateral de negociación denominado MAB. La norma se divide en nueve títulos, referidos a los siguientes aspectos:
  - Disposiciones generales, las cuales establecen el objeto y el ámbito de aplicación del reglamento, la denominación, los órganos de gobierno y el régimen jurídico de este mercado.
  - Órganos de gobierno.
  - Miembros, que señala requisitos, derechos y obligaciones de los miembros y las entidades que participan de este mercado.
  - Incorporación, información, suspensión, interrupción y exclusión de valores negociables.
  - Contratación, que establece normas generales, segmentos de contratación y acuerdos de liquidez.
  - Difusión de información, que señala las normas generales, la difusión de información previa y posterior a la negociación y la difusión general de información sobre la actividad de este mercado.
  - Compensación y liquidación de operaciones y registro de valores negociables.
  - Supervisión del mercado.
  - Resolución de controversias.
- *Circular 2/2014*. Texto reunido de los requisitos y los procedimientos aplicables a la incorporación y la exclusión en el MAB de acciones emitidas por empresas en expansión: esta circular, que sustituye y deja sin efecto las circulares 5/2010 y 1/2014, detalla los requisitos, la documentación y el procedimiento aplicables para la incorporación y la exclusión de las acciones emitidas por empresas de reducida capitalización.

Respecto de los requisitos señala:

- Las características que deberán tener las entidades emisoras.
- El contenido de los estatutos sociales.
- Las acciones susceptibles de ser incorporadas.
- La designación del asesor registrado.
- La presentación del contrato de liquidez.

Asimismo, la norma señala que, para solicitar su incorporación, el emisor deberá presentar una solicitud y el folleto informativo de oferta de valores, o el documento informativo de incorporación al mercado; además, establece los casos en que los valores negociados podrán ser excluidos de la negociación.

- *Circular 3/2014*. Miembros y entidades participantes en el MAB: esta circular, que deroga la Circular 1/2010:
  - Establece el régimen aplicable a los miembros y las entidades participantes. Especifica quienes son considerados miembros del mercado y quienes, entidades participantes.
  - Señala los requisitos legales y los medios técnicos y personales que deberán disponer; el procedimiento de admisión, inspección y supervisión; las situaciones que afecten su condición de miembro; y las medidas disciplinarias y de supervisión, si se presentase alguna de las causas de incumplimiento.

### 1.3. Características

El MAB es un mercado con una regulación a la medida, con costos y procesos adaptados a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, a empresas de capital de riesgo, a las sociedades de inversión libre, a las sociedades anónimas de inversión que cotizan en el mercado inmobiliario (Socimi) y a las Sicav.

Este mercado se caracteriza por:

- Ser promovido por el BME y supervisado por la CNMV.
- Ser un sistema de negociación multilateral, operado por las bolsas de las diversas comunidades autónomas.
- Utilizar la plataforma de contratación electrónica del Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) empleada por las empresas que cotizan en bolsa bajo la modalidad de contratación, la cual

cruza órdenes solo dos veces al día (*fixing*); estas se concentran en dos subastas: a las 12 m. y las 4 p. m.

- Cotizar valores de la Unión Europea y también de América Latina.
- Ser una herramienta complementaria de financiación de la que se pueden beneficiar las pymes con perspectivas de crecimiento, para desarrollarse y competir en igualdad de condiciones en los mercados globales.
- Dirigirse a empresas que no tienen el tamaño ni la estructura necesarios para cotizar en el mercado continuo de la Bolsa Oficial de Valores, pero sí poseen proyectos de expansión que requieren financiar.
- Estar dirigido a inversionistas institucionales y particulares que gozan de un régimen de información y de contratación diseñado especialmente para este tipo de empresas.
- Ser un mecanismo que proporciona financiación, visibilidad, liquidez y valoración a las empresas que cotizan en este mercado.

#### 1.4. Efectos de su implementación

De acuerdo con el informe anual sobre mercados de valores y su actuación en 2013, los efectos más importantes de la implementación del MAB fueron (CNMV, 2013: 61):

- Empresas participantes. El número de sociedades cotizadas aumentó de 3015 registradas a fines del 2012 a 3066.
- Capitalización. Esta alcanzó los € 32,200 millones, un 30.7% más que al cierre del 2012.
- Contratación. Igualmente aumentó y llegó a los € 5,900 millones, un 36.2% más que en el año anterior.

En este mercado, el segmento de Sicav tiene el mayor peso en términos de número de empresas, capitalización y contratación (cuadro 3.2).

El MAB ha logrado que 23 empresas hayan realizado ampliaciones de capital por € 200 millones en un periodo de difícil acceso a otras fuentes de financiación. El acceso a este mercado alternativo ayuda a las empresas a superar sus carencias, mediante:

Cuadro 3.2. MAB: sociedades cotizadas, por segmento, 2012-2013

Tipo	Empresas (número)		Capitalización (millones de euros)		Contratación (millones de euros)		Variación (%)
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	
Entidades de capital de riesgo	1	1	54.0	49.3	0.2	0.3	33.7
Empresas en expansión	22	23	528.8	1,677.7	51.9	279.2	437.4
Sicav	2,986	3,035	23,776.0	27,572.2	4,261.0	5,594.6	31.3
Sociedades de inversión libre	6	5	247.9	2,747.9	16.4	22.0	33.8
Socimi	—	2	—	124.3	—	0.2	—
<b>Total</b>	<b>3,015</b>	<b>3,066</b>	<b>24,606.7</b>	<b>32,171.2</b>	<b>4,329.6</b>	<b>5,896.3</b>	<b>36.2</b>

Fuente: CNMV.

- La profesionalización de su gestión.
- La mejora de la imagen de la marca, ya que el acceso a este mercado les permite mayor visibilidad ante clientes y proveedores.
- La transparencia, al presentar su información financiera y los hechos de importancia ocurridos en las empresas.

Además, les posibilita conocer el valor de la empresa, aportar liquidez para sus accionistas al ampliar la base accionaria y tener cierto impacto mediático, lo que constituye publicidad gratuita y apoya un incremento notable de las ventas.

Las comunidades autónomas concedieron beneficios tributarios a favor de las empresas en expansión, como la deducción por inversión en acciones:

- *Generalitat de Cataluña*. Este beneficio, aprobado en 2009, dispone que, en la parte de la cuota íntegra del impuesto sobre la renta de las personas físicas correspondiente a la comunidad autónoma, los contribuyentes puedan aplicar una deducción del 20% de los montos invertidos durante el ejercicio en la adquisición de acciones, como consecuencia de acuerdos de ampliación de capital suscritos por medio del segmento de empresas en expansión del MAB. El importe máximo de esta deducción es de € 10,000.
- *Comunidad de Aragón*. Este beneficio se aprobó por Ley 12/2010 (Ley de Medidas Tributarias de la Comunidad Autónoma de Aragón) y considera una deducción de la cuota íntegra autonómica del impuesto por inversión en acciones de entidades que cotizan en el segmento de empresas en expansión del MAB.
- *Comunidad de Galicia*. Este beneficio se aprobó en 2011 y considera la deducción por inversión en acciones de entidades que cotizan en el segmento de empresas en expansión del MAB.
- *Comunidad de Madrid*. Este beneficio se aprobó en 2010 y considera la deducción por la adquisición de acciones correspondientes a procesos de ampliación de capital o de oferta pública de valores, en ambos casos mediante el segmento de empresas en expansión del MAB.

Asimismo, el Gobierno central y las comunidades autónomas otorgan ayudas a las empresas en expansión. En el primer caso a través del finan-

ciamiento de los gastos asociados a la preparación de la salida al mercado de las compañías de mediana capitalización, por intermedio de la Empresa Nacional de Innovación S. A. del Ministerio de Industria, Energía y Turismo. En el segundo caso por medio de programas de incentivos para el fomento de la innovación y el desarrollo empresarial, como en la Comunidad de Andalucía; o de líneas de financiación para apoyar a empresas en la preparación de su salida al MAB, como el Institut Valencià de Finances en la Comunidad Valenciana.

### 1.5. Principales *stakeholders*

Los *stakeholders* son los grupos de interés intervinientes que pueden afectar o resultar afectados por este mercado. Entre los principales se encuentran:

- *CNMV*. Es el organismo encargado de la supervisión y la inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de todos los intervinientes. La comisión fue creada por la Ley 24/1988 con el objetivo de velar por la transparencia de los mercados de valores españoles y por la correcta formación de precios; así como proteger a los inversores. Para ello, supervisa a las sociedades que emiten u ofrecen valores que colocan de forma pública, a los mercados secundarios de valores, a las empresas que prestan servicios de inversión y a las instituciones de inversión colectiva.
- *Inversionistas*. Este grupo está formado por inversionistas particulares e institucionales, pues por sus características el mercado alternativo resulta atractivo para ellos frente a los valores bursátiles tradicionales.
- *BME*. Es el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros en España.
- *Iberclear*. Es el depositario central de valores español, constituido de acuerdo con la Ley 44/2002. Gestiona dos plataformas de liquidación: CADE, que liquida valores de renta fija (sean públicos o privados), y SCLV, que liquida valores negociados en la bolsa. El MAB utiliza la segunda plataforma.
- *Entidades colocadoras*. Son las instituciones financieras que acuden a los mercados en busca de inversores interesados en participar en la oferta pública.

- *Emisores*. En este mercado pueden actuar como emisoras:
    - Empresas en expansión que buscan expandir su escasa capitalización, por lo general aquí se ubican aquellas que cumplen con la definición de pequeña y mediana empresa establecida por la Recomendación de la Comisión 203/361/CE<sup>11</sup>.
    - IIC cuyo objetivo es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos. Pueden ser sociedades de inversión o fondos de inversión.
    - Socimi. Cuyo objetivo social consiste en la tenencia de activos de naturaleza urbana para su arrendamiento (mediante adquisición o promoción), de acciones o participaciones en el capital social de otras Socimi o entidades extranjeras de análoga o similar actividad (conocidas como Real Estate Investment Trust).
  - *Asesores registrados*. Es una figura creada para las empresas en expansión del MAB. Entre sus funciones se encuentran: valorar la idoneidad de las empresas interesadas en incorporarse a este mercado alternativo, asesorarlas en el cumplimiento de las obligaciones que les correspondan y en la elaboración y la presentación de la información financiera y empresarial requerida. Intervienen en todas las fases del proceso de incorporación de los emisores:
    - En la fase de decisión, identifican y evalúan las características de la empresa con el fin de determinar su potencial de cotización, para lo cual realizarán el debido proceso (*due diligence*) del negocio, evaluarán las proyecciones financieras y la prepararán para su ingreso.
11. Según el artículo 2 de esta recomendación, los límites financieros que definen las categorías de empresas son:
- Medianas empresas: las que ocupan entre 50 y 250 personas y cuyo volumen de negocios anual esté entre € 10 y € 50 millones, o cuyo balance general anual se ubique entre € 10 y € 43 millones.
  - Pequeñas empresas: las que ocupan entre 10 y 50 personas y cuyo volumen de negocios anual o cuyo balance general anual estén entre € 2 y € 10 millones.
  - Microempresa: empresas que ocupan a menos de 10 personas y cuyo volumen de negocios anual o cuyo balance general anual no superen los € 2 millones.

- En la fase de incorporación, apoyan a las empresas en la selección de entidades colocadoras, preparan los documentos de incorporación y de información para su presentación y coordinan el proceso final de salida al MAB.
- En la fase posincorporación, mientras la empresa cotice en este mercado el asesor registrado realizará labores de supervisión mediante la asesoría permanente a la empresa, la ayudará en el cumplimiento de los requisitos de información que le sean solicitados y comprobará, a partir de procedimientos de supervisión internos, que la información suministrada por las empresas se ajuste a las normas vigentes.

Las condiciones que deberán cumplir para inscribirse en el Registro de Asesores Registrados se encuentran señaladas en el artículo 1 de la Circular 10/2010.

- *Proveedores de liquidez.* Son empresas de servicios de inversión o entidades de crédito con las que la sociedad que cotiza o alguno de sus accionistas hubiera suscrito un contrato de liquidez. El objetivo de los contratos de liquidez es favorecer la liquidez de las transacciones con el propósito de conseguir una suficiente frecuencia de contratación y reducir las variaciones en el precio cuya causa no sea la propia tendencia del mercado, y así garantizar que las transacciones tengan un mejor precio en todo momento.
- *Auditores.* Son empresas contratadas por el emisor para que revisen, examinen y evalúen los resultados de la gestión administrativa y financiera para elaborar un informe o dictamen sobre ellas, realizar las observaciones y las recomendaciones pertinentes para mejorar la eficacia y la eficiencia de su desempeño, y que puedan ingresar a cotizar en este mercado.

## 1.6. Aspectos críticos

Uno de los aspectos críticos en el MAB, que provocó una crisis en este mercado en julio del 2014, es la asimetría de información, pues aquella que se remite al mercado no es, en todos los casos, cierta o exacta, lo cual puede dar lugar a actos fraudulentos. Es el caso de la empresa de conexiones

de *wi fi* Gowex, cuyas acciones en la bolsa se desplomaron el 1 de julio de 2014, tras la publicación de un informe de la firma de análisis Gotham City Research el cual puso en evidencia que su valor de capitalización declarado (€ 1400 millones), en realidad era cero. Tras su suspensión en la bolsa, el presidente de Gowex admitió haber falseado la información, por lo menos desde hace cuatro años, lo que provocó que el valor de las acciones cayera drásticamente en menos de 24 horas y tuviera que retirarse del mercado.

Otro aspecto crítico es la falta de capacidad de detección, alerta temprana y corrección del mercado por parte del BME, como ente supervisor, y de la CNMV. Más aún cuando la mayoría de las empresas cuenta con auditoras pequeñas y desconocidas que han desempeñado una gestión incompetente, con la consecuente pérdida de confianza en este mercado por parte de los inversionistas. Esta debilidad tampoco la compensa la actuación del asesor registrado, quien solo tiene una función de asistencia en el cumplimiento de las obligaciones de los emisores y, al no cerciorarse de que la información financiera de la empresa sea congruente con la realidad, deja abierta la posibilidad de presentar información falsa.

Por último, un tercer aspecto crítico es la falta de mayores incentivos tributarios. Estos podrían darse respecto al impuesto sobre sociedades, para mejorar el tratamiento de los dividendos y las plusvalías, la exención o la bonificación en el impuesto de transacciones patrimoniales y actos jurídicos documentados para las compañías que aumenten capital, o la ampliación de incentivos fiscales para la transmisión sucesoria de acciones de sociedades incluidas en el MAB, y la deducción en la cuota íntegra del impuesto a la renta de las personas físicas en el caso particular de pequeños ahorristas que interviniesen en forma estable en compañías de este mercado.

### **1.7. El papel del Estado**

En España, las empresas con planes de expansión y crecimiento no tenían acceso al mercado de valores para conseguir financiación, con lo cual la consecución de sus objetivos se veía limitado. Para llenar ese vacío, el Gobierno español autorizó la creación del MAB, diseñado para este segmento con el fin de ser una plataforma de mayor transparencia para las empresas; es decir, que puedan someterse a la llamada disciplina de mercado, reducir su opacidad y así elevar su capitalización. Con la reforma del sistema

financiero español en múltiples aspectos el Gobierno busca ahondar en los requerimientos de transparencia y su vigilancia es esencial para fomentar los mercados alternativos.

A raíz del escándalo de Gowex, el Estado se planteó ampliar e incrementar las responsabilidades de la sociedad rectora del MAB y el BME, desde el punto de vista de la supervisión, a la vez que la CNMV ha intensificado los controles sobre dicha rectora con la finalidad de impulsar un sistema de controles y auditoría que garantice que este mercado funcione de manera adecuada. Otra de las medidas en este sentido es el incremento de las exigencias a las empresas auditoras, con el propósito de reducir su número y dejar fuera a aquellas pequeñas y desconocidas.

## **2. Inglaterra: Alternative Investment Market**

El mercado de inversión alternativo (AIM, por la sigla de Alternative Investment Market) es un submercado de la Bolsa de Valores de Londres (LSE, por London Stock Exchange) que permite a las empresas pequeñas ingresar al mercado de valores con un sistema regulatorio más flexible que el aplicable al mercado principal.

### **2.1. Historia y contexto económico-financiero**

El AIM se creó en junio de 1995 por la LSE, como un mercado para pequeñas compañías en crecimiento con el objeto de que aumentasen su capital. Reemplazó al mercado de valores no listados (USM, por Unlisted Securities Market), principalmente usado como una plataforma de intercambio para empresas más pequeñas que buscaban «graduarse» e ingresar al mercado mayor de la LSE. El USM fracasó en medio de una crisis financiera severa provocada por el aumento de las tasas de interés y una recesión en el Reino Unido.

El AIM permite garantizar a las empresas integrantes el acceso a la mayor base de capitales del mundo, consagrada solo para las pequeñas y las medianas empresas. Además, ha logrado atraer tanto a un gran número de sectores como a diferentes países. El AIM se ha convertido en un mercado mundial que cuenta con empresas italianas, alemanas, suecas, indias,

chinas, australianas y estadounidenses, entre otras. Goza de una merecida reputación por sus reglas estrictas pero justas, las cuales responden a las necesidades de las medianas empresas en crecimiento, a las cuales proporciona un ambiente rentable, favorable para que puedan acceder a los mercados públicos y financien su expansión.

Por numerosas razones, este mercado es muy atractivo para los inversionistas, sobre todo por los antecedentes sólidos que presenta: así, de marzo del 2003 a agosto del 2006, el índice del AIM subió el 84%, en comparación con un alza del 60% del Financial Times Stock Exchange (FTSE) 100 en el mismo periodo. El FTSE 100 es el índice de la LSE, formado por sus cien principales valores.

Con el crecimiento del AIM se han integrado, poco a poco, más inversionistas institucionales a este mercado, principalmente por el justo equilibrio entre flexibilidad y reglamentación que satisface tanto a las empresas como a los inversionistas.

## 2.2. Marco normativo

El AIM está regulado por la LSE. Es un mercado autorregulado en el que los asesores de inversión designados (*nomad*, por *nominated investments advisors*) son los responsables de asegurar que las compañías listadas cumplan con la regulación establecida para este mercado (Bauer & Boritz, 2006).

De acuerdo con la *Guía Principal del Mercado de Capitales del AIM* (Guía AIM), su éxito se sustenta en un entorno normativo diseñado de manera específica para satisfacer las necesidades de las pequeñas empresas y de aquellas en crecimiento, al mismo tiempo que ofrece una adecuada protección al inversionista. El AIM también se beneficia de ser parte integral del portafolio de mercados ofrecidos por la LSE.

Según la Guía AIM, los criterios de ingreso al mercado están diseñados para empresas en crecimiento:

- No se requieren antecedentes de emisiones previas.
- No se exigen criterios mínimos de tamaño (capitalización de mercado).

- No se requiere experiencia en la comercialización de valores, ningún nivel prescrito de acciones a ser colocadas en oferta pública ni número de trabajadores o monto de facturación.

Una vez admitida en el AIM, las responsabilidades para la empresa siguen siendo sencillas y están dirigidas a fomentar su crecimiento; por ejemplo, no hay requisito alguno para las empresas que exija obtener la aprobación previa de los accionistas para la preparación de circulares, excepto en ciertas circunstancias.

Sin perjuicio de lo indicado, para incorporarse al AIM las reglas de mercado establecen que las acciones admitidas necesitan estar libres de restricciones para su transferencia. Asimismo, los valores deben estar disponibles para ser comercializados vía electrónica. Las compañías participantes deben designar y retener un bróker y un *nomad* durante toda su permanencia en este mercado.

Las compañías deben pagar un derecho de ingreso a la LSE. Aquellas consideradas como sociedades de inversión deben cumplir con las condiciones especiales que establece la LSE. La regla clave en este mercado es que, como condición, estas sociedades de inversión deben ofrecer al mercado, como mínimo, £ 3 millones al momento de su admisión al AIM.

Las empresas de los sectores minería o recursos naturales deben cumplir con las notas para las compañías de minería, petróleo y gas de la LSE. La regla clave aquí es que la compañía necesita tener preparado un informe elaborado por una persona competente bajo los estándares de la LSE.

La LSE tiene el poder de imponer sanciones a las compañías partícipes en este mercado por fallas en el cumplimiento de sus normas. En el caso de las sanciones menores se emite una nota de advertencia, para reincidencias o incumplimientos con alcances más serios el equipo del AIM tiene la autoridad de imponer multas o censurar a una compañía y, en casos muy extremos, puede llegar a cancelar los valores de la compañía.

El AIM utiliza normas contables como la IAS 8, denominadas también como normas generalmente aceptadas en el Reino Unido (UK GAAP) o en los EUA (US GAAP).

### 2.3. Características

El AIM es un mercado autorregulado con reglas diseñadas específicamente para satisfacer las necesidades de las pequeñas empresas y de aquellas en crecimiento, al mismo tiempo que ofrece una adecuada protección al inversionista (tabla 3.1).

Tabla 3.1. AIM: principales características, 2015

Característica	Detalle
Fecha de inicio	El 19 de junio de 1995.
Naturaleza del mercado	Mercado no reglamentado, regulado por la LSE.
Tipos de empresas	Petites et Moyennes Entreprises (PME), equivalente a pequeña y mediana empresa, y Purchasing Managers Index (PMI), indicador europeo que mide el estado de la economía con respecto de diversos sectores, de todo tamaño y de todos los sectores.
Sectores más representados	Finanzas, industria y servicios.
Número de empresas	Aproximadamente 1590.
Operaciones para el ingreso	Oferta pública u oferta privada.
Difusión mínima de títulos al público	No hay mínimo, salvo al menos £ 3 millones para las sociedades de inversión.
Documentos de admisión	Prospecto Visa United Kingdom Listing Authority (UKLA) obligatorio y documentos de admisión.
Especialista obligatorio para el ingreso al AIM	<i>Nomad</i> y bróker.
Compromiso de conservación de títulos ( <i>lock-in</i> ) durante un año	Para las sociedades que no tienen dos años de actividad al momento de su admisión.
Capitalización bursátil	Ningún mínimo exigido.
Estados financieros históricos	No exigible.
Normas contables	Norma IAS 8.
Información financiera	Estados financieros anuales auditados y semestrales no auditados.
Garantías de precio	No se requiere.
Sanciones al incumplimiento de las reglas del mercado	Multa, suspensión, publicación de la sanción aplicada y los hechos sancionados, sanciones penales por abuso de mercado.

Fuente: LSE.

## 2.4. Efectos de su implementación

Aunque el AIM ha existido por aproximadamente una década, las condiciones recientes del mercado facilitaron un crecimiento sin precedentes, el cual sorprendió inclusive a mercados maduros como el National Association of Securities Dealers Automated Quotation (Nasdaq) y la New York Stock Exchange (NYSE), en atención a su número de Initial Public Offering (IPO) desde el 2004.

El destacable crecimiento del AIM no está exento de cierto grado de escepticismo. Los críticos señalan que en este mercado los inversionistas son muy fáciles de manipular y defraudar, por sus menores grados de información y estándares de gobierno corporativo (Mendoza, 2008).

No obstante las críticas, este mercado ha capitalizado su éxito en Londres, que se ha evidenciado por su volumen de IPO, el número de compañías listadas y la emisión de acciones, cada una de las cuales ha crecido a un ritmo casi exponencial en los últimos años. El AIM no es un mero beneficiario gratuito (*free rider*) de Londres ni de la reputación de la LSE; por el contrario, su éxito se debe a que proporciona un producto escaso en el mercado, es decir, un acceso rápido y de bajo costo al capital público para empresas más pequeñas con alto potencial de crecimiento. El estatus de Londres como uno de los principales puertos financieros del mundo simplemente se suma a la prominencia y el éxito del AIM (Mendoza, 2008).

## 2.5. Principales *stakeholders*

Entre los principales grupos de interés de este mercado se encuentran:

- *Inversionistas*. Son los interesados en la adquisición de los instrumentos ofrecidos en el AIM, quienes prefieren entender cómo las compañías funcionan y se manejan, por lo que es recomendable que la estructura de la empresa sea simple y pueda ser comprendida con facilidad por los potenciales inversores. Con este propósito, según la Guía AIM, es también preferible tener una sola clase de acciones y un esquema de portafolio de inversiones sencillo.
- *Emisores*. Son las empresas que buscan conseguir capital mediante la emisión de valores en el AIM. Como ya se señaló, estas empresas no están sujetas a mayores requisitos.

- *LSE*. Regula al AIM y está interesada en el desarrollo de este submercado. Permite a compañías más pequeñas emitir valores con un sistema regulatorio más flexible que el aplicable al mercado principal.
- *Asesores*. Son los profesionales o las consultoras que brindan apoyo a la empresa mediante el proceso de emisión de valores y una vez que esta es admitida al AIM. Los asesores aseguran tanto que las firmas seleccionadas tengan la apropiada experiencia en el sector y en el mercado, como su compromiso de trabajar con estas después de la emisión.
- *Brókers*. Bajo las reglas del AIM, cada empresa debe tener un bróker todo el tiempo. Su función en un inicio consiste en medir el tipo de inversionistas interesados en adquirir las acciones de la compañía al momento de su admisión a este mercado, y en cualquier futura obtención de capital. Además, asesora de manera permanente sobre el mercado y las materias relacionadas con la transacción de valores, el precio de los valores y las oportunidades de inversión.
- *Nomads*. Estos asesores pueden ser una firma contable o un banco de inversión. Están regulados por la LSE y las entidades reguladoras británicas. Desempeñan un papel clave en este mercado, pues son responsables de las firmas que listan en él, de la evaluación de la compañía y de sus directores. Además, realizan el *due diligence* de la empresa, supervisan la preparación de los documentos de admisión y confirman a la LSE que la compañía está apta para el ingreso a dicho mercado. Asimismo, actúan como un regulador, a nombre de la LSE, para asegurar que una compañía listada cumpla con todos los requisitos y las obligaciones bajo la regulación del mercado de valores del AIM, durante el listado y todo el tiempo posterior. Su integridad la respaldan sus altos estándares y su experiencia, así como un riguroso proceso de aceptación (toma al menos dos o tres meses obtener la aprobación). Cabe señalar que pueden ser sancionados o penalizados si no cumpliesen con el debido proceso.
- *Market makers*. Los «creadores de mercado» son los vendedores de valores y responsables de asegurar que siempre haya precios de compra y venta respecto de los valores a su cargo. Desempeñan una importante función en el mercado secundario, como proveedores de

liquidez, al asegurar que los inversionistas tengan sustento suficiente para comprar o vender valores de una compañía.

- *Profesionales de apoyo.* Son los contadores responsables del reporte contable, los abogados encargados del *due diligence* y las firmas financieras que realizan giras promocionales (*road shows*) y las reuniones uno a uno con los inversionistas, quienes también son parte importante en el proceso de emisión de valores en este mercado y tienen un especial interés en que el AIM continúe desarrollándose, pues es una valiosa fuente de ingresos para estos participantes del mercado.

## 2.6. Aspectos críticos

Uno de los aspectos críticos, como señala Mendoza (2008) y ya se mencionó con anterioridad, es la posibilidad de que los inversionistas en este mercado puedan ser manipulados e incluso defraudados con facilidad, debido a los menores niveles de información y estándares de gobierno corporativo de las empresas participantes. A pesar de ello, se considera que este es un mercado exitoso por las consideraciones reseñadas previamente.

Otro de los aspectos críticos de este mercado, esta vez positivo, es el relacionado con los *nomads*. Estos asesores de inversión designados se consideran respetables y buscan en todo momento proteger su reputación, razón por la cual tienen una significativa responsabilidad de vigilancia de las compañías a su cargo. Como resultado, a pesar de que la mayoría de las compañías listadas son emergentes (*start ups*) y pueden ser de alto riesgo, se han presentado pocas situaciones de crisis en el AIM en todos sus años de existencia. Esto permite deducir que este ha sido un factor crítico para el éxito de este mercado.

Además, los *nomads* deben tener independencia de las compañías para las que actúan como asesores y así evitar conflictos de interés entre las múltiples firmas y las otras partes. Estas reglas están incluidas en los criterios de elegibilidad que se les aplica. Algunas otras reglas relevantes son:

- La plantilla (*staff*) no calificada será debidamente supervisada y la firma continuará cumpliendo con los criterios de elegibilidad en cualquier momento, como si fueran nuevos postulantes.

- Serán consideradas elegibles solo las firmas que, como mínimo, han practicado finanzas corporativas por dos años, han sido asesores principales en tres transacciones relevantes<sup>12</sup> durante ese tiempo y empleado por lo menos cuatro ejecutivos calificados<sup>13</sup>.

Todas estas exigencias garantizan la reputación de los *nomads* y su compromiso para con las empresas que asesoran, lo cual con certeza ha contribuido de manera significativa al éxito de este mercado.

## 2.7. El papel del Estado

Las empresas participantes en el AIM deberán cumplir, además, con los requisitos legales del Reino Unido para las ofertas de valores y las restricciones a las promociones financieras incluidas en la ley de servicios y mercados financieros (The Financial Services and Markets Act) aprobada en el 2000. Para las empresas del exterior puede ser un requisito el cumplimiento de las leyes que rigen la venta de valores en su país de origen.

Según esa ley, los objetivos de la autoridad de servicios financieros (FSA, por Financial Services Authority o, simplemente, The Authority) son:

- Mantener la confianza en el sistema financiero, lo que incluye los mercados financieros y bursátiles.
- Promover el conocimiento público del sistema financiero, conocer los beneficios y los riesgos asociados con los diferentes tipos de inversión u otros acuerdos financieros y la provisión de apropiadas información y asesoría.
- Proveer un adecuado grado de protección a los consumidores, considerando los diferentes tipos de riesgo asociados a las distintas clases de inversiones u otras transacciones, las diversas experiencias que los consumidores pueden tener en relación con las diferentes actividades reguladas, y las necesidades de los consumidores

12. Transacciones relevantes son los IPO o Take Overs en la Unión Europea, pero podrían considerarse otras jurisdicciones no pertenecientes a la Unión Europea.

13. Los ejecutivos calificados deben ser empleados a tiempo completo, se deben haber desempeñado como asesores de finanzas corporativas por tres años y haber estado involucrados en, por lo menos, tres transacciones relevantes.

en cuanto a asesoría e información apropiada. Todo guiado por el principio general de que los consumidores deben ser responsables de sus decisiones.

- Reducir los crímenes financieros como cualquier forma de fraude o falta de honradez, conductas inapropiadas, mal uso de información relacionada con el mercado financiero o el manejo de los productos del delito.

En la gestión de los temas a su cargo The Authority debe seguir los principios generalmente aceptados del BGC, en la medida en que sea razonable considerarlos como aplicables.

### **3. Chile: Mercado de Empresas Emergentes**

El Mercado de Empresas Emergentes, o Mercado de Acciones para Empresas Emergentes, de la Bolsa de Comercio de Santiago se encuentra regulado por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) de Chile, la cual permite el ingreso al mercado de valores a empresas nuevas o con pocos años de constituidas con el objetivo de buscar financiamiento para un plan de negocios innovador o para proyectos con un fuerte potencial de crecimiento.

#### **3.1. Historia y contexto económico-financiero**

Como una manera de enfrentar las nuevas necesidades de la economía nacional, generadas principalmente por un escenario mundial aún en proceso de globalización, el Estado chileno impulsó una serie de medidas contenidas en la llamada Primera Reforma al Mercado de Capitales, la que se dio a conocer de manera pública en abril del 2001 (Contreras *et al.*, 2005).

En las quince medidas que contiene se incluyó la creación de un nuevo Mercado de Acciones para Empresas Emergentes, segmento de la bolsa orientado principalmente a renta variable, cuyo propósito, entre otros, es instaurar una alternativa de financiamiento para empresas que, sin tener el tamaño de aquellas que transan en el mercado tradicional, buscan desarrollar negocios con un alto grado de innovación y/o presentan un fuerte potencial de crecimiento.

Este mecanismo permite a los inversionistas un beneficio tributario, con lo que busca favorecer la inversión en empresas con gran potencial de crecimiento o que cuenten con proyectos innovadores.

### 3.2. Marco normativo

El marco normativo está dado por la ley y las normas específicas de la SVS. Las más importantes son:

- Norma General 118 de la SVS, de mayo del 2001. Establece las reglas para la inscripción en el registro de valores de sociedades anónimas y sus acciones, que serán transadas en los mercados para empresas emergentes que regulen las bolsas de valores. Asimismo, fija las normas de difusión, colocación y obligaciones de información continua.
- Ley 19768, de octubre del 2001. Introduce adecuaciones de índole tributaria al mercado de capitales y flexibiliza el mecanismo de ahorro voluntario. Establece que las enajenaciones de acciones listadas en la bolsa emergente estarán exentas del impuesto a la ganancia de capital por un plazo de tres años contados a partir de la fecha de la primera colocación de acciones en el mercado por la empresa. El plazo máximo de colocación fue el 31 de diciembre de 2014.
- Manual de Operaciones del Mercado de Acciones de Empresas Emergentes de la SVS, aprobado mediante Resolución 362 en noviembre del 2001. Manual que detalla las normas generales y las instrucciones que rigen el funcionamiento de este nuevo mercado.

### 3.3. Características

El Mercado de Empresas Emergentes se caracteriza por ser flexible y abierto, y una alternativa atractiva para sociedades que presentan un alto potencial de crecimiento e interesantes proyectos de expansión. De manera particular, este segmento bursátil está orientado a:

- Empresas nuevas, o constituidas hace pocos años, que buscan financiamiento para un plan de negocios innovador.
- Empresas que participan en sectores que deben desarrollar alta tecnología, son de rápida expansión o cuentan con proyectos con fuerte

potencial de crecimiento, para cuyo financiamiento necesitan un aumento de capital.

Las condiciones que debe cumplir la empresa para registrarse son:

- Presentar una solicitud de inscripción en el Registro de Valores de la SVS.
- Presentar copias de los contratos con al menos un *sponsor* y un *market maker*, en los que deben describirse los derechos, las obligaciones y los términos económicos derivados de la relación entre las partes.
- Realizar un aumento de capital de al menos el 10% de las acciones emitidas.

De otro lado, los accionistas registrados antes de la nueva emisión y que tienen la gestión de la empresa no pueden enajenar el control de la sociedad durante un periodo de seis meses, a partir de la fecha de inscripción en la bolsa y de la colocación de la nueva emisión de acciones. Se debe realizar por lo menos un *road show* anual para participantes del mercado.

Para que una empresa pueda listar en el Mercado para Empresas Emergentes se deben cumplir los siguientes pasos:

- Contactar un *sponsor* que evalúe la viabilidad de apertura de la sociedad y su posterior inscripción.
- Estar inscrita en el Registro de Valores de la SVS.
- Suscribir contratos con el *market maker* y el *sponsor*.
- Estar inscrita en la bolsa.
- Colocar sus acciones por medio de un agente colocador, que puede ser el mismo *market maker* o *sponsor*, u otra institución autorizada para actuar como agente colocador de títulos en el mercado.

Al *market maker*, que obligatoriamente debe ser corredor de la Bolsa de Comercio de Santiago, le corresponde velar por la liquidez de los títulos de las empresas que listan en este mercado. Esta tarea se lleva a cabo mediante el ingreso de ofertas de compra y venta dentro del horario de negociación, con el fin de generar liquidez y continuidad en las transacciones del instrumento en el cual participa.

El *sponsor*, por su parte, es la entidad que apoya a la empresa en su relación con el mercado, la orienta en la elaboración de los informes necesarios para su inscripción en el Registro de Valores de la SVS, su inscripción en la bolsa y en el cumplimiento de las normas que regulan el mercado de valores. Se trata de entidades especializadas en el desarrollo de procesos de apertura de sociedades, como corredores de bolsa, bancos y sus filiales, y sociedades especializadas en actividades de consultoría y asesoría financiera.

Una misma entidad puede cumplir, en forma simultánea, las funciones de *sponsor* y *market maker* de la empresa interesada en emitir acciones en el Mercado de Empresas Emergentes.

La principal ventaja de esta bolsa es la exoneración del impuesto a las ganancias de capital para inversiones; es decir, quienes invierten en acciones de sociedades que listan en el Mercado de Empresas Emergentes no pagan impuestos por las ganancias de capital obtenidas cuando venden estas acciones en el mercado. Este beneficio está establecido por un lapso de tres años, como un incentivo para una mayor participación de inversores en este segmento.

#### **3.4. Efectos de su implementación**

Un análisis periodístico del primer lustro de funcionamiento de este segmento no le era favorable:

A casi cinco años de su creación, la mayoría de los actores del mercado coincide en que la bolsa emergente no ha tenido el resultado esperado. Las aperturas bursátiles no han estado ni siquiera cerca de la revolución que prometían ser. Hasta la fecha, son ocho empresas que se han listado en esta bolsa, aprovechando los beneficios tributarios que ofrece. Durante este año, sólo se ha inscrito Paz Corp. (Soza, 2006).

Posteriormente, otras empresas inscribieron sus valores en este mercado.

#### **3.5. Principales *stakeholders***

Entre los principales *stakeholders* identificados se encuentran:

- *Emisores*. Empresas nuevas, o constituidas hace pocos años, que buscan financiamiento para un plan de negocios innovador o participan en sectores que deben desarrollar alta tecnología; o empresas de rápida expansión con proyectos con fuerte potencial de crecimiento, para cuyo financiamiento requieren necesariamente de un aumento de capital.
- *Inversionistas*. Aquellos interesados en la adquisición de valores del mercado de empresas emergentes de Chile.
- *Market maker*. Un corredor de la Bolsa de Comercio de Santiago cuya función consiste en velar por la liquidez de los títulos de las empresas que listan en el Mercado de Empresas Emergentes. Esta tarea se lleva a cabo mediante el ingreso de ofertas de compra y venta dentro del horario de negociación, con el fin de generar liquidez y continuidad en las transacciones del instrumento en el que participa.
- *Sponsor*. Entidad que apoya a la empresa en su relación con el mercado, la orienta en la elaboración de los informes necesarios para su inscripción en el Registro de Valores de la SVS, su inscripción en bolsa y en el cumplimiento de las normas que regulan el mercado de valores.
- *Bolsa de Comercio de Santiago*. Encargada de facilitar a las empresas emisoras el acceso a distintas fuentes de financiamiento que coopera en la generación de valor para los inversionistas y permite que intermediarios y clientes transen instrumentos financieros en un ambiente de confianza y transparencia.

### 3.6. Aspectos críticos

Un aspecto crítico es el de los participantes en este mercado. Al respecto, la aludida evaluación periódica sostiene:

Lo que a muchos les llama la atención es que la mayoría de las compañías listadas difícilmente pueden considerarse «emergentes», como el caso de Cencosud, Ripley y Corpbanca [...]. Las razones son diversas, aunque muchos creen que una de las principales es que no se tomó bien en cuenta la visión de los inversionistas (Soza, 2006).

También recoge la opinión de Patricio Cortés, director del Centro de Emprendimiento de la Universidad del Desarrollo:

... la bolsa emergente no ha logrado despegar y creo que nunca lo va a lograr. Es un esfuerzo enorme absolutamente inútil. El diseño que tiene esta bolsa no comprende los intereses de los inversionistas. Ellos dicen muchas gracias por el esfuerzo, pero la verdad es que no la vamos a usar. En el caso de la bolsa emergente chilena, es muy improbable que las empresas que buscan atraer —las que tienen alto potencial de crecimiento— estén pensando entrar a bolsa. Ello porque las compañías emergentes en Chile no tienen el tamaño suficiente como para conseguir financiamiento en la bolsa (Soza, 2006).

Igualmente, cita las declaraciones de Juan Vargas, gerente de Finanzas Corporativas de LarrainVial:

... hay que considerar que una empresa chica o mediana en Estados Unidos corresponde a una grande en Chile. Para que se justifique la apertura en bolsa, el tamaño colocado en el mercado debiera ser como mínimo US\$ 20 millones. «¿Cuántas empresas en Chile pueden colocar esta suma, sin perder el control de la compañía?», se pregunta. Para él, es claro que la bolsa emergente no ha motivado nuevas aperturas. Aunque los incentivos tributarios pueden ser una ayuda, el efecto que tienen es marginal (Soza, 2006).

### **3.7. El papel del Estado**

Dada la manera como se creó este mercado en el 2001, el papel del Estado es muy importante porque ofrece como principal ventaja a sus inversionistas un beneficio tributario: la exoneración del impuesto a las ganancias de capital por un periodo de tres años.

## **4. Colombia: segundo mercado**

El segundo mercado es, desde 1995, un mercado regulado por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) que abre el mercado de valores a pequeñas y medianas empresas.

#### 4.1. Historia y contexto económico-financiero

El mercado financiero colombiano ofrece una gran variedad de oportunidades y en él se pueden hallar excedentes de liquidez e instrumentos de financiación (Franco, 2013: 6). Pese a ello, no se ha podido mejorar el acceso de las medianas empresas al financiamiento por medio de préstamos:

Esta escasa utilización del crédito bancario, por ejemplo, por parte de las medianas empresas se puede atribuir principalmente a la insuficiencia de información y a los altos riesgos atribuidos a su financiamiento, lo que genera reticencia en las entidades bancarias a otorgarles préstamos; pero también se debe a los elevados costos del financiamiento, a las exigencias de los bancos y a la insuficiencia de las empresas (Franco, 2013: 30).

Dada la dificultad para lograr financiamiento de este segmento del mercado, «... predomina el uso de recursos propios para financiar inversiones y capital circulante o fuentes externas alternativas al crédito bancario, como el financiamiento de proveedores, o incluso las tarjetas de crédito» (Franco, 2013: 30).

En este contexto surge la necesidad de generar nuevas alternativas de financiamiento y, como consecuencia, de impulsar nuevos mecanismos:

La apertura de una nueva fuente de financiamiento de capital de trabajo (un segundo mercado), a empresas de tamaño pequeño y mediano representa un beneficio en dos aspectos fundamentales para una economía en crecimiento como la colombiana: por un lado, el hecho de dar un paso adelante en el desarrollo de una cultura de capital de riesgo donde los más beneficiados serían los emprendedores al poder encontrar diversidad de caminos para financiar sus proyectos productivos; de otro lado, el ingreso de competencia sana para los mecanismos de financiamiento privados donde, por simple ley de oferta y demanda, se esperaría que conduzca a una disminución en las tasas de endeudamiento ofrecidas al mercado. De igual forma, dada la naturaleza del mercado de capitales, se daría una mayor transparencia por parte de las empresas cotizantes como consecuencia de volver público su mecanismo de fondeo (Franco, 2013: 16).

## 4.2. Marco normativo

El segundo mercado se respalda en distintas normas administrativas que fueron convalidadas por decretos gubernamentales posteriores. Su acta de nacimiento fue la Resolución 400, de 1995, de la Superintendencia de Valores, en la actualidad SFC, que reguló su funcionamiento. En su artículo 1.4.0.1 lo definía como: «... las negociaciones de títulos cuya inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios se efectúe conforme a los requisitos establecidos en el presente título y cuya adquisición sólo puede ser realizada por los inversionistas autorizados» (Alba & Remolina, 2010: 325).

Respecto de las personas autorizadas para comprar y vender valores parte del segundo mercado, la Resolución 400 estipulaba que estos eran los inversionistas calificados: «... los cuales, en los términos del artículo 2 del Decreto 1121 de 2008, son equiparados al concepto de inversionista profesional establecido en el título quinto de la parte primera de la Resolución 400» (Alba & Remolina, 2010: 325).

En consecuencia, de conformidad con el artículo 1.5.2.2 de la mencionada resolución, [entre otros requisitos] podrá tener la calidad de inversionista profesional todo cliente que tenga la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender, evaluar y gestionar adecuadamente los riesgos inherentes a cualquier decisión de inversión, en tanto cuente con un patrimonio igual o superior a diez mil (10.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes (Alba & Remolina, 2010: 325).

En lo relacionado con la negociación de los títulos en el segundo mercado, a pesar de que el Título Cuarto de la Resolución 400 solo se refiere a la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), son tres las instancias que en orden cronológico deben cumplir las empresas al momento de una emisión o un listado de sus valores (figura 3.1): inscripción en el RNVE ante la SFC; depósito de los valores en el Depósito Centralizado de Valores S. A. (Deceval); e inscripción ante la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

Finalmente, en lo que atañe a los requisitos que deben cumplirse para la inscripción en el RNVE de los títulos que serán transados en el segundo

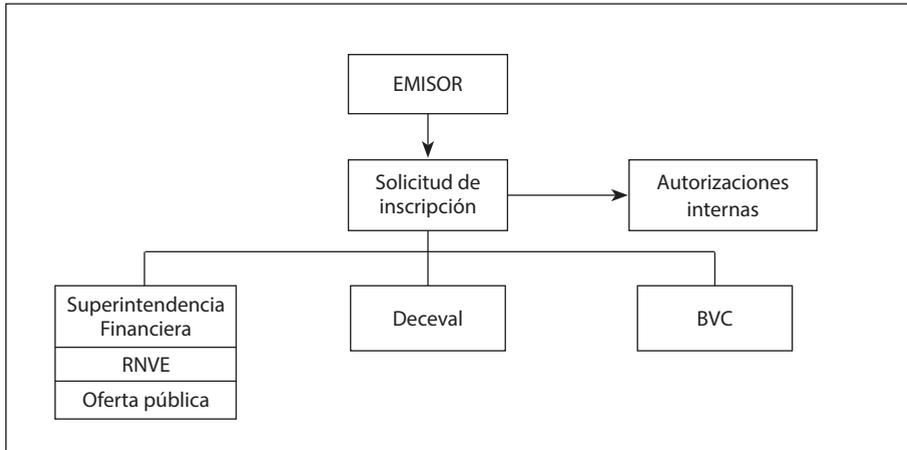


Figura 3.1. Segundo mercado: procedimiento para la emisión y el listado de valores

Fuente: Alba & Remolina, 2010: 326.

mercado, el artículo 1.4.0.8 de la Resolución 400 establece algunos requisitos particulares y menos estrictos que los previstos en su artículo 1.1.2.3 para la inscripción de emisiones que serán negociadas en el mercado principal. Así, dispone que, para efectos de la inscripción en el RNVE, deberán presentarse ante la SFC los siguientes documentos:

- Constancia expedida por el revisor fiscal, o por el representante legal para el caso de aquellas entidades que no tienen revisor fiscal, en la cual se certifique el cumplimiento de todos los requisitos legales para efectuar la emisión.
- Formulario de inscripción totalmente llenado según el formato establecido por la Superintendencia de Valores para el segundo mercado.
- Certificado de existencia y representación legal de la entidad emisora.
- Facsímil o modelo del respectivo valor, en el cual deberá incluirse en forma destacada que este solo puede ser adquirido por los inversionistas autorizados (Alba & Remolina, 2010: 327).

La mayor parte del contenido de la Resolución 400 se incorporó en el Decreto 2555 del Ministerio de Hacienda del 2010.

### 4.3. Características

Una de las principales características de este segundo mercado es que facilita el acceso y la permanencia en el mercado de valores de las medianas empresas, a partir del establecimiento de requisitos menos exigentes y más flexibles para su vinculación frente a los solicitados en el mercado principal (tabla 3.2).

Tabla 3.2. *Bolsa de Valores de Colombia: requisitos para listar en el mercado principal y en el segundo mercado*

Concepto	Mercado principal	Segundo mercado
Tiempo de respuesta de la SFC a la solicitud	30 días hábiles	10 días hábiles
Costo de inscripción en el RNVE	0.08 por mil del patrimonio del emisor	0.04 por mil del patrimonio del emisor
Derecho de oferta pública	0.35 por mil del monto total de la emisión	No se cobra derechos de oferta pública
Monto mínimo de 2000 salarios mínimos legales mensuales para la emisión de 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, etc.)	Sí	No
Inscripción RNVE y autorización de oferta pública	Luego de la evaluación, el análisis y la revisión de documentos se autoriza su inscripción en el RNVE y la oferta pública.	Los valores se darán por inscritos en el RNVE al remitirse los documentos exigidos y autorizarse su oferta pública.

Fuente: Campos *et al.*, 2014: anexo 8.

Algunas otras características no menos importantes del segundo mercado de acuerdo con Alba y Remolina (2010: 342-343) son:

- La reducción de la vulnerabilidad financiera de las empresas, la cual se logra al incrementar su acceso al mercado de valores y disminuir su dependencia de la deuda de corto plazo de los bancos.
- La posibilidad de que los ahorristas que cuentan con excedentes de liquidez puedan participar en la financiación de proyectos de

mediano y de largo plazo de la economía. A través de la transformación de los plazos del ahorro y la inversión, se modifican los recursos de corto plazo en capital de largo plazo.

- La facilitación de la liquidez, la diversificación y la socialización del riesgo para los agentes participantes.
- La oferta de una amplia variedad de productos con diferentes características como plazo, riesgo y rendimiento, de acuerdo con las necesidades de inversión o financiación de los agentes participantes del mercado.
- La obtención de recursos financieros a menor costo, ya que a través del mercado de valores el empresario de la emisión de títulos obtiene directamente de los inversionistas los recursos financieros que necesita sin necesidad de acudir a créditos bancarios, los cuales generan altos costos financieros, tienen márgenes (*spreads*) muy altos, plazos relativamente cortos y montos limitados, lo que se traduce en un incremento del riesgo del pasivo.
- El diseño de las fuentes de recursos financieros de acuerdo con las necesidades específicas del empresario emisor, en tanto este se encuentra facultado para definir las condiciones en que obtendrá los recursos financieros, las tasas de interés, la amortización, los plazos, etc.
- La proyección de la imagen corporativa del emisor, ya que a través del mercado público de valores el empresario puede dar a conocer las fortalezas y las oportunidades de inversión que su empresa representa.
- El otorgamiento de liquidez a los activos a través de la estructuración de procesos de titularización.
- La promoción del mercado de valores incentiva la competencia entre las distintas alternativas de financiamiento existentes —los créditos bancarios— y con ello se propicia el ofrecimiento de condiciones más favorables para el emisor.

#### **4.4. Efectos de su implementación**

El segundo mercado de Colombia contribuye al desarrollo del mercado de valores, al crecimiento y la estabilidad de la economía en general y en

particular, por las ventajas de acudir al mercado de valores frente a otras alternativas de financiamiento. Es esta promoción del mercado de valores lo que incentiva la competencia entre las distintas alternativas de financiamiento, como los créditos bancarios, con lo cual se propicia fundamentalmente el ofrecimiento de condiciones más favorables para el emisor.

Se crea el programa Colombia Capital, orientado al apoyo de los denominados «emisores por primera vez» y a la consolidación de mecanismos de información encaminados a propiciar un mayor conocimiento de los potenciales emisores sobre el mercado; dos focos de fundamental importancia para lograr una mayor profundización del segundo mercado (Alba & Remolina, 2010: 345).

#### 4.5. Principales *stakeholders*

Los principales actores de este segundo mercado son:

- *Pymes*. Sector económico al cual se dirige.
- *Inversionistas profesionales*. Se califica como tales a quienes:
  - Poseen un patrimonio igual o superior a 10,000 salarios mínimos legales mensuales vigentes (aproximadamente, US\$ 3.1 millones).
  - Son titulares de un portafolio de inversión de valores igual o superior a 5,000 salarios mínimos legales mensuales vigentes.
  - Han realizado, de manera directa o indirecta, 15 o más operaciones de enajenación o de adquisición durante un periodo de 60 días calendario, cuyo valor agregado debe ser igual o superior al equivalente a 35,000 salarios mínimos legales mensuales vigentes (aproximadamente, US\$ 11.1 millones).
  - Tienen certificación profesional de mercado como operador otorgada por el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV).
  - Son organismos financieros extranjeros y multilaterales o entidades vigiladas por la SFC.
- *Deceval*. La entidad encargada «... de manejar electrónicamente y controlar las transferencias, registros, pagos de capital e intereses y todos los aspectos relacionados con la administración de emisiones privadas, tanto de renta fija como de acciones» (Alba & Remolina, 2010: 327).

- *Bolsa de Valores de Colombia*. Entidad en cuyo registro se inscriben los valores que se van a emitir, luego de cumplir los requisitos establecidos en la Circular Única de la BVC.
- *SFC*. Entidad que determina las instrucciones relativas a la revisión y la adecuación del Sistema de Control Interno de las empresas que supervisa.

#### 4.6. Aspectos críticos

Dentro de los aspectos críticos que se han presentado a lo largo de la vigencia del segundo mercado están:

... en Colombia no existe ninguna restricción para que una mediana empresa ingrese al mercado público de valores, éstas entran a participar con una desventaja con respecto a las grandes empresas: no cuentan con el mismo músculo financiero ni tampoco disponen de la misma experiencia y reputación de las grandes compañías.

Uno de los grandes problemas de las políticas de acceso al mercado bursátil en Colombia consiste en que las tarifas de las entidades a las que deben vincularse las empresas son uniformes, independientemente del tamaño de la empresa que quiera acceder al sistema. [Por ello] debería haber una escala de costos, de manera tal que una [mediana empresa] que quiera llegar al segundo mercado no vea como un desincentivo el tener que incurrir en pagos puntuales muy elevados que hagan que el costo de oportunidad frente a la adquisición de un crédito bancario sea mínimo o nulo en el peor de los casos (Franco, 2013: 45).

Además, también son factores críticos la no aplicación de políticas de BGC en las empresas y la ausencia de una cultura de inversión y riesgo.

#### 4.7. El papel del Estado

El Estado, con el fin de lograr que las medianas empresas se vinculen al mercado de valores, expidió la Resolución 400 de 1995 para incluir entre sus disposiciones aquellas que reglamentan el denominado segundo mercado. Su creación fue alentada por el Gobierno con el único objetivo de facilitar el acceso y la permanencia de las medianas empresas en el mercado de capitales, mediante el establecimiento de requisitos más flexibles para su vinculación que los necesarios para participar en el mercado principal. En

ese sentido, el Estado actúa como un agente encargado de incentivar la emisión de normas que posibiliten el ingreso de las medianas empresas, cada vez con mayor facilidad, al mercado de valores.

## **5. Elementos positivos asimilables de otras experiencias**

Todas las experiencias internacionales presentadas tienen años de ventaja sobre el modelo peruano de mercado alternativo. Muestran similitudes en sus rasgos generales y también importantes elementos positivos a considerar en la perspectiva del perfeccionamiento del modelo peruano (tabla 3.3).

DEL ANÁLISIS DE LAS EXPERIENCIAS internacionales seleccionadas destacan como principales elementos a tomar en cuenta como ventajas sobre el MAV las figuras del *nomad* y del asesor registrado, la exoneración de impuestos a las ganancias y las facilidades para las empresas que se incorporan al mercado alternativo, como la flexibilización de requisitos para la inscripción o la vinculación de valores.

Tabla 3.3. MAV: análisis comparativo con las experiencias del AIM, el MAB, el mercado de empresas emergentes y el segundo mercado

Características	AIM	MAB	Mercado de empresas emergentes	Segundo mercado	MAV
Año de creación	1995	2006	2001	1995	2012
Naturaleza del mercado	Mercado no reglamentado. Regulado por la LSE.	Mercado reglamentado. Promovido por el BME y supervisado por la CNMV.	Mercado regulado por la SVS.	Mercado reglamentado por la SVC.	Mercado reglamentado y supervisado por la SMV.
Emisor	PME de todos los sectores, que tengan hasta 50 millones de euros de ventas.	Empresas que no tienen el tamaño ni la estructura necesarios para cotizar en el mercado continuo de la Bolsa Oficial de Valores, pero poseen proyectos de expansión que requieren financiamiento.	Empresas nuevas o jóvenes que necesitan financiamiento para un plan de negocios innovador; con alta tecnología y/o con proyectos con fuerte potencial de crecimiento.	Pymes y grandes empresas de los sectores industrial, financiero y telecomunicaciones.	Medianas empresas cuyos ingresos anuales promedio en los últimos tres ejercicios no excedan S/. 200 millones (US\$ 70 millones).
Número de empresas	1590, aproximadamente.	23	24	14, aproximadamente.	4
Operaciones para el ingreso	Oferta pública / Oferta privada.	Oferta pública / Oferta privada.	No se especifica.	Oferta pública.	Oferta pública / Oferta privada.
Difusión mínima de títulos al público	No hay mínimo, salvo, al menos, de £ 3 millones para las sociedades de inversión.	No hay mínimo.	No hay mínimo.	No hay mínimo.	No hay mínimo.



→ Tabla 3.3

Características	AIM	MAB	Mercado de empresas emergentes	Segundo mercado	MAV
Países participantes	Cotizan valores de empresas inglesas, italianas, alemanas, suecas, indias, chinas, australianas y americanas.	Cotizan valores de empresas de la Unión Europea y también de América Latina.	Cotizan valores de empresas chilenas.	Cotizan valores de empresas colombianas.	Cotizan valores de empresas peruanas.
Inversionistas	Dirigido a inversionistas institucionales y particulares.	Dirigido a inversionistas institucionales y particulares.	Dirigido a inversionistas institucionales y particulares.	Dirigido a inversionistas profesionales y particulares.	Dirigido a inversionistas institucionales y particulares.
Documentos de admisión	United Kingdom Listing Authority (UKLA) obligatoria y documentos de admisión.	Folleto o documento informativo de incorporación.	Solicitud de inscripción y anexos.	Constancia del cumplimiento de los requisitos legales, formulario de inscripción en el RNVE y certificado de existencia y representación legal.	Solicitud de inscripción y anexos
Especialista	Especialista obligatorio para el ingreso al mercado: <i>nomad</i> y <i>bróker</i> .	Especialista obligatorio para las empresas en expansión con capitalización bursátil reducida; asesor registrado.	Sponsor y <i>market maker</i> .	Sociedades comisionistas de bolsa.	No existe especialista obligatorio para el ingreso de las empresas.
<i>Lock-in</i>	Se exige acuerdo de conservación de títulos durante un año para las sociedades que no tienen dos años de actividad al momento de su admisión.	No se exige.	Los accionistas registrados antes de la nueva emisión y que tienen la gestión de la empresa no pueden enajenar su control durante un periodo fijo.	No se exige.	No se exige.

Capitalización bursátil	No se exige ningún mínimo.	No se exige ningún mínimo.	No se exige ningún mínimo.	No se exige ningún mínimo.	No se exige ningún mínimo.
Normas contables aplicables	IAS 8.	NIIF para valores de la Comunidad Europea y US GAAP para los de fuera de ella.	NIIF.	NIIF.	NIIF.
Información financiera	Estados financieros anuales auditados y semestrales no auditados.	Estados financieros anuales auditados.	Estados financieros anuales auditados (obligatorio).	Estados financieros del último cierre de ejercicio.	Intermedia individual o separada semestral al 30 de junio..
Garantías	No se requieren.	Existe un proveedor de liquidez encargado de mantener los precios de los valores estables.	No se especifica.	No se requieren.	No se requieren.
Sanciones	Multas, suspensión, publicación de la sanción aplicada y los hechos sancionados, sanciones penales por abuso de mercado.	Sanciones disciplinarias, apercibimientos escritos, comunicación pública realizada por el mercado, pérdida o suspensión temporal de la condición de entidad participante en el mercado y pérdida definitiva de esta condición.	Multas, amonestaciones o medidas correctivas, suspensión de la autorización de funcionamiento, suspensión del agente de bolsa, suspensión de la colocación de la oferta pública, exclusión de un valor del registro, cancelación de la inscripción en el registro e inhabilitación.		
Plataforma electrónica	Todas las operaciones de valores deben ser capaces de llevarse a cabo por vía electrónica.	Utiliza la plataforma SIBE, bajo la modalidad <i>fixing</i> , en la cual todas las órdenes se concentran en los subastas que ocurren al mediodía y a las 4 de la tarde.			Sistema MVNet, medio electrónico de transmisión de información e intercambio de documentos, por medio de la red del mercado de valores peruano.





# 4

---

## Análisis y opinión de *stakeholders* y de expertos

Dentro de los grupos que pueden afectar o verse afectados por el MAV como mecanismo de financiamiento para la mediana empresa se encuentran los inversionistas interesados en este segmento de mercado, las entidades reguladoras (SMV y SBS), la BVL y las entidades del sistema financiero, tanto emisoras como estructuradoras, entre las que se encuentra también la banca estatal de segundo piso, Cofide.

En el presente capítulo se analizan las opiniones de los *stakeholders*, ya que son estos y sus expectativas los que determinarán el éxito del MAV, y también la opinión de los expertos en el tema de mercados alternativos<sup>14</sup>.

### 1. Análisis y opinión de *stakeholders*

En primer lugar se identificarán los *stakeholders* y se recogerán sus opiniones sobre los temas críticos ya señalados.

14. Con el propósito de recoger estas opiniones, en julio del 2014 se realizaron trece entrevistas a diez representantes de los grupos de interés y a tres expertos para conocer sus puntos de vista sobre el funcionamiento del MAV y la posibilidad de perfeccionarlo. Para ello se empleó un cuestionario con preguntas abiertas, no estructuradas y diferentes en función del grupo de interés.

### 1.1. Identificación de *stakeholders*

Entre los principales grupos de interés del mecanismo de financiamiento para la mediana empresa se encuentran:

- *Inversionistas*. Este grupo de interés está formado por los pequeños y los medianos inversionistas locales. No se considera a inversionistas institucionales porque el monto de las emisiones en el MAV no resulta atractivo para ellos al no ser significativo.
- *Entidades reguladoras*. El Estado, a través de su papel promotor, busca apoyar a la mediana empresa y fomentar su desarrollo mediante mecanismos que le permitan acceder al financiamiento para su crecimiento económico y la generación de empleo. Asimismo, tiene como objetivo crear incentivos que promuevan el ingreso de empresas de menor tamaño y profundicen el mercado de valores al flexibilizar los requerimientos de información y las obligaciones a las que están sujetas este tipo de empresas y que constituían limitantes para su participación en el mercado de capitales. Tarea que cumple a través de la SMV y la SBS.
- *BVL*. Las sociedades agentes de bolsa (SAB), como personas jurídicas o naturales, que tienen como interés que los inversionistas les encarguen y autoricen a asesorarlos o realizar directamente inversiones o transacciones en su nombre, son quienes deben buscar asistir y orientar a las medianas empresas para que puedan tener acceso al mercado de capitales como alternativa de financiamiento.
- *Entidades del sistema financiero*. Entre ellas:
  - Bancos y financieras. Empresas que en la actualidad brindan financiamiento a la mediana empresa.
  - Cofide brinda apoyo financiero a la mediana empresa; sin embargo, a pesar de que cuenta con programas y líneas de crédito disponibles, los productos que ofrece no resultan atractivos para la mediana empresa.
  - Estructuradores. Sociedades agentes de fondos de inversión (SAFI) o consultoras financieras.
- *Emisores*. Medianas empresas emisoras de instrumentos financieros del MAV, son los actores interesados en la oferta primaria y secun-

daria de valores. Sus ingresos no deben exceder los montos que establece el reglamento.

- *Inversionistas potenciales*. Pueden ser:
  - AFP. A través de su participación en fondos de inversión financian diversos sectores económicos. En este caso, normativamente una AFP no podría invertir en valores del mercado alternativo, sin embargo, su participación podría incentivar al mercado a apostar por este segmento.
  - Sociedades administradoras de fondos mutuos. Son una opción actual, segura y sencilla para convertirse en inversionista; minimiza riesgos y maximiza la rentabilidad del dinero; por lo general, los fondos mutuos invierten en una cartera diversificada de instrumentos financieros de la más alta calidad crediticia. Estas empresas también podrían interesarse en la inversión de valores ofrecidos por el MAV en un mediano plazo.
- *Sunat*. Tiene interés en que la mediana empresa crezca, ya que el incremento de su productividad se va a reflejar en un aumento de las utilidades al final del ejercicio fiscal que serán gravadas por el impuesto a la renta (de tercera categoría). Asimismo, el ingreso de estas empresas en el MAV le resulta atractivo debido a que se grava a los inversionistas cuando deciden transferir sus valores y generan una ganancia, la cual debe pagar impuesto a la renta (de segunda categoría).
- *Trabajadores de las medianas empresas*. Tienen como interés que la mediana empresa crezca, ya que el incremento de la productividad se va a reflejar en una mayor demanda de puestos de trabajo y mejoras salariales y de beneficios sociales. A diferencia de la Sunat, no cuentan con la influencia suficiente para promover cambios en el sistema de financiamiento al MAV.

## 1.2. Opinión de *stakeholders*

Las entrevistas buscaron incluir por lo menos un representante de cada grupo de interés, con excepción de los actuales inversionistas (que se supone están conformes con el modelo) y de los *stakeholders* menos cercanos al tema de financiamiento, como la Sunat y los trabajadores de las medianas empresas.

### **1.2.1. Opinión de un representante de las entidades reguladoras**

Respecto del papel del mercado, entre las reformas de segunda generación del periodo 2011-2014 la política económica del Estado considera el acceso al mercado de capitales:

El objetivo general de la reforma implementada en el año 2013 es lograr un mercado de capitales desarrollado, líquido, profundo, integrado y que cumpla con los altos estándares internacionales, a través de: i) reducción de costos de transacción para ampliar la base de inversionistas, sobre todo del pequeño y mediano inversionista local, ii) promover el acceso de nuevas empresas al mercado de valores, preferentemente de pequeñas y medianas empresas y iii) fortalecer el marco institucional del mercado de valores (BGC) (MEF, 2014).

En el caso de la SMV, según los considerandos del reglamento del MAV, el interés principal sería:

... se consideró necesario aprobar un marco normativo diferenciado de requisitos y obligaciones para facilitar el acceso al mercado alternativo de valores a las empresas que cumplan con determinadas condiciones, permitiéndoles obtener financiamiento mediante la realización de una oferta pública primaria, así como la negociación secundaria de valores previamente emitidos.

Como vocero representativo de este grupo se entrevistó a un funcionario de la SMV sobre ventajas, inversionistas potenciales y mejoras posibles en el MAV (tabla 4.1).

### **1.2.2. Opinión de un representante de la Bolsa de Valores de Lima**

Dentro de este grupo se entrevistó a una funcionaria de la BVL sobre las razones de la escasa convocatoria, los potenciales demandantes y el tipo de instrumentos posibles de negociar en el MAV (tabla 4.2).

Tabla 4.1. MAV: entrevista a funcionario de la Superintendencia del Mercado de Valores

Pregunta	Respuesta
¿Cuáles son las ventajas del MAV?	Las ventajas del MAV radican en los bajos costos para las medianas empresas que invierten en este mercado, ya que los gastos que originan son mucho menores a los del mercado general. Los costos del MAV son distintos a los generados por solicitar un financiamiento bancario; al inicio, pueden ser parecidos, pero luego sí se diferencian. Los formularios utilizados en este mercado son más simples.
¿Quiénes son los potenciales demandantes de instrumentos emitidos en el marco del MAV?	Los inversionistas minoristas ( <i>retail</i> ). En el caso de Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar, los inversionistas fueron personas naturales de fuera y fondos mutuos.
¿Qué mejoras introduciría al MAV?	La deficiencia se encuentra en la falta de difusión de este mercado. Las medianas empresas no están informadas sobre este mecanismo de financiamiento. Por ello, las charlas que dicta la BVL son muy importantes. En la actualidad, los instrumentos bandera en este mercado son los de corto plazo. Ayudaría mucho si se implementase ahora el financiamiento de capital; para las SAB sería más atractivo, dado que son ellas las que estructuran. Un mecanismo para generar mayores emisiones sería un fondo de inversión.

Elaboración propia.

Tabla 4.2. MAV: entrevista a funcionaria de la Bolsa de Valores de Lima

Pregunta	Respuesta
¿Por qué cree que no hay más empresas que listen valores, si se considera que el MAV ha sido creado hace varios años (en el 2012)?	Por la naturaleza de las medianas empresas que son empresas familiares. Si bien la norma establece que también pueden participar pequeñas empresas, debido a los costos de emitir en un mercado de valores esta alternativa está más orientada a la mediana empresa. Otro de los aspectos es el tema de las garantías, los inversionistas solicitan un respaldo para adquirir instrumentos de inversión en el MAV.
¿Cuáles son los potenciales demandantes de instrumentos emitidos en el marco del MAV?	Inversionistas <i>retail</i> , fondos de inversión, empresas del Estado y el fondo chileno.
¿Qué instrumentos se puede negociar en el MAV?	A la fecha, solo papeles comerciales; sin embargo, en general se pueden negociar instrumentos de corto plazo, bonos y acciones.

Elaboración propia.

### 1.2.3. Opinión de representantes del sistema financiero

Dentro de este grupo se entrevistó a funcionarios de dos bancos y de dos empresas estructuradoras (una SAFI y una SAB).

A los funcionarios de los bancos se les preguntó sobre los requisitos y los procedimientos para otorgar crédito a las medianas empresas y por las diferencias en las condiciones para préstamos de corto, de mediano y de largo plazo, así como acerca de las limitaciones de este tipo de crédito para satisfacer las necesidades de los demandantes (tabla 4.3).

Tabla 4.3. MAV: entrevistas a funcionarios del sistema financiero

Pregunta	Funcionario 1	Funcionario 2
¿Cuáles son los requisitos para el otorgamiento de un préstamo a una mediana empresa?	<p>Se requiere:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• El RUC de la empresa.</li> <li>• Declaración jurada de impuesto a la renta, según el régimen en el que se encuentre: en el régimen general, la del último año; en el régimen especial (RER) y en el régimen único simplificado (RUS), la de los tres últimos meses.</li> <li>• Recibo de servicios con la dirección del establecimiento, y una antigüedad no mayor de 60 días.</li> <li>• Licencia de funcionamiento.</li> <li>• No tener pagos atrasados con otras entidades.</li> <li>• Partida registral del bien en garantía.</li> </ul> <p>Cuando es un crédito sin garantía se pide mayor información.</p>	<p>Tener 2 a 3 años de experiencia en el mercado y estados financieros que demuestren utilidades; en caso contrario, otorgar una garantía en respaldo a la línea de crédito solicitada. También se pide una ficha que es un informe comercial detallado de los principales proveedores y clientes. El banco realiza un análisis de riesgo cambiario.</p> <p>Además, la empresa debe contar con un historial bancario y presentar su declaración jurada, que «debe ser espejo» de los estados financieros firmados por el contador.</p>
¿Hay diferencias de requisitos entre el financiamiento de corto, de mediano y de largo plazo?	<p>La diferencia entre el financiamiento de corto, de mediano y de largo plazo se encuentra en las garantías. Para el corto plazo no se requieren garantías; para el mediano y el largo plazo se requiere garantía hipotecaria y también se aceptan garantías líquidas (garantías mobiliarias), pero estas son menos comunes.</p>	<p>El financiamiento de corto plazo es el de capital de trabajo menor a un año; depende del giro de negocio de la empresa, por lo general, es de 180 días.</p> <p>Entre el financiamiento de mediano y de largo plazo no hay diferencia, pues a las operaciones mayores de un año se les denomina «operaciones estructurales». Los requisitos variarán en función del tipo de financiamiento que se otorgue.</p>



→ Tabla 4.3

Pregunta	Funcionario 1	Funcionario 2
¿Cuál es el procedimiento para el otorgamiento de crédito a las medianas empresas? ¿Qué temas son los que se evalúan?	<p>Los puntos básicos que se evalúan son:</p> <p>1) Sobre el flujo de caja óptimo</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Buen comportamiento de pago en el sistema financiero.</li> <li>• Apalancamiento menor a tres.</li> <li>• Destino del crédito.</li> <li>• Que tenga un punto de venta fijo.</li> </ul> <p>2) El resto de puntos dependen del criterio de cada analista, de acuerdo con su experiencia en la evaluación de créditos.</p> <p>Para la evaluación del crédito intervienen las áreas de procesos, comercial y legal.</p>	<p>Primero se recaba la información financiera; la ficha comercial llega al funcionario, quien se reúne con el cliente para analizar los estados financieros y determinar el tipo de producto y los plazos que requiere. Este expediente pasa al área Credit Solution, la que se encarga de elaborar un informe sobre la estructura de la línea, las garantías, el tipo de cambio y los precios, los ratios financieros y la rentabilidad que tendrá este cliente. Con la aprobación de Credit Solution y Banca Comercial va al área de Riesgos, que revisa el informe y, en un plazo de cinco días, emite un dictamen.</p>
¿Cuáles son las limitaciones de acceso al crédito de mediano y de largo plazo para la mediana empresa? ¿Por qué, por lo general, se otorga financiamiento de corto plazo?	<p>La principal limitación al acceso al crédito son las garantías que otorgará el cliente. No necesariamente se brindan, de manera exclusiva, créditos de corto plazo. Si bien el crédito de capital de trabajo es uno de los más solicitados, desde el año pasado se han incrementado los créditos para activos fijos y <i>leasing</i>, que son de mediano y de largo plazo.</p>	<p>Hay problemas de algunos clientes con la Sunat, que vigila a las empresas para recaudar más impuestos, por lo que muchos de ellos prefieren no declarar la totalidad de sus ventas.</p> <p>Por eso se puede otorgar crédito en función del balance, a pesar de que realmente los números de este no concuerdan con la realidad. La gran limitación del acceso al crédito es la informalidad.</p>
¿Cuáles son los productos más solicitados por la mediana empresa?	<p>Capital de trabajo, descuento de letras, pagaré y <i>factoring</i>.</p>	<p>Descuento de letras, crédito de pre y posembarque, factura negociable y descuento de letras.</p>
¿Cuáles son los plazos y las tasas de financiamiento de corto, de mediano y de largo plazo para la mediana empresa?	<p>Manejamos 200 tipos de tasas para diversas combinaciones de montos de productos y plazos. La herramienta de modelado proyecta la tasa en función del cliente. Por eso, se maneja un catálogo de 200 TEA, aproximadamente, que analiza un tipo de tasa para cada escenario del cliente.</p>	<p>La tasa de corto plazo en soles para la mediana empresa puede estar entre el 5% y el 7%; y en moneda extranjera puede ubicarse entre el 4% y el 5%.</p> <p>Si el plazo es de hasta 2 años en dólares puede estar alrededor del 6% y, en soles, en un 8%. Si es de hasta 7 años se trata de inversiones grandes que no se realizan todos los días, cuya tasa es variable: a mayor plazo, mayor tasa.</p>

Elaboración propia.

A los gerentes de las empresas estructuradoras se les entrevistó sobre las fortalezas y las debilidades y la viabilidad futura del MAV, así como acerca de la posibilidad de incluir otro tipo de garantías (tabla 4.4).

Tabla 4.4. MAV: entrevista a gerentes de estructuradores

Pregunta	Estructurador 1	Estructurador 2
¿Cuáles cree que son las fortalezas y las debilidades del MAV?	Su principal fortaleza es el bajo grado de exigencia para ser emisor. Una vez que la empresa emite en este mercado estará en posición de poder negociar con los bancos mejores tasas para futuros financiamientos, ya que la «verán con mejores ojos».	Una de sus fortalezas, definitivamente, es que permite el ingreso de las medianas empresas al mercado de valores. Una de sus deficiencias es la falta de promoción de la norma: faltan más capacitaciones que informen sobre el tema.
¿Es posible incluir garantías al MAV? ¿Cómo operarían?	Se pueden incluir garantías, ya que existe interés del BID y del Banco Mundial por actuar como mejorador de un 15% a un 20% de la emisión. Otra forma de garantía, además del fideicomiso de garantía, es la carta fianza que mejora de manera importante la situación de la empresa. Esto ocurrió con Medrock, que presentó una carta fianza que permitió su clasificación con riesgo 1.	No es necesario, la falta de inversionistas no es un problema. A la fecha, sí hay inversionistas, pero son personas naturales. Si deseamos que las instituciones apuesten por este mercado, sin duda alguna tendríamos que hacerlo más atractivo. En la actualidad está ingresando al mercado HMC Capital, fondo chileno que administra activos por más de US\$ 3.5 millones. Este fondo no aumenta los costos y tiene preferencia por el largo plazo. Y, lo más importante, no solicita el pago de una tasa de «derecho de piso».
¿Considera viable el MAV? ¿Qué cambios propondría a la norma del MAV?	Sí es viable. Uno de los cambios que propondría a sus normas es la inclusión de la opción de recomprar el papel ( <i>call</i> ), la que ahora no existe.	Sí es viable. La norma me parece adecuada; sin embargo, propondría que los estados financieros se soliciten de manera trimestral y las clasificaciones de riesgo se mantengan como semestrales. El problema no es la norma, sino que el mercado de valores no ha crecido de la misma manera que el mundo de sus inversionistas. Todo ello ha generado una brecha que, a la fecha, no ha podido subsanarse.
¿Recomendaría a sus clientes la compra de papeles comerciales de las empresas que a la fecha han emitido en el MAV? Si no lo hiciese, ¿por qué?	Sí, porque la tasa se estableció en un 6% y los bancos, en esa fecha, no pagaban ni un 2%. La operación estuvo bien estructurada, hubo un fideicomiso en garantía, tuvo un riesgo 2 (grado de inversión) y no ha existido <i>default</i> . Ahora, me encuentro realizando una emisión de bonos para el MAV y sí la recomendaría.	Sí la recomiendo, tan es así que nosotros hemos estructurado los papeles comerciales de Triton Trading. Solo repetiría lo que siempre les digo a nuestros clientes: «Si desean ingresar al MAV, los beneficios recién se verán a largo plazo, no antes». Y, sobre todo, que el objetivo del ingreso de su empresa al MAV debe ser la diversificación de fuentes de financiamiento.

Elaboración propia.

### 1.2.4. Opinión de emisores

Dentro de este grupo se entrevistó a dos medianos empresarios sobre las características de sus empresas (tabla 4.5).

Tabla 4.5. MAV: entrevistas a medianos empresarios

Pregunta	Empresario 1	Empresario 2
¿A qué actividad económica se dedica su mediana empresa?	Comunicación. Realiza campañas de comunicación social y producción de contenidos para televisión y medios digitales.	Agrícola-ganadera: espárragos, mangos, fresas, tangelos, paltas.
¿Cuántos años de existencia tiene su empresa?	8 años. Fue constituida en el 2006.	15 años.
¿Cuántos trabajadores tiene su empresa?	15 a 20 trabajadores, entre personal en planilla y los contratados por locación de servicios. Además, se contrata personal para proyectos específicos.	500 a 600 trabajadores.
¿Cuál es el promedio de ventas anuales de su empresa?	Más de S/. 6 millones, aproximadamente.	US\$ 13 a US\$ 14 millones.
¿Cómo se financia su empresa? ¿Qué instituciones los apoyan con el financiamiento que su empresa necesita?	No se ha necesitado financiamiento externo. Por lo general, los cierres de los contratos proveen el capital de trabajo.	Por medio de los bancos y de sus clientes.
Cuando solicita un crédito al sistema financiero (bancos, cajas, edpymes), ¿cuánto paga por concepto de intereses?, ¿cuál es la tasa de interés que asume como mediana empresa?	La empresa solo tiene una tarjeta de crédito con una línea de crédito de US\$ 20,000, pero no se ha utilizado hasta el momento. Los bancos cobran una tasa del 12% al 13% anual por los préstamos contra una factura.	Crédito de corto plazo: tasas del 6% y el 7%. Crédito de mediano plazo: tasas del 9% y el 11%.
¿Cuánto de la producción generan las medianas empresas?	No manejo ese dato.	El aporte al PBI de la mediana empresa es casi del 75% y las empresas familiares son la mayoría.
¿Cuál es el margen de utilidad de una mediana empresa en su sector?	Del 30% al 50% del presupuesto del proyecto, aproximadamente.	Entre el 5% y el 12%.



→ Tabla 4.5

Pregunta	Empresario 1	Empresario 2
Para su sector, ¿considera que sería útil el financiamiento otorgado por intermedio del MAV? ¿Por qué?	Sería interesante, pero la gran mayoría de los medianos empresarios no tiene mucha información sobre la bolsa.	Sí, porque la idea es abrir otra fuente de financiamiento. Por ejemplo, en el caso del Fenómeno El Niño los bancos restringen los préstamos para el sector agrícola-ganadero, lo que afecta al negocio.
¿Cuáles son las causas que cree impiden el despegue del MAV?	La falta de información sobre este mercado. La mayoría de los medianos empresarios no tiene conocimiento de esta alternativa de financiamiento.	Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar ya realizó ocho emisiones de papeles comerciales y emitirá bonos. No le resultó difícil incorporarse al MAV. Las razones que impiden el despegue de este mercado son: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Se necesita un cambio de mentalidad del empresario: las personas piensan que la regla es «sacarle la vuelta» a la Sunat, y eso no es correcto. Debe trabajarse el BGC.</li> <li>• Desconocimiento: es un mercado complejo y los empresarios creen que solo las auditoras de prestigio (<i>big four</i>) podrán asesorarlos en el tema, lo cual implica altos costos.</li> </ul>
¿Qué mejoras cree que se debería hacer al MAV?	No tengo conocimiento sobre las ventajas y las desventajas de este mercado, pero puedo decir que el primer escollo es la falta de difusión de esta alternativa.	Por el lado de la demanda, a las AFP no les interesa entrar a este mercado porque las emisiones son pequeñas: el beneficio es mucho menor que el costo de evaluar esa inversión. Una mejora sería la exoneración del impuesto a la renta a las ganancias de capital de los inversionistas en el MAV, lo cual generaría una mayor demanda. Las AFP tienen que ser parte de los demandantes de instrumentos financieros en el MAV. Ahora solo hay demanda para papeles comerciales pero se necesita capital de más largo plazo. Empaquetar también podría ser una opción. BNB y Andes querían hacer lo mismo, pero eso ya es arte del intermediario.
¿Qué tipo de operaciones realizan, con frecuencia, con los bancos ( <i>leasing, factoring, mediano plazo, activos fijos, avales u otras</i> )?	Realizamos operaciones de <i>factoring</i> con las facturas de nuestros clientes.	Pre y posembarque.

Elaboración propia.

### 1.2.5. Opinión de inversionistas potenciales

Dentro de este grupo se entrevistó a ejecutivos de una AFP y de una compañía de seguros, considerados dentro del grupo de potenciales compradores de instrumentos financieros emitidos en el MAV (tabla 4.6).

Tabla 4.6. MAV: entrevistas a inversionistas potenciales

Pregunta	Inversionista 1	Inversionista 2
¿Conoce el MAV?	No estamos muy enterados del funcionamiento del MAV por falta de difusión. Cuando se creó este mercado no participamos, no nos consultaron sobre nuestros requerimientos.	Sí tenemos conocimiento sobre el MAV.
¿Su empresa invertiría en el MAV? ¿Por qué?	<p>No invertiríamos en el MAV. Desde un punto de vista legal-regulatorio, si quisiéramos invertir no podríamos hacerlo: si invertiríamos en una empresa, y esta quiebra, por la falta de un BGC, la SBS me cuestionará. Sin embargo, las empresas del MAV me dicen que su norma les da un plazo de tres años para adecuarse.</p> <p>Otro límite a la inversión es el tema de valoración (<i>rating</i>): la SBS me dice que cuando quiera entrar en una emisión pública procure tener dos clasificaciones; en cambio, a las empresas del MAV su norma les señala que basta una clasificación.</p> <p>Una tercera barrera es la evaluación financiera periódica. Las empresas que cotizan en el mercado principal presentan sus estados financieros trimestralmente; mientras que para las empresas del MAV el plazo es semestral. Tendría que hacer firmar a la mediana empresa un compromiso en el cual me presente los estados financieros de manera trimestral; lo cual sería un problema tanto para esta como para nosotros, porque estaríamos cometiendo un delito: no se ha informado al mercado y, si esta es una información que afecta el valor de las emisiones, estaríamos utilizando información privilegiada e iríamos a la cárcel.</p>	<p>No invertiríamos en el MAV. Las emisiones en el MAV son por montos muy pequeños y los plazos muy cortos. Nuestra capacidad de inversión (<i>ticket</i>), como compañía de seguros, supera los \$7. 5 millones. Podríamos estar interesados si se emitiesen bonos.</p>
¿Le haría algún cambio al MAV para que las AFP inviertan?	<p>Más que algún cambio a lo actual, se necesitaría que las normas del MAV y las normas de la SBS «conversen» de tal manera que se levanten las barreras regulatorias y, así, las AFP no tengan impedimentos para comprar.</p> <p>Cuando la SMV emite regulaciones para incentivar el mercado, en lugar de preguntar a los actores del mercado, siempre piensa que es un tema de reducir costos: Pero quitarle una clasificación de riesgo es un ahorro menor que implica un costo mayor. Lo que debe hacer la SMV es consultar a los actores, no sé si lo habrán hecho con los fondos mutuos cuando se creó la norma, con las AFP no se hizo, por eso tenemos problemas para invertir en este mercado.</p> <p>A las SAB les han dado la aprobación para ser <i>market makers</i> en el caso de emisión de acciones en el mercado principal, lo que les permite ser creadores de mercado de una acción en particular y actuar como parte vendedora, compradora o tomar posición propia. El incentivo era no pagar el honorario (<i>fee</i>) regulatorio, por ser <i>market makers</i> de la SMV, para la venta (<i>trading</i>) de estos valores. Si se les pudiese dar esta facultad para la emisión de papeles comerciales o bonos en el MAV se resolvería el problema de fondo.</p>	<p>Sugerimos que los emisores amplíen los plazos de duración de los instrumentos emitidos en el mercado, pues todos son de corto plazo. Nosotros nos dedicamos a las rentas vitalicias, razón por la cual invertimos en el largo plazo.</p>
Si las inversiones en el MAV presentarían las dos clasificaciones de riesgo que señala la SBS, ¿invertirían en él? ¿Por qué?	<p>Si se obligase a la presentación de dos clasificaciones de riesgo en el MAV esta sería una corrección menor que realmente no solucionara las resistencias a la inversión en este mercado.</p> <p>El problema de fondo es la liquidez. Aun si se resolviera este problema, ello no quiere decir que vamos a invertir en este mercado, pero ya lo veríamos de otra manera, incluso de manera directa y no a través de los fondos.</p>	<p>No, porque tal como señalaba, no nos animamos a invertir en el MAV porque las emisiones son muy pequeñas y los plazos, muy cortos.</p>



→ Tabla 4.6

Pregunta	Inversionista 1	Inversionista 2
Si las empresas del MAV tuvieran un <i>sponsor</i> o un asesor registrado, ¿invertiría en él? ¿Por qué?	<p>Es una buena salida porque puede ayudar con el seguimiento de una emisión pequeña, como las que realiza el MAV. A las AFP no les resulta rentable emplear el tiempo de su personal, altamente calificado, en ver emisiones pequeñas. Además, la información brindada no es tan pública y, por eso, no es sencillo; cuando tienes un <i>sponsor</i> o un asesor registrado que puede hacer el trabajo de seguimiento te ahorras muchos problemas en las revisiones de información y en el acceso.</p> <p>Otro modo de incentivar la inversión en este mercado y trasladar estos problemas a otra persona es por medio de los fondos de inversión. Si estos se dedican a comprar directamente en el MAV, a nosotros nos ahorraría muchos problemas porque toda la evaluación de admisión, seguimiento y rendimiento lo hará la entidad gestora y la AFP simplemente le pedirá resultados. A dicha entidad se le pagará una comisión por la administración y la gestión de este fondo y así se podría dinamizar el mercado.</p>	<p>Para nosotros no marca la diferencia contar con un <i>sponsor</i> o un asesor registrado, ya que los inconvenientes para la inversión en el MAV son los antes indicados.</p>
Hemos sabido del fondo HMC, que será un intermediario entre el MAV y las AFP o las compañías de seguros, ¿tiene conocimiento de ello?	<p>Nosotros sí le daríamos fondos a HMC. Ellos moverán el mercado y superarán los problemas a los que nos hemos referido, se encargarán de señalar la prima de iliquidez y realizar el seguimiento, y la AFP esperará a conocer los resultados de HMC. Esa es una opción práctica y viable. Es más, me permite saltar la valla de los requerimientos regulatorios porque la AFP invertirá mediante un fondo, no esperaría que la SBS cambie los requisitos ya mencionados. Sería una salida inmediata.</p>	<p>Podría ser un mecanismo para que nosotros podamos invertir porque el riesgo sería mixto, por medio de Private Equity.</p>
¿Qué opina de obligar a invertir a las AFP en el MAV un 1%? ¿Le parece una buena propuesta?	<p>Si es un mandato legal, lo tendríamos que hacer. Nuestra misión es generar rentabilidad en los fondos de pensiones, no incentivar el mercado de valores, generar liquidez a la bolsa, ser los abanderados del gobierno corporativo o financiar la infraestructura. Como inversionistas institucionales, tenemos un papel <i>soft</i>.</p> <p>Si la ley lo establece, sin duda invertiríamos en el MAV, aunque existe el problema de la tasa. Es decir, las tasas establecidas por una AFP, por el trabajo implícito en la evaluación, por el riesgo propio de la empresa y por la iliquidez, podrían ser un poco más altas de las que se tendrían en los mercados actuales.</p>	

Elaboración propia.

## 2. Análisis y opinión de expertos

Con el propósito de validar las respuestas obtenidas de los representantes de los *stakeholders*, también se consultó las opiniones de expertos vinculados a la actividad bursátil y conocedores del MAV.

### 2.1. Identificación de expertos

Los expertos consultados pertenecen a tres ámbitos distintos vinculados al tema de investigación:

- *Actividad académica.* Catedrático de una universidad especializada en administración y negocios.
- *Actividad pública.* Funcionario del ente regulador de los inversionistas institucionales.
- *Actividad privada.* Asesor legal de una empresa estructuradora con experiencia en el MAV.

### 2.2. Opiniones de expertos

Las preguntas formuladas a los expertos entrevistados dependieron de la función que desempeñaban, por lo que varían entre sí.

#### 2.2.1. Opinión de experto académico

Al experto académico se le preguntó sobre las ventajas y los problemas del MAV, los cambios posibles y el impacto a esperar de la ejecución de dichos cambios (tabla 4.7).

Tabla 4.7. MAV: entrevista a experto académico

Pregunta	Respuesta
¿Cuáles son las ventajas y las desventajas que presenta el MAV?	Las ventajas del MAV son los menores costos y la sencillez de los trámites para los emisores. Las desventajas se refieren a la deficiente cultura bursátil y a la poca difusión acerca del mercado de capitales.
¿Cuáles son los principales problemas que presenta el MAV?	Los principales problemas son dos. El primero se refiere a lo oneroso del acceso al mercado de capitales, si se compara con el capital del sistema financiero. El segundo, relacionado a este, es el exceso de liquidez en el sistema financiero que genera, si se puede decir, una suerte de competencia desleal.
¿Le haría algún cambio a las normas del MAV?	Un cambio importante en las normas del MAV sería permitir la emisión de acciones, pues se puede emitir instrumentos de corto plazo e instrumentos de renta fija.
Si los valores ofrecidos presentaran las dos clasificaciones de riesgo que señala la SBS, ¿cree que se permitiría la inversión de las AFP en el MAV?	Con esta medida se soluciona el problema regulatorio, pero no el práctico. El problema regulatorio se encuentra en las clasificaciones de riesgo, mientras que el problema práctico radica en que las AFP tienen un <i>ticket</i> muy alto para invertir en el MAV. Por eso, ellas participan de manera indirecta mediante los fondos de inversión.
Si las empresas del MAV tuvieran un <i>sponsor</i> , un asesor registrado o un <i>market maker</i> , ¿se incentivaría la inversión en el MAV?	Depende del tipo de instrumento que se decida emitir. Para el caso de los instrumentos de renta fija no sería beneficioso porque el mercado secundario no es líquido y estas figuras no tendrían mucho sentido. En cambio, para el caso de los instrumentos de renta variable puede ser útil tener un <i>market maker</i> porque se logra mayor liquidez.
¿Cómo considera que se podría solucionar el problema de liquidez?	A mayor oferta habrá mayor liquidez, no necesariamente de papeles peruanos, sino también por intermedio del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).

Elaboración propia.

### 2.2.2. Opinión de experto del ente regulador de inversionistas institucionales

Al experto del ente regulador de inversionistas institucionales se le preguntó sobre las razones de la poca convocatoria del MAV y las alternativas para mejorarla (tabla 4.8).

Tabla 4.8. MAV: entrevista a experto de ente regulador de inversionistas institucionales

Pregunta	Respuesta
<p>¿Por qué cree que no hay más empresas que listen valores, si se considera que el MAV ha sido creado hace ya varios años (en 2012)?</p>	<p>El problema con el MAV es que pretende evitar forzar a las medianas empresas a realizar cambios abruptos, respecto del cumplimiento del BGC por ejemplo, con el objeto de que esta omisión no impida su ingreso al mercado.</p> <p>Así, en lo formal dan a entender que se trata de nuevos emisores dispuestos a transparentar su información de manera paulatina hasta nivelarse, en el plazo de tres años, con lo requerido al mercado principal. El procedimiento se entiende y es ventajoso, si se busca invitar a nuevos emisores.</p> <p>El problema radica en que dicha flexibilización no genera confianza en los inversionistas institucionales y, por ende, deja como únicos demandantes de los valores a los inversionistas <i>retail</i>.</p>
<p>¿Existe entonces una suerte de contradicción entre lo que solicita el regulador y lo que necesita el mercado?</p>	<p>Sí, porque toda mediana empresa interesada en obtener recursos por medio del MAV, por necesidad, adoptará estándares aceptables de BGC para que la clasificación de riesgo sea como mínimo CP2, riesgo moderado, lo que la hace aparecer como medianamente transparente para aumentar el interés de los inversionistas en comprar sus valores. Es decir, lo que para la SMV es mayor flexibilización, el mercado lo castiga.</p>
<p>¿La flexibilización que otorga el MAV, entonces, aleja a los inversionistas institucionales de la posible utilización de estos instrumentos?</p>	<p>El marco normativo del MAV aparta a las AFP del MAV, pues para que estas adquieran una emisión de instrumentos de corto plazo debe tener la categoría de riesgo equivalente otorgado por la SBS, siendo el requisito para esta última contar con dos clasificaciones de riesgo.</p> <p>Es decir, al final la mediana empresa acabará solicitando una clasificación de riesgo adicional si desea que sus instrumentos de corto plazo puedan ser adquiridos por una AFP. Se desvirtúa así el beneficio del MAV, que solo las obliga a tener una clasificación de riesgo.</p>
<p>¿Por qué cree que las AFP no invertirían en el MAV, fuera de las razones ya mencionadas?</p>	<p>Hay muchas razones, entre ellas:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Las AFP piensan que las medianas empresas son poco transparentes.</li> <li>• Para las AFP, a las medianas empresas les cuesta entender que cuando captan dinero de inversionistas se obligan no solo a devolver el dinero, sino a informar sobre el destino de este.</li> <li>• Las medianas empresas no entienden que parte de la política de riesgos de las AFP consiste en efectuar un seguimiento a las empresas en las que invierten y, en la medida en que las medianas empresas tienen controles muy laxos, esto conlleva un grado de desconfianza.</li> </ul>

Elaboración propia.

### 2.2.3. Opinión de experto asesor legal de empresa estructuradora

Al experto asesor legal de la empresa estructuradora que participó en la emisión de valores de Triton Trading se le preguntó sobre las alternativas de mejora del MAV (tabla 4.9).

Tabla 4.9. MAV: entrevista a experto asesor legal de empresa estructuradora

Pregunta	Respuesta
¿Cuáles son los principales problemas que presenta el MAV?	<p>Los principales problemas del MAV que han impedido su despegue son: la liquidez en el sistema bancario y la falta de liquidez del mercado de valores peruano.</p> <p>Además, se carece de una cultura organizacional ya que las empresas emisoras no tienen áreas que comuniquen los hechos de importancia, ni los temas societarios y financieros (estados financieros y memoria anual).</p> <p>Otro problema se relaciona con la demanda de los papeles comerciales y su liquidez. No hay muchos emisores porque creen que no hay oferta de capital, razón por la cual optan por operaciones de corto plazo. Además, las tasas de préstamo bancario no están muy altas.</p> <p>El MAV podría despegar, como en Chile hace años, con los Venture Capitals, a los cuales les sumaron beneficios tributarios para incentivar la apuesta por ellos, ya que el riesgo era inmediato.</p>
¿Le haría algún cambio a las normas del MAV?	Desde el punto de vista legal, considero que se encuentra lo mínimo. Han bajado la valla lo máximo posible, dentro de un estándar mínimo.
Si las inversiones en el MAV presentaran las dos clasificaciones de riesgo que señala la SBS, ¿invertiría en él? ¿Por qué?	En el caso de Triton Trading, solo presentamos una clasificación de riesgo y compraron los inversionistas <i>retail</i> , porque las AFP interpretaban que necesitaban dos clasificaciones de riesgo.
Si las empresas del MAV tuvieran un <i>sponsor</i> , un asesor registrado o un <i>market maker</i> , ¿invertiría en él? ¿Por qué?	<p>No necesariamente, porque en el caso de los bonos soberanos estas medidas no generaron todos los beneficios señalados en la teoría.</p> <p>Con respecto a los <i>sponsors</i>, no existe la seguridad de que ayuden porque no protegerán del riesgo de quiebra, solo funcionarían como <i>marketing</i> para entrar al mercado y como respaldo de cumplimiento.</p> <p>Un <i>market maker</i> o un <i>sponsor</i> solo podrían ayudar en parte, porque el gran problema de este mercado es la falta de liquidez. Por ello, lo que se requiere son mejores incentivos tributarios para que los grandes inversionistas decidan invertir y generen liquidez al mercado.</p>



→ Tabla 4.9

Pregunta	Respuesta
¿Qué opina de obligar a invertir a las AFP en el MAV un 1%? ¿Le parece una buena propuesta?	Se deben buscar alternativas interesantes que sean una opción y no una obligación. Para ello, se debe generar incentivos para la inversión en el MAV. Hacer obligatorios los incentivos los podría volver perversos y el remedio sería peor que la enfermedad.
¿Considera que se debería reactivar el Avanza BVL?	Avanza BVL acabó justo cuando comenzó el MAV, pues se pensó que todos sus participantes entrarían en el MAV, pero no fue así. Se debería reactivar Avanza BVL porque alguien tiene que ayudar a recuperar el costo hundido del aprendizaje, sea el regulador, la bolsa o las SAB.

Elaboración propia.

### 3. Elementos perfectibles en la experiencia peruana

Luego de las entrevistas expuestas en este capítulo se puede concluir que el MAV no tendrá éxito si no cuenta con la participación de mayores inversionistas. En este caso, los inversionistas institucionales son quienes pueden desempeñar una función muy importante.

Las dudas, las inquietudes y las opiniones de los entrevistados también hacen posible concluir que las normas del MAV deben modificarse en el sentido de que se permita a las medianas empresas disminuir sus costos de entrada, se eliminen las barreras regulatorias (BGC y clasificadoras de riesgo) y se incremente el monto de las emisiones mediante las emisiones conjuntas y la introducción de la figura del asesor registrado con las características del *nomad* en el AIM.

VINCULANDO LOS ELEMENTOS positivos derivados de las experiencias internacionales y los elementos perfectibles de la experiencia peruana, así como los hallazgos de algunos análisis académicos (por ejemplo, Campos *et al.*, 2014), queda abierta la posibilidad de plantear la modificación del MAV.

# 5

---

## **Propuesta normativa de mejora del mercado alternativo de valores peruano**

En este capítulo se presenta una propuesta normativa del MAV peruano en la cual se recogen tanto las mejores prácticas de la legislación comparada de países con similares experiencias como las recomendaciones de los *stakeholders* y los expertos entrevistados; además, se señalan los riesgos y las condiciones necesarias para la ejecución de la propuesta y las funciones que deben desempeñar todos los interesados y las recomendaciones pertinentes para ello. Igualmente, desde el punto de vista económico-financiero, se evalúa la viabilidad de la propuesta normativa del MAV frente al crédito que ofrece el sistema financiero.

### **1. Propuesta normativa**

La propuesta normativa de mejora considera cambios respecto de la información en el MAV, el monto de las emisiones en dicho mercado y el BGC en las medianas empresas que emiten en este mercado.

#### **1.1. Resolución a aprobarse**

Los cambios propuestos se introducirían mediante una resolución del Superintendente de la SMV que se presenta a continuación.

Modifican el Reglamento del Mercado Alternativo de Valores  
RESOLUCIÓN DE SUPERINTENDENTE N.º ...

Lima, .....

CONSIDERANDO:

Que la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) tiene por finalidad velar por la protección de los inversionistas, la eficiencia y la transparencia de los mercados bajo su supervisión, la correcta formación de los precios y la difusión de toda la información necesaria para tales propósitos a través de la regulación, la supervisión y la promoción;

Que, conforme a lo dispuesto en el literal a) del artículo 1 del Texto Único Concordado de la Ley Orgánica de la SMV (en adelante, Ley Orgánica), aprobado mediante Decreto Ley 26126 y modificado por el artículo 2 de la Ley de Fortalecimiento de la Supervisión del Mercado de Valores, Ley 29782, la SMV se encuentra facultada para dictar las normas legales que regulen materias del mercado de valores;

Que, asimismo, de acuerdo con el literal b) del artículo 5 de la Ley Orgánica, el Directorio de la SMV tiene por atribución aprobar la normativa del mercado de valores, así como aquella a la que deben sujetarse las personas naturales y jurídicas sometidas a su supervisión;

Que, por Resolución SMV 025-2012-SMV/01 se aprobó el Reglamento del Mercado Alternativo de Valores, en el marco de lo dispuesto por la Tercera Disposición Final Complementaria del Decreto Legislativo 1061, con el fin de aprobar un marco normativo diferenciado de requisitos y obligaciones para facilitar el acceso al mercado de valores de las empresas que cumplan con determinadas condiciones, permitiéndoles obtener financiamiento mediante la realización de una oferta pública primaria, así como la negociación secundaria de valores previamente emitidos;

Que, por Resolución SMV 117-2013-SMV/01 se modificaron artículos del Reglamento del Mercado Alternativo de Valores con el fin de promover que las empresas de este segmento puedan acceder al financiamiento, sujetándose a requerimientos adecuados a su tamaño o volumen y costos de emisión menos onerosos que en el régimen general; permitir que las empresas puedan colocar directamente sus valores, fuera de Rueda de Bolsa, resultándoles aplicables las obligaciones, las responsabilidades y las prohibiciones correspondientes a los intermediarios, en lo pertinente; y facilitar el envío de la información por parte de las empresas que deseen ofrecer sus valores en el Mercado Alternativo de Valores;

Que, con el fin de impulsar el desarrollo del Mercado Alternativo de Valores y promover el ingreso de mayores inversionistas generando confianza en dicho mercado, resulta necesario modificar el Reglamento del Mercado Alternativo de Valores con el propósito de solicitar para la inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV y en el Registro de Valores de la Bolsa el informe de dos clasificadoras de riesgo, así como la incorporación de la figura de un asesor de inversiones que acompañe a la empresa durante el listado y todo el tiempo posterior, mientras permanezca en el Mercado Alternativo de Valores;

Que, el Directorio de la SMV, en su sesión del ....., acordó delegar en el Superintendente del Mercado de Valores la aprobación de la presente resolución modificatoria del Reglamento del Mercado Alternativo de Valores; y,

Estando a lo dispuesto por el literal a) del artículo 1 y el numeral 27) del artículo 3 del Texto Único Concordado de la Ley Orgánica de la SMV, aprobada por Decreto Ley 26126 y modificada por la Ley 29782; el segundo párrafo del artículo 7 del Texto único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Decreto Supremo 093-2002-EF; el numeral 14) del artículo 9 del Reglamento de Organización y Funciones de la SMV, aprobado por Decreto Supremo 216-2011-EF; y la Resolución de Superintendente 109-2013-SMV/02; así como a lo acordado por el Directorio de la SMV en su sesión del .....

**SE RESUELVE:**

**Artículo 1.**– Modificar el numeral 16.9 del artículo 16 y el tercer párrafo del artículo 18 del Reglamento del Mercado Alternativo de Valores, aprobado por Resolución SMV 025-2012-SMV/01 y sus normas modificatorias, el cual quedará redactado conforme el siguiente texto:

«Artículo 16.– Documentos a presentar para la inscripción en el Registro y en el RVB

[...]

16.9. Informes de clasificación de riesgo de los valores representativos de deuda cuya inscripción se solicita emitidos por dos empresas clasificadoras de riesgo de conformidad con la norma correspondiente, de ser el caso.

Artículo 18.– Presentación de la memoria anual para la inscripción de los valores

[...]

Asimismo, deberán incluir el numeral (10150) de las Normas Comunes para la Determinación del Contenido de los Documentos Informativos, aprobadas mediante Resolución de Gerencia General 211-98-EF/94.11, denominadas «Información sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas», incorporadas mediante Resolución de Gerencia General 096 2003 EF/94.11 y modificadas por Resolución de Gerencia General 140-2005-EF/94.11. Dicha inclusión en las Memorias Anuales a presentar será exigible a partir del primer año siguiente al año en que la empresa inscribió su valor».

**Artículo 2.**– Incorporar el numeral 4.6 al artículo 4 y el numeral 5.6 al artículo 5 del Reglamento del Mercado Alternativo de Valores, aprobado por Resolución SMV 025-2012-SMV-01 y sus normas modificatorias, el cual quedará redactado conforme el siguiente texto:

«Artículo 4.– Premisas que definen el Mercado Alternativo de Valores

[...]

4.6. Cada empresa que participe en el Mercado Alternativo de Valores deberá tener designado, en todo momento, un asesor registrado que

figure inscrito en el Registro de Asesores Registrados de la SMV, que la asesore en la incorporación de los valores emitidos, en el cumplimiento de las obligaciones y las responsabilidades que le corresponda por su participación en el Mercado Alternativo de Valores, y en la elaboración y la presentación de la información financiera y empresarial.

Corresponderá al Mercado Alternativo de Valores registrar y mantener actualizadas las designaciones y las modificaciones de asesores registrados que le comuniquen las empresas, comprobando que reúnan los requisitos exigidos para tales efectos.

#### Artículo 5.– Consideraciones generales

[...]

5.6. Podrán realizarse emisiones conjuntas de bonos por un número plural de empresas, siempre y cuando:

1. Se constituya aval sobre la totalidad del capital y los intereses que hayan de pagarse para atender la emisión conjunta o, alternativamente, todos los emisores agrupados en la emisión conjunta se constituyan en deudores solidarios de esta.
2. Se establezca un acuerdo escrito entre los emisores conjuntos donde se prevea, como mínimo:
  - a) La identificación de las empresas que realizarán la emisión conjunta.
  - b) Las reglas necesarias para la emisión conjunta.
  - c) El monto total de la emisión conjunta y sus características.
  - d) El monto que aspira recibir cada una de ellas del total de la colocación.
  - e) Las reglas para la distribución de dichos recursos entre los participantes de la emisión conjunta.
  - f) El monto por el cual cada una de las empresas que realice la emisión conjunta responderá, de pactarse la sindicación por medio de aval.
  - g) La obligación de pago de los bonos de cada una de las empresas que participan en la emisión conjunta, la cual es de carácter personal, directo e incondicional.

- h) El procedimiento a seguir cuando los emisores conjuntos se constituyen en deudores solidarios de la emisión conjunta.
  - i) Los procedimientos específicos que deberán poner en práctica cada una de las empresas que realice la emisión conjunta, con el objeto de asegurar el cumplimiento de las obligaciones que se adquieran con los suscriptores de los valores emitidos.
  - j) La representación legal única de sus participantes para todos los efectos de la emisión.
  - k) La relación entre dicha emisión conjunta y el representante de los tenedores de bonos.
  - l) Las demás que, con el fin de cumplir los objetivos establecidos en el presente numeral, resulten indispensables a juicio de la Superintendencia del Mercado de Valores.
3. Se confiera la administración de la emisión conjunta a una sola entidad fiduciaria».

**Artículo 3.**— Publicar la presente Resolución en el Diario Oficial *El Peruano* y en el Portal del Mercado de Valores de la Superintendencia del Mercado de Valores (<[www.smv.gob.pe](http://www.smv.gob.pe)>).

**Artículo 4.**— Disponer que la presente resolución entre en vigencia al día siguiente de su publicación.

Regístrese, comuníquese y publíquese.

## 1.2. Justificación

Cada uno de los cambios propuestos cuenta con justificación, objetivos y beneficios esperados (tabla 5.1).

Tabla 5.1. MAV: justificación, objetivos y beneficios de la propuesta normativa

Propuesta	Justificación	Objetivos	Beneficios esperados
Contar con dos informes de clasificadoras de riesgo	Los inversionistas institucionales, en particular las AFP, demandan dicho requisito para la adquisición de los valores.	Disminuir la asimetría informativa existente en las operaciones que se realizan en el MAV, para aumentar la confianza de los inversionistas al momento de efectuar la adquisición de un valor.	Atraer mayor inversión al MAV, al incrementar la demanda y fomentar la participación de inversionistas institucionales (AFP).
Buen Gobierno Corporativo	Los inversionistas en el MAV consideran necesario reforzar el tema del BGC como factor importante para la confianza.	Adelantar el plazo para que los directores y los colaboradores de la empresa se adecuen a las buenas prácticas que establece el Código de Buen Gobierno Corporativo al primer año siguiente al que la empresa inscribió su valor, y no a partir del tercer año como está regulado en la actualidad. Esto es una señal de orden y transparencia financiera dentro de la empresa.	Mejorar la percepción que tienen los inversionistas en las empresas del MAV, lo que permitirá reducir la percepción de riesgo de los valores emitidos y generar mayor demanda de instrumentos financieros en este mercado.
Incorporación de la figura del asesor registrado	Las experiencias de España e Inglaterra hacen recomendable la incorporación de la figura del asesor registrado para contribuir a que las empresas cumplan con las obligaciones y las responsabilidades asumidas al incorporarse al MAV.	Mitigar el «riesgo moral» relacionado con los comportamientos oportunistas que pueden surgir al amparo de la asimetría de la información.	Generar un mayor grado de seguridad para los inversionistas.
Emisiones conjuntas de bonos por parte de varias medianas empresas	Los inversionistas institucionales consideran poco atractivas las emisiones de bonos por su bajo monto y falta de respaldo.	Elevar el monto de las emisiones de bonos para que resulten atractivas a los inversionistas institucionales. Como parte de su papel promotor, el Estado podría servir de aval de estas emisiones conjuntas a través de Cofide.	Promover que las emisiones de montos mayores y con respaldo atraigan a los inversionistas institucionales al MAV.

Elaboración propia.

Al procesar estadísticamente las respuestas a las entrevistas de los *stakeholders* y los expertos, se establece que, para ellos, de los cuatro temas que sirven de sustento a la propuesta normativa de mejora el más importante es el BGC (figura 5.1).

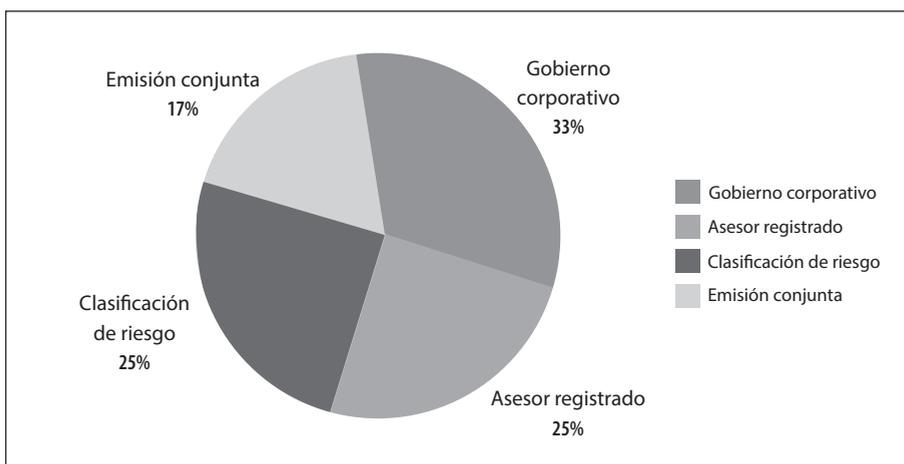


Figura 5.1. Propuesta normativa de mejora: ponderación de importancia de temas en las entrevistas realizadas a *stakeholders* y expertos (en porcentaje)

Elaboración propia sobre la base de las entrevistas realizadas.

### 1.3. Análisis de riesgos

La propuesta persigue romper la asimetría informativa en las operaciones en el MAV y lograr que la información brindada por este mercado sea adecuada y completa, con el fin de eliminar la aparición de comportamientos oportunistas en relación con la toma de decisiones financieras, la formación de los precios de los títulos, la valoración de los activos financieros y el conflicto entre propiedad y control (Gómez, 2008). Por ello, enfrenta los riesgos principales asociados a la inversión en el MAV.

#### 1.3.1. Clasificación de riesgo

La existencia de información asimétrica, que impacta en la generación de los precios, constituye un primer riesgo a ser mitigado por la propuesta normativa. En atención a las pocas operaciones efectuadas en el MAV, los

inversionistas institucionales, como las AFP, demandan este requisito para la adquisición de los valores, pues la clasificación de riesgo es la percepción de la capacidad de un emisor para hacer frente a sus obligaciones en los términos y los plazos acordados. En este sentido, si bien no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos, por cuanto no considera los precios de mercado ni la estrategia del inversionista, sí se considera una herramienta muy valorada que contribuye al momento de realizar la evaluación de la adquisición de un instrumento de inversión en el mercado peruano.

El análisis de la clasificadora de riesgo permite mejorar las garantías a través de garantes, seguros, fideicomisos o fianzas. El contar con dos informes permite tener una segunda opinión respecto de los valores por adquirir y brinda una mayor información al momento de efectuar la adquisición de un valor.

### **1.3.2. Gobierno corporativo**

El segundo riesgo atañe a la necesidad de cumplir con los principios del BGC, como un sello de calidad para las medianas empresas que emitan en el MAV. El BGC es una política adoptada por la generalidad de empresas que forman parte de la BVL y un sistema por el cual las empresas se dirigen, controlan y administran de manera eficiente, competitiva y responsable dentro de un marco de transparencia, seguridad y confianza hacia accionistas, trabajadores, clientes, proveedores, comunidad, medios de comunicación y otros grupos de interés.

Las empresas que tienen estándares de prácticas de BGC se perciben como transparentes y/o confiables, y cuentan con gerencias que buscan crear valor para sus accionistas. Esto es importante en un entorno como el peruano en el que los capitales fluyen hacia dentro y hacia afuera.

### **1.3.3. Asesor registrado**

Un tercer riesgo en las relaciones de agencia que es materia de estudio de la teoría económica es el moral. Así como la selección adversa en general se relaciona con asimetrías de información *ex ante*, una vez iniciada la relación entre las partes la asimetría de información *ex post*, es decir, sobre

las actuaciones futuras de una de las partes, provoca el problema conocido como riesgo moral, que alude a los comportamientos oportunistas que ampara la asimetría de la información.

Se considera que existe un problema de riesgo moral (o acción oculta) cuando una parte de la transacción puede adoptar determinadas acciones que afectan la valoración que la otra parte ha hecho de la transacción, pero que esta no puede controlar perfectamente. En una relación de agencia es fácil que aparezca un problema de riesgo moral, dado que el agente puede aprovechar su mayor acceso a la información para maximizar sus propios intereses a expensas del principal.

Las formas típicas del riesgo moral son el fraude, la evasión de fondos, la remuneración distinta del sueldo y todas aquellas acciones cuya realización no persiga los intereses del principal, como la selección de proyectos de inversión en los que la rentabilidad no compensa el riesgo para el aportante del capital (Gómez, 2008: IX-3).

En vista de la necesidad de considerar el riesgo moral, la propuesta normativa toma en cuenta adelantar la exigibilidad de la inclusión de la información sobre el cumplimiento de los principios de BGC en la memoria anual de la mediana empresa a partir del primer año siguiente al año en que inscribió su valor y no a partir del tercer año, como está regulado en la actualidad, lo que permitirá reducir la percepción de riesgo de los valores emitidos y generar mayor demanda de instrumentos financieros en este mercado.

Con el objetivo de mitigar este riesgo, un segundo tema que se recoge en la propuesta normativa de mejora se refiere a la incorporación de la figura del asesor registrado. La SMV creará un registro en el cual se inscribirán los asesores registrados que deseen participar en este segmento del mercado de valores, siempre y cuando cumplan con todos los requisitos establecidos en normas especiales emitidas para este fin.

El asesor registrado deberá ser responsable de asesorar a las emisoras del MAV respecto del cumplimiento de las obligaciones, desde su ingreso al registro y durante toda su permanencia en el mercado, así como en la elaboración y la presentación de la información financiera y empresarial requerida. Será supervisado por la SMV y tendrá como funciones:

- Identificar y evaluar las características de la empresa para determinar su potencial de cotización mediante la realización de un *due diligence* del negocio.
- Evaluar las proyecciones financieras y preparar el ingreso del emisor; apoyar a las empresas en la selección de entidades colocadoras.
- Preparar los documentos o los folletos informativos para su presentación al MAV.
- Coordinar el proceso final de salida del emisor; realizar labores de supervisión, para lo cual asesorará de manera permanente a la empresa.
- Ayudar en el cumplimiento de los requisitos de información solicitados al emisor. Comprobar, mediante procedimientos de supervisión internos, que la información suministrada por el emisor se ajuste a las normas vigentes.

#### **1.3.4. Emisiones conjuntas**

Un último riesgo se refiere a las restricciones para invertir en el MAV que tienen los inversionistas institucionales, porque los costos de evaluar las emisiones en dicho mercado no se justifican ante los volúmenes de inversión tan bajos. Por esta razón, se propone una modificación a la norma con el fin de permitir a las medianas empresas emitir bonos de manera conjunta para reducir los costos de la emisión y conseguir que los montos a colocar sean mayores, y así hacer atractivo este mercado para los inversionistas institucionales.

Esta emisión conjunta de bonos implicaría reducir la aversión de los inversionistas a comprar instrumentos financieros en el MAV, uno de los principales problemas que impide el desarrollo de dicho mercado.

#### **1.4. Efecto sobre los *stakeholders***

Existen grupos de interés, o *stakeholders*, que puedan afectar o verse afectados por las modificaciones propuestas a las normas del MAV.

- *Estado*. Tiene especial interés en la aprobación de un marco legal que facilite el acceso al MAV por parte de las empresas potencialmente favorecidas por la inversión, mediante la diferenciación de

los requisitos y las obligaciones que deben cumplir; lo que les permitirá obtener financiamiento tanto por una oferta pública primaria como por la negociación secundaria de valores. Con la propuesta de mejora:

- El Estado cumple con su función de velar por la transparencia y la certeza de la información brindada a los inversionistas al mismo tiempo que promueve e incentiva una mayor participación de inversionistas en este mercado.
  - Se abre un espacio para la intervención de un «mejorador», como Cofide, que podría participar como garante de las emisiones conjuntas. No es parte de la presente investigación desarrollar la participación de esta entidad en las emisiones conjuntas de bonos, pero resulta conveniente en calidad de entidad que fomenta el desarrollo de la mediana empresa.
  - Se está más cerca de lograr los objetivos señalados en el Marco Macroeconómico Multianual 2015-2017 (MEF, 2014) en lo que respecta a las reformas de Segunda Generación 2011-2014, cuya finalidad es convertir al mercado de capitales en un mercado desarrollado, líquido, profundo, integrado y que cumpla con los altos estándares internacionales. Esto afecta, de manera directa, al grupo de interés identificado como el mercado.
- *Inversionistas.* En este caso, la propuesta normativa de mejora pretende que el mercado sea más atractivo para quienes hasta la fecha no se habían interesado en él: los inversionistas institucionales. Ellos tendrían mayor información sobre la situación de la empresa al contar con el informe de dos clasificadoras de riesgo, al tener mayor confianza en el emisor por el cumplimiento de los principios del BGC, al existir un asesor registrado, o *sponsor*, que guíe a las empresas y al ser los montos de emisión de mayor volumen.
  - *Medianas empresas.* En este caso, al ser las emisoras de instrumentos financieros en el MAV y sus ingresos no exceder los montos establecidos en el reglamento, la propuesta normativa de mejora impactará de manera positiva en ellas, pues contarán con un asesor registrado que las acompañará desde su ingreso al registro y durante toda su permanencia en el MAV; reforzará el concepto de BGC como aspecto importante para su imagen y desempeño; y, finalmente, permitirá reducir costos y realizar volúmenes mayores

de emisión, al exigirse una clasificación de riesgo adicional y permitir la emisión conjunta de bonos, lo que facilitará el ingreso de los inversionistas institucionales a este mercado.

- *BVL*. La bolsa ampliaría sus operaciones con el acceso de medianas empresas al mercado de capitales como alternativa de financiamiento. Las SAB, personas jurídicas o naturales cuyo interés consiste en que los inversionistas les encarguen o autoricen la asesoría o la realización directa de inversiones o transacciones en el MAV en su nombre, también se beneficiarían.
- *Trabajadores de las medianas empresas*. Tienen como interés que estas crezcan, pues el incremento de la productividad se reflejará en una mayor demanda de puestos de trabajo y mejoras salariales y de beneficios sociales.

### **1.5. Condiciones necesarias para su aplicación**

Por último, la ejecución de esta propuesta supone el cumplimiento de cuatro condiciones.

1. Que en el Perú, tal y como ocurre en el AIM, los asesores registrados sean respetables y de muy buena reputación. Solo así se podría asegurar un verdadero éxito de la propuesta normativa y, por ende, la consecución del objetivo de promover el MAV y generar un mayor atractivo para los inversionistas.
2. Que se realice una mayor promoción del MAV y de sus beneficios como alternativa de financiamiento para las medianas empresas. Debe hacerse mucho más para dar a conocer este mercado, función que será asumida por la SMV, como organismo regulador y supervisor.
3. Que se realicen emisiones conjuntas de bonos, las que permitirán a las medianas empresas agruparse para reducir costos y emitir mayores volúmenes. Esto impulsará el desarrollo del MAV al permitir el ingreso de inversionistas institucionales que demandan mayores *tickets* de inversión. Si se considera la propuesta normativa planteada, la titularización de activos sería una opción para mitigar el riesgo de la emisión y, por tanto, mejorar la calidad crediticia de esta.

4. Que, para que el mecanismo propuesto tenga éxito, Cofide intervenga como garante de las emisiones en el marco del rol promotor del Estado en el MAV. Esta intervención permitiría que los inversionistas tengan una mayor confianza en la estructura planteada y, por tanto, un mejor *rating*.

## 2. Validación económico-financiera

Para medir el valor generado en una empresa se deben considerar tanto los beneficios como los costos; si los beneficios son mayores a los costos efectivos se puede decir que se ha generado valor. Con esta óptica, la fuente de financiamiento más usada en el Perú por las medianas empresas es el crédito bancario, ante lo cual el mercado de capitales —en concreto, el MAV peruano— podría constituirse como una alternativa interesante en línea con los objetivos de la mediana empresa, en la medida que canaliza el exceso de liquidez hacia el sector productivo, como ocurre en los mercados desarrollados.

Esto porque, como se ha analizado en capítulos previos, el MAV peruano facilita el acceso a financiamiento en el mercado bursátil a menores costos y con menos requerimientos y obligaciones de información. Situación que podría mejorar todavía más con la propuesta normativa presentada.

Como ejercicio de validación, en la presente sección se aplicará la propuesta normativa formulada a una mediana empresa, con el objetivo de estimar el costo del financiamiento a partir del MAV y compararlo con el financiamiento que se obtiene con un crédito tradicional en el sistema financiero.

Las características de la emisión de bonos propuesta son:

- Monto de emisión de US\$ 5 millones a 5 años.
  - Bonos tipo *bullet*<sup>15</sup>.
  - Tasa cupón del 10%, con pago semestral.
15. Bonos caracterizados por ser totalmente amortizables al vencimiento. Tienen cupones que solo reflejan intereses, pero amortizarán el capital en una sola fecha (el vencimiento). Periódicamente, el inversor recibirá pagos de intereses y, al vencimiento, el valor nominal del bono (más los intereses del último periodo).

A continuación, se expone un análisis comparativo de los costos para la mediana empresa de emitir instrumentos en el mercado bursátil y de acudir al sistema financiero.

## **2.1. Costos en el mercado bursátil**

En bolsa las empresas tienen la posibilidad de emitir en el mercado principal y en el MAV y, de aprobarse la propuesta normativa de mejora, tendrían también una tercera posibilidad. En cada caso, los costos de emisión son diferentes.

### **2.1.1. Costos en el mercado principal**

Los costos de una emisión en el mercado principal comprenden el costo de preparación de la emisión y de efectuar la oferta pública primaria, el gasto anual de mantenimiento de la emisión y el costo por el fideicomiso.

En el ejemplo (cuadro 5.1), el costo de efectuar la emisión llega al 2.55% de la emisión; el gasto anual de mantenimiento de la emisión, al 1.42%; y el costo del fideicomiso, al 0.17%<sup>16</sup>.

### **2.1.2. Costos en el MAV**

Los costos de una emisión en el MAV comprenden el mismo costo de preparación de la emisión y de efectuar la oferta pública primaria, el gasto anual de mantenimiento de la emisión y el costo por el fideicomiso, pero a montos menores.

En el ejemplo (cuadro 5.2), el costo de efectuar la emisión llega al 1.13% de la emisión; el gasto anual de mantenimiento de la emisión, al 0.74%; y el costo del fideicomiso, al 0.17%.

16. En este y el siguiente cuadro los resultados difieren ligeramente de los presentados en el cuadro 2.1 porque se elaboraron con un distinto tipo de cambio.

Cuadro 5.1. Mercado principal de la BVL: costos de una emisión de US\$ 5 millones, 2014

	Costos	Monto (US\$)
	Gastos de preparación de la emisión	
	Estructuración	50,000
	Gastos legales	25,000
	Auditoría externa	20,000
	Contratación de un representante de obligacionistas	5,000
	Contratación de dos clasificadoras de riesgo	20,000
	Otros gastos*	3,100
	<b>Subtotal</b>	<b>123,100</b>
COSTO DE LA EMISIÓN	Gastos para efectuar una OPP	
	Inscripción en la SMV	1,286
	Publicación de resolución en <i>El Peruano</i>	246
	Inscripción en la BVL: 0.0375%-0.1875%	—
	Inscripción en Cavali	100
	Gastos de publicación**, registrales y de impresión	3,015
	Comisión de colocación: 0.15%	—
	<b>Subtotal</b>	<b>4,647</b>
	<b>Total</b>	<b>127,747</b>
	SMV: 0.0035%-0.00175% mensual	—
	BVL: 0.002%-0.001% mensual	—
	Cavali: 0.001%-0.0005% mensual	—
GASTO ANUAL DE MANTENIMIENTO DE LA EMISIÓN	Clasificadoras	36,000
	Representante de obligacionistas: 0.035%	—
	Auditoría externa	20,000
	Representante bursátil***	15,000
	<b>Total</b>	<b>71,000</b>
COSTO DEL FIDEICOMISO	Comisión por estructuración del contrato	2,500
	Comisión por administración del fideicomiso	6,000
	<b>Total</b>	<b>8,500</b>

\* Costos registrales, costo del certificado para el sistema MVNet, gastos de impresión del proyecto marco y de preparación de información.

\*\* 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.

Fuente: Elaboración propia con información de la BVL.

Cuadro 5.2. MAV de la BVL: costo de una emisión de US\$ 5 millones, 2014

	Costos	Monto (US\$)
	<b>Gastos de preparación de la emisión</b>	
	Estructuración	12,500
	Gastos legales	6,250
	Auditoría externa	15,000
	Contratación de un representante de los obligacionistas	—
	Contratación de una clasificadora de riesgo	7,000
	Otros gastos*	3,100
COSTO DE LA EMISIÓN	Subtotal	43,850
	<b>Gastos para efectuar la OPP</b>	
	Inscripción en la SMV	643
	Publicación de resolución en <i>El Peruano</i>	246
	Inscripción en la BVL: 0.0375%-0.1875%	938
	Inscripción en Cavali	100
	Gastos de publicación**, registrales y de impresión	3,015
	Comisión de colocación: 0.15%	7,500
	Subtotal	12,442
	<b>Total</b>	<b>56,292</b>
GASTO ANUAL DE MANTENIMIENTO DE LA EMISIÓN	SMV: 0.0035%-0.00175% mensual	1,050
	BVL: 0.002%-0.001% mensual	600
	Cavali: 0.001%-0.0005% mensual	300
	Clasificadora	12,727
	Auditoría externa	15,000
	Representante bursátil***	7,500
	<b>Total</b>	<b>37,177</b>
COSTO DEL FIDEICOMISO	Comisión por estructuración del contrato	2,500
	Comisión por administración del fideicomiso	6,000
	<b>Total</b>	<b>8,500</b>

\* Costos registrales, costo del certificado para el sistema MVNet, gastos de impresión del proyecto marco y de preparación de información.

\*\* 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.

Fuente: Elaboración propia con información de la BVL.

### 2.1.3. Costos en el MAV, con propuesta normativa de mejora

Los costos de una emisión en el MAV, de acuerdo con la propuesta normativa de mejora, incluyen un monto adicional respecto al MAV por:

- Una segunda clasificadora de riesgo
- Un mayor pago de mantenimiento a las clasificadoras
- Un asesor registrado o un *sponsor*
- Un fideicomiso de titularización para la emisión conjunta de bonos

En el ejemplo (cuadro 5.3), el costo por efectuar la emisión llegaría al 1.27% de la emisión; el gasto anual de mantenimiento de la emisión, al 1.0%; y el costo del fideicomiso, al 0.27%, lo cual implicaría un 0.74% de costos adicionales respecto del costo actual del MAV.

### 2.1.4. Análisis comparativo

Establecidos los tres niveles de costos (cuadro 5.4), se puede compararlos:

- Costo de emisión  
En el mercado principal, el costo de efectuar una emisión asciende a US\$ 127,747; en el MAV, a US\$ 56,292; y en el MAV considerando la propuesta normativa a US\$ 75,792. Desagregando componentes se observa que entre el mercado principal y el MAV, actual y con propuesta normativa, el primero resulta más oneroso que los otros dos en los gastos de preparación de la emisión mientras que ocurre a la inversa para los gastos de efectuar la OPP, respecto de los cuales el MAV con propuesta normativa es más costoso que el MAV actual y que el mercado principal. Así, el costo total de efectuar una emisión es menos de la mitad en el caso del MAV, actual y con propuesta normativa de mejora, en relación con el mercado principal.
- Gasto anual de mantenimiento  
Igualmente, respecto del gasto anual de mantenimiento, el mercado principal, con US\$ 71.000 anuales, resulta más oneroso que las dos formas del MAV que llegan a solo US\$ 37.177 y US\$ 49.905, respectivamente.

Cuadro 5.3. MAV de la BVL: costo de una emisión de US\$ 5 millones, según propuesta normativa de mejora, 2014

	Costos	Monto (US\$)
	Gastos de preparación de la emisión	
	Estructuración	12,500
	Gastos legales	6,250
	Auditoría externa	15,000
	Contratación de dos clasificadoras de riesgo	14,000
	Otros gastos*	3,100
	<b>Subtotal</b>	<b>50,850</b>
	Gastos para efectuar la OPP	
COSTO DE LA EMISIÓN	Inscripción en la SMV	643
	Publicación de resolución en <i>El Peruano</i>	246
	Inscripción en la BVL: 0.0375%-0.1875%	938
	Inscripción en Cavali	100
	Gastos de publicación**, registrales y de impresión	3,015
	Comisión de colocación: 0.15%	7,500
	<i>Sponsor</i>	12,500
	<b>Subtotal</b>	<b>24,942</b>
	<b>Total</b>	<b>75,792</b>
GASTO ANUAL DE MANTENIMIENTO DE LA EMISIÓN	SMV: 0.0035%-0.00175% mensual	1,050
	BVL: 0.002%-0.001% mensual	600
	Cavali: 0.001%-0.0005% mensual	300
	Clasificadoras	25,455
	Auditoría externa	15,000
	Representante bursátil***	7,500
	<b>Total</b>	<b>49,905</b>
COSTO DEL FIDEICOMISO	Comisión por estructuración del contrato	2,500
	Comisión por administración del fideicomiso	6,000
	Titulización de activos	5,000
	<b>Total</b>	<b>13,500</b>

\* Costos registrales, costo del certificado para el sistema MVNet, gastos de impresión del proyecto marco y de preparación de información.

\*\* 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.

Fuente: Elaboración propia con información de la BVL.

- Costo del fideicomiso

El costo del fideicomiso es mayor que el MAV con propuesta normativa, US\$ 13.500 anuales, sobre el mercado principal y el MAV actual, en los que solo cuesta US\$ 8.500 al año.

Cuadro 5.4. *Mercado principal y MAV de la BVL, con y sin propuesta de mejora normativa: costos de una emisión de US\$ 5 millones, 2014*

Costo	Mercado principal	MAV	MAV con mejora normativa
Gastos de preparación de la emisión (US\$)	123,100	43,850	50,850
Gastos para efectuar una OPP (US\$)	4,647	12,442	24,942
<b>Costo de la emisión (US\$)</b>	<b>127,747</b>	<b>56,292</b>	<b>75,792</b>
Costo de la emisión (% de la emisión)	2.55	1.13	1.52
<b>Gasto anual de mantenimiento de la emisión (US\$)</b>	<b>71,000</b>	<b>37,177</b>	<b>49,905</b>
Gasto anual de mantenimiento de la emisión (% de la emisión)	1.42	0.74	0.99
<b>Costo del fideicomiso (US\$)</b>	<b>8,500</b>	<b>8,500</b>	<b>13,500</b>
Costo del fideicomiso (% de la emisión)	0.17	0.17	0.27

Elaboración propia con base en la información de los cuadros 5.1, 5.2 y 5.3.

Al final, el MAV actual es más barato pero el MAV con propuesta normativa de mejora es más conveniente. Ello porque los mayores costos en los que incurrirán las medianas empresas al someterse a dos clasificaciones de riesgos, contratar a un asesor registrado y titularizar sus activos no son significativos, manteniéndose por debajo del costo en el mercado principal y no mucho por encima del MAV actual. Balance que no toma en cuenta el beneficio de generar un mayor interés de los inversionistas en los instrumentos negociados en este segmento de mercado<sup>17</sup>, lo que lo hace todavía más favorable.

## 2.2. Costo del crédito bancario

Continuando el ejercicio comparativo, se estimará ahora el costo de un crédito bancario para una mediana empresa apta para participar en el MAV. Las características del crédito bancario propuesto son un financiamiento a mediano plazo (5 años) a una TEA del 12.5%. Base sobre la cual se ha estimado el costo efectivo mensual (CEM) y anual (CEA) para una

17. En las entrevistas realizadas a potenciales inversionistas, como compañías de seguros y AFP, se encontró que el escenario esperado para que las compañías de seguros mostraran interés era el de emisiones en moneda nacional, con plazos de 5 o más años. Los montos dependen de cada compañía y del momento en que aparezca la oferta, pues la liquidez varía. La tasa también estará en función del emisor, el sector, el *rating* y el plazo de la emisión.

mediana empresa en el sistema financiero, que llega al 1.24% y al 15.89%, respectivamente (cuadro 5.5).

Cuadro 5.5. *Crédito bancario para una mediana empresa: costo efectivo simulado para un crédito de US\$ 5 millones, 2014*

Concepto	Valor	Notas
Monto del préstamo (US\$)	5'000,000	—
Cuota inicial (% del préstamo)	20	—
Periodo del préstamo (meses)	60	—
Impuesto a las transacciones financieras (% del préstamo)	0.005	—
Seguro (% del préstamo)	5	Equivalente al 0.41% mensual
TEA (% del préstamo)	12.5	Equivalente al 0.99% mensual
Tasa base	8.0	Supuesto: tasa de corto plazo(6 meses)
Tasa adicional	0.5	Por cada 6 meses adicionales
Cuota	110,809	—
Desgravamen (% del préstamo)	0.05	—
CEM (% del préstamo)	1.24	
<b>CEA (% del préstamo)</b>	<b>15.89</b>	

Elaboración propia.

El crédito bancario resulta más oneroso que cualquiera de las tres alternativas bursátiles estimadas.

### 2.3. Tasa a ofrecer en emisión de bonos

Finalmente, se completa el ejercicio al estimar el resultado de una emisión de bonos y de la tasa cupón que demandarán los potenciales compradores de bonos de la empresa en el marco del MAV.

Para ello se partió de la curva cupón cero de los bonos en moneda extranjera del Tesoro Público. La estimación consideró que los potenciales inversionistas tienen, por lo menos, dos tipos de inversiones, las cuales podrían ser comparables si se ajustan por riesgo: riesgo soberano (Gobierno) y bonos corporativos emitidos por el MAV<sup>18</sup>. Las alternativas de inversión,

18. Un experto entrevistado añadió, de manera referencial y tomando como base la curva de los bonos soberanos locales, que un bono AAA podría pagar unos 100 puntos básicos por encima; en cambio, un bono AA podría pagar unos 150 a 250 puntos básicos más. Los riesgos mayores, según lo indicado, deberían analizarse en cada caso puntual.

que se han comparado por su vencimiento en el corto y el mediano plazo, son letras del Gobierno peruano a 6 meses y a 5 años. Al 21 de septiembre de 2014, el retorno de estos instrumentos fue del 0.371% y del 2.372%, respectivamente.

Con estos datos se simula una emisión de bonos de una mediana empresa (cuadro 5.6).

Cuadro 5.6. *MAV de la BVL: características de una emisión de bonos FCP de una mediana empresa, por US\$ 5 millones, 2014*

Concepto	Valor
Emisión (US\$)	5'000,000
Plazo del programa (años)	5
Plazo del pago (meses)	6
Vigencia del programa (años)	2
Plazo (meses)	6
Formación de la tasa de interés (a 5 años)	
<i>Spread</i> anual (respecto de la curva cupón cero; última emisión) (%)	5.23
Tasa de bono soberano del Gobierno peruano (%)	2.37
<i>Spread</i> por riesgo (%)	2.00
Tasa nominal anual (%)	9.60
<b>Tasa cupón (%)</b>	<b>10.00</b>

Elaboración propia.

Una de las últimas colocaciones de papeles comerciales fue realizada por la empresa Triton Trading, a una tasa del 5.60% anual (se ha tomado esta colocación con un criterio conservador, por cuanto fue la mayor tasa demandada), la que, comparada con la inversión en papeles del Gobierno a 6 meses, resultaría en una diferencia o *spread* del 5.23% (figura 5.1).

De mantenerse este *spread* para las emisiones de mayor plazo se espera que, como mínimo, el cupón a ofrecer para una colocación de bonos a 5 años por el MAV se acerque al 8%; es decir, la suma del rendimiento de los bonos del Gobierno a 5 años más el *spread* determinado anteriormente.

Así, se determina que se esperaría asumir un *spread* del 5.7% (la diferencia entre el 8% y la tasa que se paga por bonos del Gobierno a 5 años) por la emisión de bonos FCP en el MAV a mayor plazo (figura 5.2).

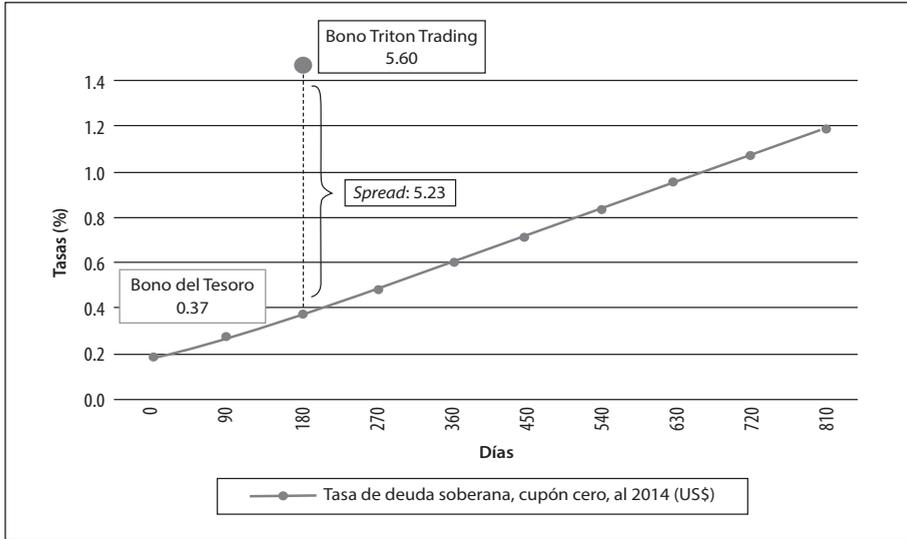


Figura 5.1. Bonos FCP de mediana empresa en el MAC de la BVL: tasa a 180 días, (valor de referencia Triton Trading)

Fuente: Elaboración propia con información de la BVL.

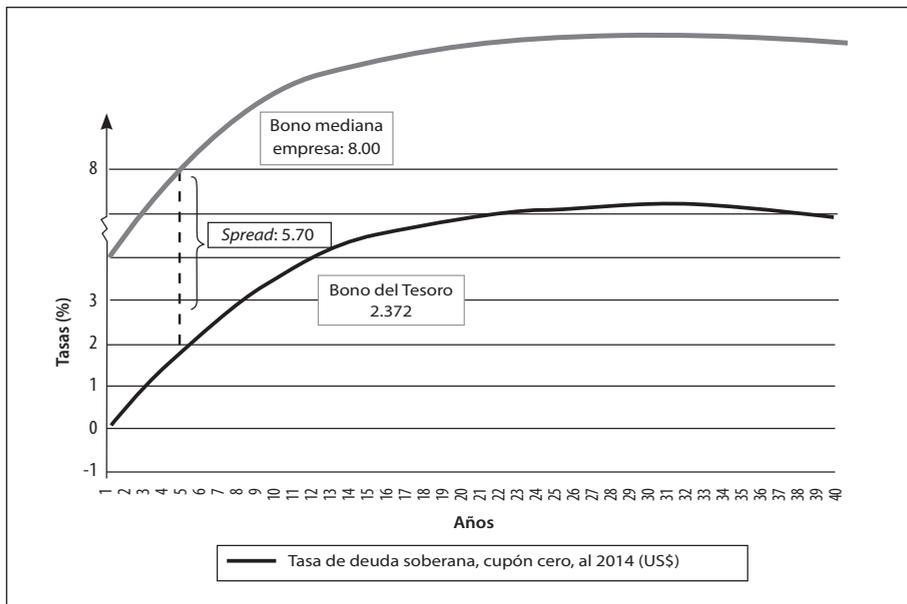


Figura 5.2. Bonos FCP de mediana empresa en el MAC de la BVL: tasa a 5 años

Fuente: Elaboración propia con información de la BVL.

El referente con el que se está comparando la simulación de emisión de bonos FCP es la segunda emisión del Primer Programa de Papeles Comerciales, que colocó en su momento US\$ 3'607,000 a una tasa de interés nominal anual del 5.60% (fija). Ello confirma que el *spread* a pagar por la emisión de bonos FCP debería ser del 5.70%.

El análisis del flujo de caja de la emisión de bonos en el mercado principal y en el MAV, sin y con propuesta de mejora, permite establecer el CEA para cada caso (cuadro 5.7).

El CEA de la emisión, si esta se realiza en el mercado principal es del 6.98% semestral y del 14.46% anual; si la emisión se realiza en el MAV, el costo semestral sería del 6.04% y el anual del 12.45%; y si la emisión se efectuase en el MAV con propuesta normativa sería del 6.86% semestral y del 14.20% anual.

Por lo tanto, el CEA del financiamiento en el mercado principal es el mayor, seguido del financiamiento en el MAV y, por último, por el del MAV con la propuesta normativa de mejora (figura 5.3).

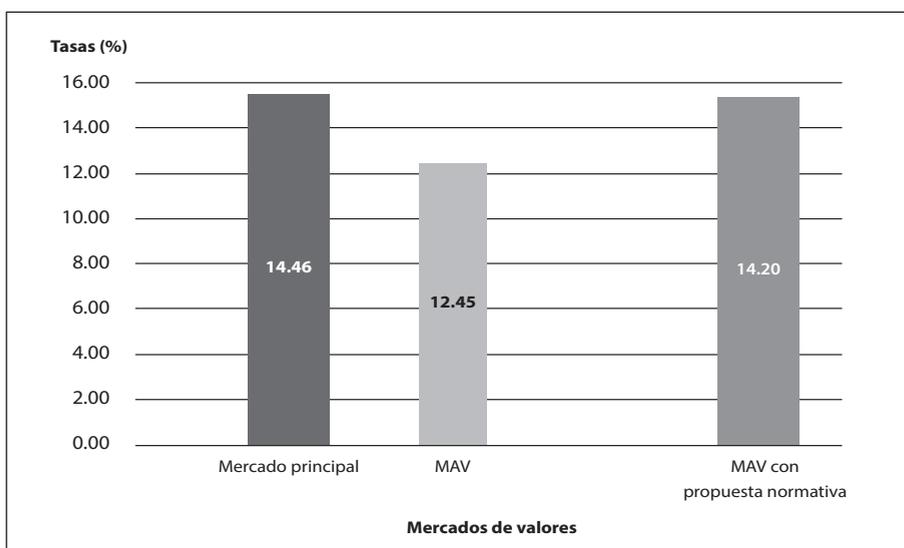


Figura 5.3. Mercados de valores: costo efectivo anual de financiamiento, 2014 (estimación)

Elaboración propia.

Cuadro 5.7. Mercado principal y MAV de la BVL, con y sin propuesta de mejora normativa: flujo de caja de la emisión de bonos por US\$ 5 millones para una mediana empresa, 2014

Rubro	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
<b>MERCADO PRINCIPAL</b>											
Colocación	-5,000,000										
Pago de capital e intereses	647,523	647,523	647,523	647,523	647,523	647,523	647,523	647,523	647,523	647,523	647,523
Costo de la emisión	149,622										
Gastos de mantenimiento y costo del fideicomiso	42,575	42,575	42,575	42,575	42,575	42,575	42,575	42,575	42,575	42,575	42,575
Flujo	-4,850,378	690,098	690,098	690,098	690,098	690,098	690,098	690,098	690,098	690,098	690,098
Costo semestral del financiamiento	6.98%										
<b>CEA</b>	<b>14.46%</b>										
<b>MAV</b>											
Colocación	-5,000,000										
Pago de capital e intereses	647,523	647,523	647,523	647,523	647,523	647,523	647,523	647,523	647,523	647,523	647,523
Costo de la emisión	76,292										
Gastos de mantenimiento y costo del fideicomiso	22,839	22,839	22,839	22,839	22,839	22,839	22,839	22,839	22,839	22,839	22,839
Flujo	-4,923,709	670,362	670,362	670,362	670,362	670,362	670,362	670,362	670,362	670,362	670,362
Costo semestral del financiamiento	6.04%										
<b>CEA</b>	<b>12.45%</b>										
<b>MAV CON PROPUESTA NORMATIVA</b>											
Colocación	-5,000,000										
Pago de capital e intereses	647,523	647,523	647,523	647,523	647,523	647,523	647,523	647,523	647,523	647,523	647,523
Costo de la emisión	107,292										
Gastos de mantenimiento y costo del fideicomiso	29,202	29,202	29,202	29,202	29,202	29,202	29,202	29,202	29,202	29,202	29,202
<i>Sponsor</i>	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
Costo de requisitos adicionales	12,500	12,500	12,500	12,500	12,500	12,500	12,500	12,500	12,500	12,500	12,500
Flujo	-4,892,709	692,225	692,225	692,225	692,225	692,225	692,225	692,225	692,225	692,225	692,225
Costo semestral del financiamiento	6.86%										
<b>CEA</b>	<b>14.20%</b>										

Elaboración propia.

DE LA EVALUACIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA realizada sobre la propuesta normativa formulada se obtiene que añadir los costos que implica en realidad eleva el costo de financiamiento en el MAV. No obstante, el MAV con propuesta normativa se mantiene como una alternativa de financiamiento menos costosa frente al financiamiento bancario y, si bien es cierto que es un poco más costosa que el MAV en los términos actuales, generará beneficios superiores a sus costos al impulsar este segmento de mercado mediante el aliento al ingreso de inversionistas institucionales, quienes son los mayores demandantes de instrumentos financieros en el mercado de valores.

## Conclusiones y recomendaciones

---

De la investigación presentada se puede concluir que las medianas empresas se encuentran en la actualidad en pleno crecimiento, así como su necesidad de financiamiento y que, frente a su interés por obtener otras fuentes de financiamiento, el MAV se presenta como una alternativa al financiamiento bancario.

Sin embargo, las medianas empresas no están todavía preparadas para participar en el MAV por su incipiente gestión financiera, ya que la manera en ocasiones improvisada en la cual desarrollan sus actividades desanima a los inversionistas que pudiesen interesarse en apostar por los valores que estas pudieran emitir.

Si se requiere incentivar el MAV, no es conveniente que se sacrifique información por obtener menores costos porque esto impacta de manera directa en la decisión de los inversionistas. En cambio, se debe promover con mayor empeño la capacitación a las medianas empresas, sobre todo en lo concerniente a la cultura financiera y, en especial, al mecanismo de bolsa y su mercado alternativo, pues es otra de las debilidades de este segmento que lo impacta e impide su despegue.

Los inversionistas potenciales, por ejemplo las compañías de seguros, las AFP y los fondos mutuos, mostrarán interés siempre en aquellas empresas que presenten información transparente, veraz y confiable. Ellos buscan

emisiones rentables y dan especial importancia al monto de la emisión, el plazo y el *rating*.

De las experiencias exitosas revisadas, el asesor registrado se constituye en una de las características principales de los mercados alternativos de otros países. Si bien la inclusión de una clasificación de riesgo adicional y de un asesor registrado aumenta el costo del financiamiento en el MAV, este sigue siendo competitivo frente al financiamiento en el sistema financiero.

Aunque la decisión de los inversionistas potenciales toma en cuenta varios factores de la emisión, el añadir una clasificación de riesgo adicional y al asesor registrado como garantía de las emisiones, se elimina uno de los problemas que ellos encuentran para decidirse a invertir en este segmento del mercado.

A pesar de que a la fecha ya existen fondos como el HMC Capital que se encuentra interesado en invertir en instrumentos emitidos en el MAV, se debe continuar fomentando la inversión en capital de riesgo.

Con el propósito de atraer la participación de los inversionistas institucionales y solucionar la barrera del monto de la emisión, que para ellos es poco significativa y no justifica la utilización de sus recursos para invertir en este tipo de instrumentos, la emisión de manera conjunta de medianas empresas interesadas en ingresar a este segmento del mercado aparece como una solución práctica.

Alternativas todas que han sido consideradas en la propuesta normativa de mejora presentada en este libro.

## Bibliografía

---

- Alba, A. P. & Remolina, N. (2010). Segundo mercado: balance y propuesta para su profundización desde la perspectiva de las pequeñas y medianas empresas. *Análisis*, 1: 321-355.
- Autorregulador del Mercado de Valores (AMV). (s. f.). *La dinamización del mercado de valores en Colombia: oferta y demanda*. Bogotá, D. C.: AMV. Recuperado de <[www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20090211162008.pdf](http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20090211162008.pdf)>.
- Autorregulador del Mercado de Valores (AMV). (2013). *Guía principal del mercado de valores*. Bogotá, D. C.: AMV.
- Bauer, T. & Boritz, J. E. (2006). *Report on the UK's Alternative Investment Market-AIM*. Working Draft. Waterloo: University of Waterloo.
- Bolsa de Comercio de Santiago. (2001). *Mercado emergente. El primer mercado bursátil en Chile para valores emergentes*. Santiago de Chile: Bolsa de Comercio de Santiago.
- Bolsas y Mercados Españoles, Sistema de Negociación S. A. (BME) & Mercado Alternativo Bursátil (MAB). (2010). *Circular 3/2010. Régimen aplicable a las entidades de capital riesgo cuyos valores negociables se incorporen al Mercado Alternativo Bursátil*. Madrid BME / MAB.
- Campos, P., Cuadros, G., Lodwig, D. & Regis, M. (2014). *Financiamiento de medianas empresas a través del mercado de valores peruano: una propuesta alternativa*. Tesis de Maestría. Lima: Universidad ESAN.

- Casafranca Díaz, L. (2012). *Iniciativas que acercan las pymes al mercado de valores*. Foro sobre el acceso de las Pymes a los Mercados de Valores en Iberoamérica. Cartagena: Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). (2006). *Informe anual 2006. Sobre los mercados de valores y su actuación*. Madrid: CNMV.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). (2013). *Informe anual sobre mercados de valores y su actuación 2013*. Madrid: CNMV.
- Confederación Nacional de Instituciones Empresariales Privadas (Confiep). (2014). *Empleo formal habría crecido 3.1% el 2013 gracias a mediana y gran empresa*. Recuperado de <[www.confiep.org.pe/articulos/comunicaciones/empleo-formal-habria-crecido1-2013-gracias-mediana-gran-empresa](http://www.confiep.org.pe/articulos/comunicaciones/empleo-formal-habria-crecido1-2013-gracias-mediana-gran-empresa)>.
- Contreras V., E., Méndez S., M. & Moscoso A., C. (2005). *Análisis del marco institucional del financiamiento a la mediana minería en Chile*. Santiago de Chile: Facultad de Ciencias Físicas y Matemáticas, Universidad de Chile / Atacama Resource Capital / Fondo de Fomento al Desarrollo Científico y Tecnológico (Fondef).
- Franco Castilla, M. A. (2013). *Segundo mercado para Pymes en Colombia: oportunidades para aprovechar y para crecer*. Tesis de Maestría en Finanzas Corporativas. Bogotá, D. C.: Colegio de Estudios Superiores de Administración.
- Gómez Jacinto, L. A. (2008). Información asimétrica: selección adversa y riesgo moral. *Actualidad Empresarial*, 170: IX1-IX4.
- Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). (2013). *Encuesta económica anual 2013*. Lima: INEI.
- Inversiones Security. (2014). Acciones-Beneficios tributarios. *Inversionessecurity.cl*. Recuperado de <[www.inversionessecurity.cl/inversionespublico/AcercaInversiones/BeneficiosTributarios](http://www.inversionessecurity.cl/inversionespublico/AcercaInversiones/BeneficiosTributarios)>.
- Mascre Hégy Associés. (2006). Comparaison AIM-Alternext: des marches boursiers adaptes aux PME. *Publications*. Recuperado de <[www.mascrehegy.com/htm/fr/conseils/conseil\\_comparaison\\_aim\\_alternext\\_marches\\_boursiers\\_pme.htm](http://www.mascrehegy.com/htm/fr/conseils/conseil_comparaison_aim_alternext_marches_boursiers_pme.htm)>.
- Mendiola, A., Aguirre, C., Chuica, S., Palacios, R., Peralta, M., Rodríguez, J. & Suárez, E. (2014). *Factores críticos de éxito para la creación de un mercado de valores para emisiones de pequeñas y medianas empresas en el Perú*. Serie Gerencia para el Desarrollo 40. Lima: Universidad ESAN.

- Mendoza, J. (2008). Report on the Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 3(2): 257-328.
- Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). (2014). *Marco Macroeconómico Multianual 2015-2017*. Lima: MEF.
- Ministerio de la Producción (Produce). (2013). *MIPYME 2012. Estadísticas de la micro, pequeña y mediana empresa*. Lima: Produce.
- Palacio Rey, F. (2013). *El rol del mercado de valores y su importancia para la sociedad* (PPT). Lima: Bolsa de Valores de Lima. Recuperado de <<http://es.slideshare.net/Bolsadevaloresdelima/bv11>>.
- Pineda Galarza, J. (2012). *Las pymes a través del mercado de valores en el Perú: una visión comparada con España*. Working Paper IE Law School AJ8-184. Madrid: IE Law School.
- Pineda Galarza, J. (2013, 19 de marzo). Medianas empresas. A propósito del reglamento del mercado alternativo de valores. *Jurídica* (Lima, Suplemento de *El Peruano*), 8(448): 6-7.
- Sánchez, M. (2014, 19 de junio). Las pequeñas y medianas empresas crecen, pero no su productividad ni capacitación. *Gestión*. Lima.
- Soza J., C. (2006, 27 de septiembre). A cinco años de su creación: importantes cuestionamientos a la bolsa emergente. *El Mercurio*. Recuperado de <[http://www.economiaynegocios.cl/mis\\_finanzas/detalles/detalle\\_emp.asp?id=117](http://www.economiaynegocios.cl/mis_finanzas/detalles/detalle_emp.asp?id=117)>.
- The National Archives. (2014a). *Financial Services and Markets Act 2000*. Recuperado de <[www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents](http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents)>.
- The National Archives. (2014b). *Criminal Justice Act 1993*. Reino Unido. Recuperado de <<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1993/36/contents>>.

### **Páginas en Internet**

Bolsa de Comercio de Santiago  
<[www.bolsadesantiago.com](http://www.bolsadesantiago.com)>

Bolsa de Valores de Colombia  
<<http://www.bvc.com.co/>>

Inversiones Security

<<https://www.inversionessecurity.cl/>>

London Stock Exchange

<[www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)>

Mercado Alternativo Bursátil

<[www.bolsasymercados.es/](http://www.bolsasymercados.es/)>

Mercado Alternativo de Valores

<<http://www.bvl.com.pe/mav/>>

Normas Jurídicas

<<http://noticias.juridicas.com/>>

Scotiabank

<<http://www.scotiabank.com.pe>>

## **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 el Indecopi y liderado la implementación de sistemas de planeamiento y control de gestión y/o de tableros de control estratégico (BSC).

### **Fancy LÉVANO ROJAS**

fancy.levanor@gmail.com

Magíster en Finanzas y Derecho Corporativo por la Universidad ESAN y abogada por la Pontificia Universidad Católica del Perú, con especialización en Banca y Estructuración Financiera. Con estudios de formación en Finanzas y Derecho Europeo en la Universidad Carlos III de Madrid, España. Ha realizado diversos

cursos de Derecho Corporativo, entre ellos, Fusiones y Adquisiciones, Derecho Bancario, Fideicomiso. Ha sido asesora legal del área de Asesoría Legal, Comercial y Regulatoria del Scotiabank Perú, abogada principal del área Legal del Banco de Crédito del Perú y es actualmente asesora legal de Wholesale Banking, TB & Leasing.

**Cintia VERA CARRASCO**

cintiacvc1@gmail.com

Magíster en Finanzas y Derecho Corporativo por la Universidad ESAN y abogada *magna cum laude* por la Universidad de Lima, con especialización en Banca y Estructuración Financiera. Tiene estudios de formación en Finanzas y Derecho Europeo en la Universidad Carlos III de Madrid, España. Ha participado en el 25.º Programa Internacional en la Elaboración de Proyectos Legislativos, organizado por el Bureau of Parliamentary Studies and Training del Gobierno de la India, en Nueva Delhi, y en el 9.º Concurso Interamericano de Derechos Humanos de la American University, Washington, D. C. Ha sido consultora del PNUD, de la Agencia de Promoción de la Inversión Privada (ProInversión) y en la actualidad es asesora legal sénior de la Dirección General de Política Macroeconómica y Descentralización Fiscal del Ministerio de Economía y Finanzas.

**Yamiz ALATRISTA SEVERINO**

ykero.nyb@gmail.com

Magíster en Finanzas y Derecho Corporativo con mención en Derecho Tributario por la Universidad ESAN y abogada por la Universidad de San Martín de Porres. Especialista en derecho corporativo, protección al consumidor y contrataciones con el Estado. Autora del *Libro de Reclamaciones y Derechos del Consumidor*, publicado por Ediciones Caballero Bustamante en septiembre del 2011. Ha cursado diversos diplomados en Derecho Corporativo (Universidad de San Martín de Porres), Contrataciones y Adquisiciones del Estado (Colegio de Abogados de Lima) y Derechos Humanos en el Sistema Interamericano (American University, Washington Collage of Law, y Universidad de San Martín de Porres). Tiene estudios de formación en Finanzas y Derecho Europeo en la Universidad Carlos III de Madrid, España. Fue miembro del Comité de Redacción del área de Derecho Corporativo del *Informativo Caballero Bustamante*.

Impreso por  
Cecosami Preprensa e Impresión Digital S. A.  
en diciembre del 2015  
Calle Los Plateros 142, Ate  
Lima, Perú  
Teléfono 625-3535  
ventas@cecosami.com  
www.cecosami.com