

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ  
FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES



Diseño e implementación de un mecanismo para el financiamiento de empresas no corporativas peruanas a través del mercado de valores: Mercado Alternativo de Valores (MAV)

Informe Profesional para optar el Título de Licenciado en Economía que presenta:

Daniel Alonso García López

Asesor: Andrés Mauricio García Uribe

2018

## ÍNDICE

<b>RESUMEN .....</b>	<b>2</b>
<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>3</b>
<b>1. ACCESO DE EMPRESAS NO CORPORATIVAS AL FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DEL MERCADO DE VALORES .....</b>	<b>8</b>
1.1. Importancia del mercado de valores como fuente de financiamiento .....	8
1.2. Análisis de la problemática .....	9
1.2.1. Restricciones vinculadas a las condiciones de acceso al mercado de valores .....	10
1.2.2. Restricciones asociadas al tamaño y profundidad del mercado de valores peruano .....	14
<b>2. ANTECEDENTES .....</b>	<b>18</b>
2.1. Régimen General de Oferta Pública de Valores .....	18
2.2. Evidencia empírica: la experiencia internacional .....	20
2.2.1. Alternative Investment Market (AIM) — Reino Unido.....	20
2.2.2. Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) en España.....	21
<b>3. MERCADO ALTERNATIVO DE VALORES (MAV) .....</b>	<b>24</b>
3.1. Objetivo .....	25
3.2. Requisitos para acceder al MAV.....	26
3.3. Principales características y diferencias respecto al Régimen General....	27
3.4. Mejoras implementadas.....	31
3.5. Resultados.....	34
<b>4. EL MAV: UNA VISIÓN CRÍTICA .....</b>	<b>43</b>
<b>5. CONCLUSIONES Y SUGERENCIAS.....</b>	<b>52</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA Y FUENTES .....</b>	<b>56</b>
<b>ANEXOS .....</b>	<b>59</b>

## RESUMEN

La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) creó el Mercado Alternativo de Valores (MAV), mediante el cual se diseñó un marco normativo de menores obligaciones y requerimientos de información en relación a los exigibles en el régimen general de ofertas públicas primarias, de tal manera de facilitar el acceso al financiamiento a través del mercado de valores de empresas no corporativas.

Si bien es cierto, desde su creación, el MAV se ha constituido como el principal régimen de oferta pública primaria, no ha tenido los resultados esperados, debido principalmente a que el mercado de valores peruano presenta limitantes estructurales, tanto por el lado de oferta (necesidades de financiamiento de mayoría de empresas) como de demanda (escasa participación de principales inversionistas) que impiden un mayor desarrollo. No obstante ello, el acceso de las empresas al MAV ha posibilitado que incorporen dentro de su gestión mejores prácticas de gobierno corporativo y se financien a costos competitivos.

Si bien el desarrollo del MAV por sí solo no supera las limitaciones estructurales de nuestro mercado, esta iniciativa ha contribuido al acceso de empresas no corporativas al mercado de valores que sin tener dicha alternativa difícilmente hubieran podido hacerlo o de haber accedido sería a un mayor costo, beneficiándose por tanto de las ventajas que este segmento alternativo trae consigo.

## INTRODUCCIÓN

La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) es el organismo técnico especializado que tiene como sus principales funciones el dictar las normas legales que regulan materias del mercado de valores, la supervisión del cumplimiento de dicha legislación, así como también la promoción y estudio del mercado de valores. En cumplimiento de su función normativa, en los últimos años ha implementado una serie de medidas regulatorias orientadas a facilitar el acceso de más empresas al financiamiento a través del mercado de valores y contribuir así con su desarrollo. Dentro de este conjunto de iniciativas, en Junio de 2012 creó el Mercado Alternativo de Valores (MAV), mediante el cual se diseñó un marco normativo de menores requisitos, obligaciones y requerimientos de información en relación con los que resultan exigibles en el régimen general de ofertas públicas primarias, de tal manera de facilitar el acceso al financiamiento a través del mercado de valores de empresas no corporativas.

Así, la principal premisa que define el alcance del MAV es el concepto de empresa no corporativa. Para definir dicho concepto, tomando en consideración

que no existe un criterio uniforme que sea aplicado en nuestro país para la categorización de los diversos segmentos empresariales, se empleó el criterio que utiliza la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) para clasificar la cartera de créditos de las entidades del sistema financiero<sup>1</sup>, en el cual se clasifican los créditos teniendo en cuenta la magnitud de operaciones de las empresas, considerando como corporativos a aquellos créditos otorgados a personas jurídicas que registren un nivel de ventas anuales mayor a S/ 200 millones en los dos últimos años.

En esa línea, siguiendo dicha clasificación, en el Reglamento del MAV se definió como empresas no corporativas a aquellas que bajo el criterio de la SBS accederían a créditos no corporativos, es decir, las empresas con ventas anuales por debajo de los S/ 200 millones. Así, con la aplicación de dicho criterio, para los fines de la aplicación de la reglamentación del MAV, las empresas no corporativas incluyen las micro, pequeñas y medianas empresas, e incluso también la gran empresa de acuerdo a la segmentación que se utiliza para la categorización de los créditos en el sistema financiero peruano.

De esta forma, con el MAV se buscó implementar una alternativa de financiamiento a través del mercado de valores para empresas no corporativas, teniendo en cuenta que es un segmento empresarial conformado por importantes agentes económicos que contribuyen de manera significativa a la economía nacional. Así, de acuerdo al Ministerio de la Producción - PRODUCE<sup>2</sup>,

---

<sup>1</sup> Reglamento para la Evaluación y Clasificación del Deudor y la Exigencia de Provisiones. Resolución SBS N° 11356-2008, aprobada el 19 de noviembre de 2008, y modificatorias.

<sup>2</sup> Ministerio de la Producción - PRODUCE. "Las MIPYME en cifras 2015". Junio 2017.

el tejido empresarial peruano está conformado en un 99.5% por micro, pequeñas y medianas empresas, las cuales además son las principales generadoras de empleo (60.6% de la Población Económicamente Activa ocupada) y contribuyen con aproximadamente el 30% de la producción nacional.

Sin embargo, gran parte de estas empresas se desempeñan en el sector informal de la economía, es decir, fuera de los estándares legales y normativos que rigen la actividad económica en el Perú, lo que claramente repercute no solo en la productividad y calidad de empleo, sino además en el acceso y estructura de financiamiento de estas empresas. Prueba de ello, es que de acuerdo al PRODUCE, solo el 7.2% de las micro, pequeña y mediana empresa accede al sistema financiero regulado, lo que evidencia que el acceso a fuentes de financiamiento adecuadas para estas empresas es uno de los grandes obstáculos para el desarrollo de su actividad empresarial.

Dicha situación se explica en parte porque los intermediarios financieros tienen una mayor percepción de riesgo de los proyectos vinculados a dichas empresas, lo que podría estar generando ineficiencias en la asignación de recursos financieros y condiciones crediticias menos favorables para estas empresas (costos elevados, exigencias de garantías de difícil cumplimiento, entre otros). En esa línea, Carreira y Silva<sup>3</sup>, señalan que “sus limitaciones financieras están motivadas por sus características específicas asociadas con la información asimétrica, los problemas de agencia y los altos costos fijos que

---

<sup>3</sup> Carreira, C., y F. Silva. “No Deep Pockets: Some Stylized Empirical Results on Firms’ Financial Constraints”. Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra - Grupo de Estudos Monetários e Financeiros (GEMF). Número 6. 2009.

implican el escrutinio y monitoreo de estas empresas en comparación con la utilidad esperada del banco”.

No obstante, para que estas empresas puedan crecer y obtener recursos que les permitan financiar planes de mediano y largo plazo que soporten un crecimiento futuro, se requiere ampliar las fuentes de financiamiento, ya sea mediante el sistema financiero tradicional de la banca comercial o a través del mercado de valores. Así, el presente informe se centrará en analizar la experiencia que se ha tenido con el MAV para facilitar el acceso de empresas no corporativas al financiamiento a través del mercado de valores.

En este contexto, y sin perjuicio de reconocer que el revertir gran parte de las limitantes que afrontan estas empresas para acceder a más fuentes de financiamiento se encuentra fuera del ámbito de acción de un regulador del mercado de valores, el rol que estos deben desempeñar es esencial para mejorar la eficiencia de los mercados<sup>4</sup> e impulsar instrumentos alternativos de financiación para estas empresas, trabajando iniciativas que ayuden a enfrentar dichas limitantes y promover que el mercado de valores se convierta en una opción atractiva de financiamiento para las empresas no corporativas.

En esa línea, el presente informe repasa las principales consideraciones detrás del diseño e implementación del MAV desde la experiencia del autor, así como también se analizan los resultados obtenidos luego de más de cinco años de creación de este segmento del mercado.

---

<sup>4</sup> De acuerdo a Aragonés y Mascareñas (1994), un mercado financiero eficiente es aquel en el que los precios de los títulos que se negocian reflejan toda la información disponible y ajustan total y rápidamente la nueva información. Además, dicha información es gratuita.

Para dicho fin, en el primer capítulo se comenta la importancia del mercado de valores como fuente de financiamiento y se analiza la problemática que existe para que las empresas no corporativas accedan al financiamiento a través del mercado de valores peruano. Los antecedentes del MAV, en particular, en lo que respecta al régimen general de oferta pública y la experiencia internacional en la implementación de segmentos alternativos del mercado con requisitos más flexibles se revisa en el segundo capítulo, mientras que en el tercer capítulo se analiza propiamente la experiencia del MAV.

Luego, con la finalidad de brindar una visión objetiva del MAV, en el cuarto capítulo se ensaya un análisis crítico desde la perspectiva del autor y comentarios recogidos de partícipes del mercado. Finalmente, se plantean algunas conclusiones y sugerencias que permitan atender la problemática descrita en el informe.

## 1. ACCESO DE EMPRESAS NO CORPORATIVAS AL FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DEL MERCADO DE VALORES

### 1.1. **Importancia del mercado de valores como fuente de financiamiento**

El desarrollo del mercado de capitales es clave para el desarrollo del sistema financiero de un país y para una asignación más eficiente de recursos en la economía. Al respecto, Liliana Rojas-Suarez señala:

*Los beneficios de la profundización de los mercados de capitales en las economías emergentes son bastante conocidos. Los mercados de capitales, además de facilitar la asignación eficiente de recursos, complementando la función de intermediación financiera de los bancos, permiten a los agentes económicos mejorar su capacidad de gestionar los riesgos financieros y su resiliencia frente a shocks inesperados. Más aún, la profundización de los mercados de capitales promueve la integridad financiera de las empresas a través de la disciplina del mercado y la necesidad de alinearse a estándares internacionales sobre prácticas en materia de contabilidad, transparencia y gobernabilidad, entre otros. (En Revista Estudios Económicos N° 29, Junio 2015 - Banco Central de Reserva del Perú).*

Los mercados de valores ofrecen, por una parte, posibilidades de inversión a aquellos agentes económicos con excedentes de recursos, y

por otro, constituye una potencial fuente de recursos para las empresas que buscan financiamiento. Así, en la medida que más empresas encuentren en el mercado de valores una posibilidad de financiarse de acuerdo a sus necesidades, se puede generar una mayor competencia con la banca tradicional y con ello alcanzar un sistema financiero más eficiente.

De esta forma, el crecimiento y competitividad del mercado de valores pueden favorecer a la diversificación de las fuentes de financiación de las empresas no corporativas, como una alternativa a los canales tradicionales de financiamiento, y a su vez, facilitar el acceso de más empresas emisoras a nuestro mercado, en su mayoría, concentrado en importantes empresas corporativas.

## **1.2. Análisis de la problemática**

El acceso a fuentes de financiamiento acorde a las necesidades de las empresas no corporativas es un factor crucial que determina no solo su potencial desarrollo y crecimiento, sino también su subsistencia.

Sin embargo, a pesar de la importancia que tienen estas empresas en la generación de empleo y la actividad productiva en su conjunto, se reconoce que una de las principales trabas para su desarrollo es la dificultad que tienen para acceder a fuentes de financiamiento formales que les permitan obtener los recursos necesarios para ejecutar y ampliar

sus proyectos de negocio. Al respecto, Sánchez-Val y Ramón Llorens afirman:

*Las restricciones financieras a las que se enfrentan estas empresas reducen su capacidad de crecimiento y, debido al peso que tienen en los sistemas productivos actuales, pueden suponer un obstáculo para superar la situación económica real". (En Revista El Trimestre Económico Vol. LXXXIII, N° 329, pp. 37-60. Fondo de Cultura Económica. México).*

Así, mientras dichas empresas van expandiendo sus negocios y superan las etapas iniciales del ciclo de vida empresarial, pueden alcanzar un tamaño que requiera que busquen un mayor fondeo y nuevas alternativas de financiamiento con el objetivo de seguir creciendo en el largo plazo, pudiendo tener como una opción financiarse a través de los mercados de valores. Sin embargo, en nuestro país, este canal de financiamiento no tiene un desarrollo importante debido principalmente a restricciones vinculadas a las condiciones de acceso al mercado de valores y ciertas limitantes estructurales relacionadas al tamaño y profundidad del mercado de valores local que impiden una mayor presencia de dicho mercado como alternativa de financiamiento en la economía nacional.

### **1.2.1. Restricciones vinculadas a las condiciones de acceso al mercado de valores**

El limitado acceso de las empresas no corporativas al financiamiento a través del mercado de valores está relacionado a

las condiciones de acceso al mercado, en particular, en lo que se refiere a costos de emisión y la renuencia de empresas por transparentar y hacer pública su información.

**a) Costos de emisión**

Para aquellas empresas que conocen y tienen interés en ampliar sus fuentes de financiamiento mediante emisiones a través del mercado de valores, los costos de emisión que afrontarían dichas empresas, que se derivan de su ingreso al mercado de valores, se constituyen en un aspecto clave para decidir acceder al mercado de valores, toda vez que incrementan el costo efectivo de financiamiento.

Al respecto, podemos separar los costos de emisión entre aquellos en los cuales el emisor debe incurrir en la etapa previa para acceder al mercado valores (“costos de una sola vez”), constituidos principalmente por el costo de estructuración y due diligence legal y financiero; y por otro lado, tenemos aquellos costos de naturaleza recurrente, que asumen los emisores una vez inscritos y mientras permanezcan en el mercado de valores, entre los cuales tenemos el costo de los auditores, clasificaciones de riesgo, agente colocador, representante de obligacionistas, entre otros.

Al respecto, los costos de emisión en el mercado de valores peruano se estiman, en promedio, entre US\$ 128,000 para papeles

comerciales y US\$ 222,000 para bonos corporativos, dependiendo del monto de la emisión efectuada, como se puede observar en la Tabla N° 1.

Tabla N° 1: Costos de emisión

PAPELES COMERCIALES		MONTOS DE PROGRAMAS						
Costos de Emisión	\$	2,000,000	\$	4,000,000	\$	6,000,000	\$	8,000,000
De una sólo vez	\$	71,616	\$	72,366	\$	73,116	\$	73,866
		3.6%		1.8%		1.2%		0.9%
Recurrentes	\$	56,580	\$	67,900	\$	79,220	\$	90,540
		2.8%		1.7%		1.3%		1.1%
<b>Total (en %)</b>		<b>6.4%</b>		<b>3.5%</b>		<b>2.5%</b>		<b>2.1%</b>

BONOS		MONTOS DE PROGRAMAS						
Costos de Emisión	\$	10,000,000	\$	25,000,000	\$	50,000,000	\$	75,000,000
De una sólo vez	\$	91,626	\$	92,563	\$	94,126	\$	95,688
		0.9%		0.4%		0.2%		0.1%
Recurrentes	\$	64,693	\$	78,843	\$	102,427	\$	126,310
		0.6%		0.3%		0.2%		0.2%
<b>Total (en %)</b>		<b>1.6%</b>		<b>0.7%</b>		<b>0.4%</b>		<b>0.3%</b>

*Fuente: Elaboración propia. Costos estimados por el autor.*

Así, por ejemplo, para una empresa que quiera efectuar una emisión de papeles comerciales, los costos de emisión podrían llegar a representar entre 2.1% y 6.4% del monto de la emisión, mientras que en el caso de bonos, los costos de emisión pueden llegar a representar entre 0.3% y 1.6% del monto de la emisión, lo que incrementa el costo total de financiamiento.

De esta forma, los costos de emisión, y en particular la existencia de costos fijos que deben ser asumidos independientemente del volumen que se persiga financiar, se constituyen en un factor clave para determinar un posible acceso

al mercado de valores, toda vez que incrementan el costo total de financiamiento.

#### **b) Transparencia de la información**

Como se indicó en el apartado anterior, hay empresas que buscan y tienen interés en acceder al financiamiento a través del mercado de valores pero que por los costos que ello conlleva se dificulta su acceso. Sin embargo, por otro lado, también hay una importante cantidad de empresas que no ven el mercado de valores como una opción de financiamiento (aún existan los incentivos y mecanismos correctos) dado que se mantienen renuentes a ingresar a este mercado debido a las exigencias de revelación de información que tendrían que asumir.

De esta forma, la obligación de transparentar su información, premisa clave que soporta el correcto funcionamiento del mercado de valores y principal herramienta con la que cuenta un regulador para cumplir su misión de proteger a los inversionistas, inhibe el acceso de ciertas empresas que no quieren hacer pública su información, que no sólo estará sujeta a revisión y control por parte del regulador del mercado de valores, sino también estará al alcance de la administración tributaria y la propia competencia.

Debemos tener en cuenta que una gran proporción de las empresas no corporativas son principalmente de estructura familiar, las cuales además de contar con un limitado conocimiento

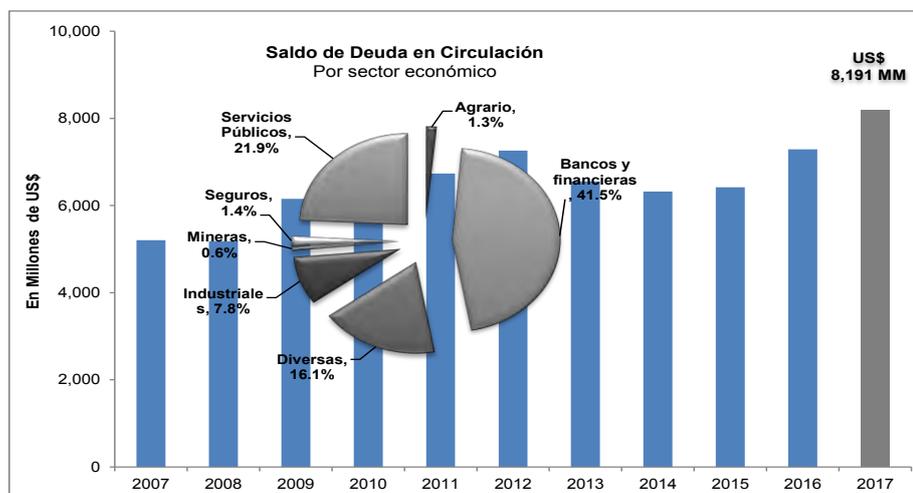
de las ventajas que ofrece el mercado público de valores como alternativa de financiamiento, tienen el temor a perder el control de sus negocios, lo cual ocasiona que no abran su capital al mercado a través de una emisión de acciones.

### **1.2.2. Restricciones asociadas al tamaño y profundidad del mercado de valores peruano**

En los últimos años, el mercado de valores peruano ha experimentado cierto dinamismo sustentado, entre otros factores, por el crecimiento sostenido de la economía, la continuidad en la política macroeconómica, el trato equitativo a inversionistas nacionales y extranjeros, así como la existencia de un marco regulatorio adecuado y flexible que se basa en la transparencia y protección al inversionista.

Así, en el último decenio el saldo en circulación de los instrumentos de deuda emitidos por Oferta Pública Primaria (OPP) se ha incrementado en más del 50%, superando al cierre de 2017 los US\$ 8,100 millones.

Gráfico N° 1: Saldo de deuda OPP en circulación

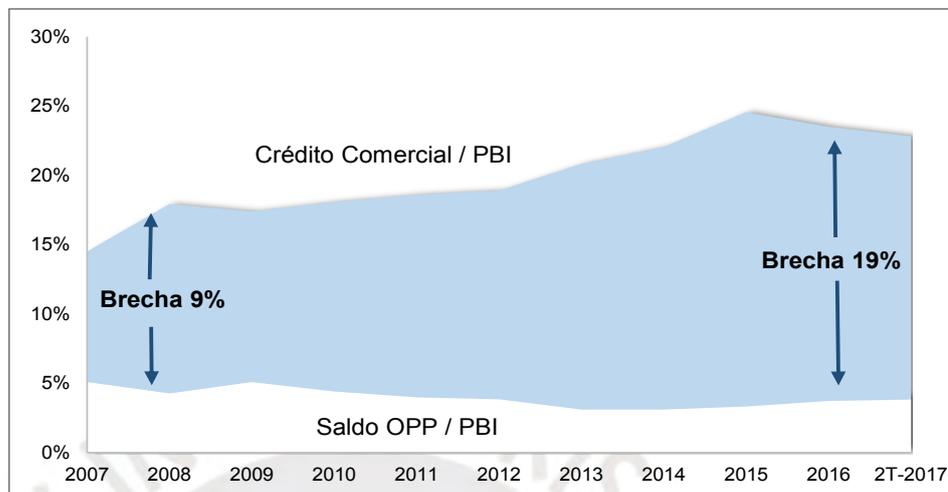


Fuente: Reporte estadístico mensual de la Superintendencia del Mercado de Valores  
Elaboración propia

No obstante, el financiamiento a través del mercado de valores aún no resulta relevante en comparación a los créditos bancarios. Ello se evidencia al observar la evolución registrada por el saldo de créditos al sector privado otorgados por empresas bancarias (que superaban al cierre de 2017 los US\$ 49,300 millones<sup>5</sup>) como porcentaje del PBI, que ha pasado de 14% en el 2007 a un 23% en el segundo trimestre de 2017, frente a la evolución del saldo en circulación de los valores colocados por oferta pública, el cual se ha mantenido en alrededor del 4% del PBI durante los últimos años. Dicha situación, ha generado que la brecha en dicho indicador entre ambos segmentos del sistema financiero aumente de 9% a 19% en dicho período, como se puede observar en el Gráfico N° 2.

<sup>5</sup> Se consideran créditos a corporativos, grandes, medianas, pequeñas y microempresas.

Gráfico N° 2: Saldo de deuda OPP y Saldo de créditos bancarios respecto al PBI



Fuente: SMV, SBS, BCRP  
Elaboración propia

La situación descrita, ha determinado que el crecimiento de la oferta de valores<sup>6</sup> en el mercado no cubra la mayor demanda de instrumentos generada por el crecimiento observado en los portafolios administrados por los principales inversionistas institucionales locales (AFP's, ONP, Fondos Mutuos y Compañías de Seguros), cuyo valor global se ha incrementado de poco más de US\$ 30,100 millones en diciembre de 2007 a casi US\$ 69,000 millones en septiembre de 2017 (aproximadamente 33% del PBI). Esta situación ha generado una brecha entre oferta y demanda que se estima en alrededor de los US\$ 31,100 millones.

Así, el mercado de valores peruano presenta ciertas características relativas a su tamaño y profundidad que limitan su

<sup>6</sup> Se considera oferta de valores a la suma del saldo de bonos del sector privado más el saldo de bonos del sector público, que a septiembre 2017 es poco más de US\$ 37,900 millones, según información del BCRP.

desarrollo como una alternativa de financiamiento para más empresas, en particular, para las empresas no corporativas.

Por tanto, el contexto expuesto en la presente sección evidencia la necesidad de promover la incorporación de un mayor número de emisores en el mercado, en particular de empresas no corporativas, las cuales constituyen la mayor parte de la masa empresarial del país, implementando iniciativas destinadas a facilitar su financiamiento a través del mercado de valores.



## 2. ANTECEDENTES

En la presente sección repasaremos cuales son los principales antecedentes que sirvieron de punto de referencia para la creación del MAV, por una parte, el régimen general de ofertas públicas primarias o mercado principal, y por otro, las experiencias internacionales de mercados alternativos.

### 2.1. **Régimen General de Oferta Pública de Valores**

La normativa del mercado de valores contempla el Régimen General de ofertas públicas, mediante el cual todo tipo de empresas, sujeto al cumplimiento de ciertos requisitos de documentación y obligaciones sin distingo alguno, puede realizar emisiones. Así, el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, aprobado por Resolución CONASEV N° 141-1998-EF/94.10, regula las normas relativas a las ofertas públicas de valores contenidas en la Ley del Mercado de Valores y establece los requisitos aplicables a las ofertas

públicas que se realicen en el territorio nacional de los distintos tipos de valores mobiliarios.

Así, dicho marco normativo establece un Trámite General, en el cual una empresa busca realizar una sola emisión para lo cual debe inscribir los valores y/o registrar los prospectos informativos presentando toda la documentación e información requerida. Asimismo, se dispone del denominado Trámite Anticipado, para el caso de una empresa que pretenda efectuar una o más emisiones en un período de tiempo dado, la inscripción de valores y/o el registro de prospectos pueden ser facilitados a través de un trámite único anticipado para todas ellas y la posterior presentación de la información complementaria.

Se debe tener presente, que en ambos casos, el plazo del que dispone la SMV para la aprobación del trámite y el consiguiente registro de la documentación e información presentada es de 30 días útiles y que las empresas cuentan con un plazo de hasta 6 años para realizar las emisiones inscritas. Así también, es importante señalar que una vez que los emisores inscriben sus valores en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) asumen la obligación de remitir a la SMV y de revelar al mercado: (i) hechos de importancia; (ii) información financiera auditada anual y trimestral sin auditar; (iii) indicadores sobre la estructura de la propiedad de las empresas; y, (iv) en las memorias anuales y prospectos informativos, el reporte sobre el grado de adhesión al Código de Buen Gobierno Corporativo.

## **2.2. Evidencia empírica: la experiencia internacional**

A nivel internacional se muestran experiencias en las que se han implementado iniciativas para facilitar el financiamiento de empresas no corporativas a través del mercado de valores, a partir de la creación de segmentos de mercado bajo un marco normativo orientado a flexibilizar los procedimientos de inscripción y obligaciones de presentación de información periódica de dichas empresas. A continuación, se presenta un resumen de las experiencias en el Reino Unido y España, en los que se han desarrollado este tipo de segmentos de mercado, y que sirvieron de referencia para la creación del MAV.

### **2.2.1. Alternative Investment Market (AIM) — Reino Unido**

Perteneciente a la Bolsa de Valores de Londres, el Alternative Investment Market (AIM), fue creado el 19 de junio de 1995 con 10 empresas del Reino Unido y que al cierre de 2017 cuenta ya con 955 empresas inscritas (74% son del Reino Unido y el 26% extranjeras), con una capitalización bursátil superior a 104,000 millones de libras esterlinas. Entre las principales características de dicho mercado tenemos:

- i. Mercado dirigido a las pequeñas y medianas empresas en crecimiento.
- ii. Solo es posible emitir instrumentos representativos del capital social de las empresas como las acciones.

- iii. Esquema de simplificación de requerimientos y obligaciones, reducción de tarifas de inscripción, exoneración tributaria a la ganancia de capital y la participación de creadores de mercado.
- iv. Requiere que durante toda la permanencia del listado los emisores cuenten con un Asesor.
- v. El prospecto informativo no requiere aprobación previa de la autoridad reguladora del Reino Unido o de la Bolsa de Valores de Londres.

Un elemento clave para el éxito de AIM es contar con un marco regulatorio basado en la divulgación de información relevante y diseñado para proporcionar el equilibrio adecuado que permita a las empresas aprovechar las facilidades brindadas para obtener capital en el mercado de valores y a los inversionistas les brinde la confianza necesaria sobre los estándares de divulgación y supervisión. Las características de este mercado han permitido que más de 3,700 empresas de menor tamaño y en crecimiento puedan levantar capital necesario para su expansión.

### **2.2.2. Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) en España**

El Mercado Alternativo Bursátil (MAB), que inició operaciones en julio de 2009, es administrado por las Bolsas y

Mercados Españoles (BME) y supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y permite a las empresas de reducida capitalización que buscan expandirse listar sus valores representativos de capital (acciones) en un mercado con menores costos y requisitos que el mercado bursátil español.

Entre las principales características de dicho mercado tenemos:

- i. Promueve el listado de pequeñas y medianas empresas que cuenten con proyectos de expansión y el acceso al financiamiento de nuevos inversionistas, diferentes al capital de riesgo o inversionistas ángeles.
- ii. Dirigido a inversionistas institucionales, aunque también permite la participación de inversionistas particulares.
- iii. Cuenta con un régimen de información y contratación adaptado a las singularidades de este tipo de empresas.
- iv. Aporta una mayor notoriedad a la compañía, particularmente ante clientes y proveedores financieros.
- v. Se les exonera de presentar estados financieros trimestrales.
- vi. Deben designar un Asesor Registrado que asegure la transparencia de las compañías y asistir a las empresas en el cumplimiento de sus obligaciones con el MAB.
- vii. La emisora deberá suscribir un contrato de liquidez con un intermediario financiero llamado Proveedor de Liquidez.

Entre los beneficios que otorga este mercado podemos encontrar los incentivos fiscales para los inversionistas (estos aplican a las ganancias de capital), así como para las empresas emisoras la reducción de la tarifa de mantenimiento y la gestión de fondos para solventar parte de los gastos en los que incurren las empresas para acceder al mercado.

Asimismo, en España existe el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), el cual es un mercado creado para que las pequeñas y medianas empresas obtengan financiación mediante la emisión de valores de renta fija (pagarés, bonos, obligaciones u otros valores que reconozcan deuda). De manera similar al MAB, las empresas que acudan al MARF podrán beneficiarse de una simplificación de los trámites y un menor costo para realizar las emisiones.

De la revisión de los casos del Reino Unido y España, encontramos que la estrategia de simplificar el proceso de ingreso al mercado de empresas de menor tamaño, así como el de flexibilizar los requerimientos de información respecto al mercado principal, son pilares sobre los cuales se basa el desarrollo de dichos segmentos alternativos, de similar manera como se ha realizado en el MAV.

### 3. MERCADO ALTERNATIVO DE VALORES (MAV)

Atendiendo a lo señalado en los apartados anteriores, resulta evidente la importancia de identificar e implementar iniciativas para facilitar el financiamiento a través del mercado de valores de empresas no corporativas. En ese contexto, mediante Decreto Legislativo N° 1061, publicado el 28 de junio de 2008, se modificó la Ley del Mercado de Valores. La Tercera Disposición Final Complementaria<sup>7</sup> de dicha norma facultó a la SMV (por ese entonces CONASEV) para que mediante disposiciones de carácter general pueda generar incentivos a las empresas, preferentemente pequeñas y medianas, a fin de que puedan financiarse a través del mercado primario de valores o participar en mayor número en el mercado secundario.

De esta forma, al amparo de dicha disposición, la SMV diseñó y aprobó en Junio de 2012 el Reglamento del Mercado Alternativo de Valores (MAV),

---

<sup>7</sup> “TERCERA.- Promoción del desarrollo del mercado de valores

Con la finalidad de promover el ingreso al mercado de valores de un mayor número de empresas, preferentemente pequeñas y medianas, CONASEV aprobará mediante disposiciones de carácter general o propondrá al MEF las disposiciones legales que resulten necesarias para generar incentivos a dichas empresas a fin que puedan financiarse a través del mercado primario de valores o participar en mayor número en el mercado secundario.”

mediante el cual se creó un marco normativo diferenciado de requisitos y obligaciones para facilitar el acceso al mercado de valores de empresas que cumplan con determinadas condiciones, con la finalidad de que las mismas puedan obtener financiamiento mediante la realización de una oferta pública primaria (ya sea a través de acciones representativas del capital social o instrumentos de deuda como papeles comerciales o bonos), así como también permitir que sus valores (acciones o instrumentos de deuda) previamente emitidos puedan incorporarse a la negociación secundaria en mecanismos centralizados de negociación autorizados y bajo la supervisión de la SMV.

### **3.1. Objetivo**

El objetivo general del MAV es facilitar el acceso de empresas no corporativas al mercado de valores mediante la reducción de los costos de emisión, tanto en lo que respecta a los costos de presentación de información como a costos de transacción, sin que ello signifique afectar la protección al inversionista. Al respecto, es importante señalar que de acuerdo a la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés)<sup>8</sup>, el objetivo principal de un segmento de mercado para medianas y pequeñas empresas debe ser el facilitar el acceso de estas empresas a los mercados de capitales mediante la

---

<sup>8</sup> The Growth and Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions. “SME Financing Through Capital Markets”. Julio 2015.

creación de un entorno propicio y un marco regulador acorde para ellas, asegurando a su vez una adecuada protección al inversionista.

Para ello, se creó un segmento alternativo para la realización de ofertas públicas primarias y secundarias de valores emitidos por empresas de menor tamaño, para lo cual se flexibilizaron los requisitos de inscripción de los valores en el RPMV, así como las obligaciones de revelación de información luego de efectuada la oferta. Asimismo, se redujeron los costos de transacción, tanto para los emisores como para los inversionistas, en este último caso para incentivar la negociación secundaria de los instrumentos emitidos dentro de este segmento.

### **3.2. Requisitos para acceder al MAV**

En un principio, se definió que las empresas que podían participar en el MAV eran aquellas empresas domiciliadas en el país que vengán operando, en los últimos tres años, y que cumplan con los siguientes requisitos:

- i. Sus ingresos anuales promedio en los últimos tres años por venta de bienes o prestación de servicios, no debían exceder de S/ 200 millones o su equivalente en dólares americanos, según la información financiera disponible o declaraciones anuales de impuestos. Cabe señalar que si en tres años consecutivos, la empresa tuviera ventas anuales promedio mayores al límite que fija

la regulación del MAV, perdería su condición de mantenerse en este segmento.

- ii. No haber tenido ni tener valores inscritos en el RPMV o en algún mecanismo centralizado de negociación. Con dicha condición se buscaba que las empresas que cuenten con valores inscritos no se trasladen del Mercado Principal al MAV y cambien el estándar de información que los inversionistas tienen con respecto a un emisor determinado.
- iii. No se encuentren obligadas por norma especial a inscribir sus valores en el RPMV de la SMV, como es el caso en el Perú de las acciones de las entidades bancarias.

Conforme se ha señalado en el presente informe, las empresas de menor tamaño o escala no sólo tienen un limitado acceso al mercado de valores, sino también constituyen la mayor parte del sector empresarial peruano, por lo que el MAV apuntó a incorporarlas, a través de un esquema de menores requerimientos de información y facilidades para que puedan inscribir sus valores en torno a una oferta pública primaria, o listarlos secundariamente en la bolsa de valores.

### **3.3. Principales características y diferencias respecto al Régimen General**

En lo que corresponde a las ofertas públicas primarias, el MAV simplifica los requisitos de inscripción de los valores en el RPMV, respecto

de lo que se exige a través del régimen general para los emisores en el mercado principal, de la siguiente manera:

- i. Disminución de los plazos máximos de inscripción en 15 días (el plazo máximo de inscripción es de 30 días en el régimen general), con lo cual se obtiene un menor plazo de espera para la empresa al momento de inscribir sus valores ante el regulador.
- ii. Establecimiento de formatos estructurados, previamente revisados y aprobados por la SMV, para todos los documentos exigidos en la inscripción del valor, facilitando la preparación de la documentación requerida, tales como prospecto marco, prospecto complementario, contrato marco, contrato complementario y aviso de oferta.
- iii. Sobre la presentación de información financiera, para el trámite, solo se requiere la última información financiera auditada individual y última información semestral no auditada individual, mientras que en el régimen general se exigen los dos últimos estados financieros auditados individuales anuales y el último auditado anual; así como la última información trimestral individual no auditada y trimestral consolidada no auditada.
- iv. Presentación de la Memoria Anual correspondiente al último ejercicio económico, mientras que en el régimen general se exigen las últimas dos Memorias Anuales. Además, en el MAV solo se exige un diagrama de grupo económico, de ser el caso, en lugar de

la información completa que exige el reglamento de grupos económicos para el caso de los emisores del régimen general.

- v. Para los instrumentos de deuda sólo se requiere una clasificación de riesgo (a diferencia del régimen general que deben presentar dos), con lo cual se brinda de esa forma un ahorro en el costo de la clasificación.
- vi. Se exceptúa de la obligación de contar con un representante de obligacionistas al momento de efectuar la emisión de obligaciones siempre que el emisor asuma el compromiso de convocar a la asamblea de obligacionistas.

Asimismo, además de simplificar el trámite de inscripción de los valores, el MAV también simplifica los requerimientos de revelación periódica de información luego de efectuada la oferta, en particular en los siguientes aspectos:

- i. Se deben presentar los estados financieros individuales auditados anuales y los estados financieros individuales semestrales, a diferencia del régimen general que establece la presentación de información financiera individual y consolidada anual auditada y los estados financieros individuales y consolidados no auditados con periodicidad trimestral.
- ii. La Memoria Anual debe incorporar el “Reporte sobre el cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas” recién a partir del tercer año siguiente al año

en que la empresa inscribió su valor, ello en contraste con la obligación de presentar dicho reporte desde el momento de su inscripción mediante el régimen general.

Así también, se flexibilizó el régimen sancionador aplicable a incumplimientos en la presentación de hechos de importancia, información financiera y memoria anual, reduciendo las multas administrativas por la no remisión oportuna de información, con el fin de que las empresas tengan menor temor a las sanciones impuestas por el regulador, buscando así reducir el costo por asesoría legal que podrían asumir para cumplir cabalmente con sus obligaciones de información una vez que ingresan al mercado.

En cuanto a la reducción de costos de transacción, se materializó un esfuerzo conjunto de la SMV, Bolsa de Valores de Lima (BVL) y CAVALI Institución de Compensación y Liquidación de Valores por reducir los costos que asumirán emisores e inversionistas en el marco del MAV. De esta manera, la SMV redujo en 50% las tasas de contribución aplicables a emisores y a inversionistas con respecto al régimen general.

Por su parte, la BVL redujo sus tarifas en 50% para las operaciones al contado y day trade con valores de renta variable y las operaciones al contado con valores representativos de deuda, mientras que Cavali rebajó en 50% las tarifas aplicadas a la liquidación de operaciones al contado y day trade en el mercado de renta variable y de operaciones al contado en el mercado de deuda inscritos bajo el ámbito del MAV.

### 3.4. Mejoras implementadas

Posterior a la creación del MAV, en junio de 2013<sup>9</sup>, se establecieron medidas complementarias para impulsar su dinamismo. Así, en un principio, se consideró pertinente que las empresas podían emitir únicamente instrumentos de corto plazo que tengan la condición de “valores típicos”, es decir, valores con garantía genérica sobre el patrimonio de la empresa.

El haber definido que las emisiones en el MAV al inicio se realicen únicamente mediante valores típicos, si bien constituye una facilidad tanto para los potenciales emisores como para la SMV, a efectos de preparar y simplificar la evaluación de la documentación e información requerida para la oferta pública, ello a su vez representaba una restricción para que los potenciales emisores del MAV decidan o requieran constituir garantías específicas con el fin de obtener una clasificación de riesgo más favorable, que a su vez le permita obtener un menor costo financiero, que resulta determinante para la colocación de sus instrumentos. Por ello, se modificó el reglamento del MAV para permitir la emisión de valores que cuenten con garantías específicas, facilitando con ello el acceso a un mayor número de nuevos emisores al mercado de valores.

Así también, en septiembre de 2013<sup>10</sup>, destaca la extensión del ámbito del MAV para empresas recién constituidas (en un principio se

---

<sup>9</sup> Resolución de Superintendente N° 074-2013-SMV/02.

<sup>10</sup> Resolución de Superintendente N° 117-2013- SMV/02.

exigía que las empresas contaran con un mínimo de tres años de operaciones), buscando incrementar el número de empresas que potencialmente podrían ingresar al MAV, y además, teniendo en consideración los costos asociados a la contratación de un intermediario que se encargue de ofertar los títulos entre los potenciales inversionistas y colabore en la colocación de los títulos en el mercado, se modificó el reglamento del MAV a fin de permitir que las empresas puedan colocar directamente sus valores.

Por su parte, a inicios de 2016<sup>11</sup>, se realizaron nuevos ajustes a la normativa del MAV con el fin de expandir su alcance a más empresas e incorporar nuevas facilidades para los potenciales emisores. Así, como se indicó, para fijar el nivel de ventas de referencia del segmento empresarial objetivo del MAV, se partió del criterio aplicado por la SBS para clasificar la cartera de créditos de las entidades del sistema financiero, enfocándose en incorporar al mercado de valores a las empresas que bajo dicho criterio accederían a créditos no corporativos, es decir, las empresas con ventas anuales por debajo de los S/ 200 millones.

Sin embargo, desde que se fijó el referido parámetro (Resolución de la SBS de noviembre de 2008), la actividad económica del país mostró una tendencia creciente<sup>12</sup>, lo que generó la necesidad de revisar el monto

---

<sup>11</sup> Resolución SMV N° 006-2016- SMV/01.

<sup>12</sup> Al fijar noviembre de 2008 (mes en que se aprobó la resolución de la SBS que se utilizó como referencia) como base del índice del PBI publicado por el Banco Central de Reserva del Perú, hasta octubre de 2015 (último dato disponible al momento de realizar el análisis) la variación acumulada había sido superior al 40%, lo que demuestra la tendencia ascendente de la actividad económica del Perú.

establecido como límite máximo de ventas o prestación de servicios para acceder al MAV. Así, considerando dicha tendencia y que de los comentarios recibidos por el mercado en el proceso de consulta ciudadana existía un consenso por aumentar el límite máximo de ventas que deben observar las empresas que se inscriban en el MAV, dicho umbral se incrementó a S/ 350 millones, facilitando con ello el acceso a un potencial mayor número de empresas que podrían acceder a las ventajas que el MAV ofrece como alternativa de financiamiento.

Adicionalmente, otra de las premisas que se fijaron en un inicio era el no tener ni haber tenido valores inscritos en el RPMV o en algún mecanismo centralizado de negociación. Dicha condición se flexibilizó no aplicándola para el caso de empresas que hubieran tenido inscritos en el régimen general valores representativos de deuda, y que habiendo cumplido con las exigencias del mercado durante la vigencia de la emisión, no cuenten con valores en circulación en el mercado, por lo que una empresa comprendida en dicho supuesto no estaría impedida en un futuro de volver a ingresar al mercado bajo cualquiera de las alternativas que el mercado de valores ofrece, incluyendo el MAV.

Por otro lado, en la reglamentación del MAV se estableció que en el caso de la emisión de obligaciones se solicite un informe de clasificación de riesgo, a diferencia del régimen general donde se solicitan dos informes elaborados por dos clasificadoras independientes. Si bien el requerir una sola clasificación de riesgos para realizar una emisión en el MAV, es un

ahorro importante en términos de costos de emisión para las empresas, para el caso de emisión de obligaciones de corto plazo se consideró factible prescindir dicha clasificación, siempre que la empresa cuente con una clasificación de riesgo otorgada por el supervisor financiero.

De esta manera, se posibilitó que para el caso de la emisión de instrumentos de corto plazo a través del MAV, no sea obligatorio la clasificación de riesgo asignada por una empresa clasificadora de riesgo independiente, siempre y cuando el emisor haya sido clasificado dentro de la categoría normal, en los últimos 4 trimestres, por la Central de Riesgos de la SBS.

### **3.5. Resultados**

La iniciativa del MAV ha permitido que trece empresas no corporativas de diversos sectores económicos, con ingresos entre US\$ 1 millón y US\$ 48 millones (Ver Anexo N° 1: Empresas no corporativas inscritas en el MAV), accedan al mercado público de valores a través del MAV, atraídas por las facilidades brindadas por este mecanismo de financiamiento, constituyéndose en referentes para que más empresas no corporativas accedan al mercado de valores y se beneficien de las facilidades que el MAV ofrece. Así, al cierre de 2017, mediante el MAV se han colocado en conjunto US\$ 64 millones en instrumentos de corto plazo y bonos (Ver Anexo N° 2: Colocaciones realizadas a través del MAV). Cabe destacar que la demanda por los valores emitidos por empresas del

MAV ha alcanzado casi el doble del valor de la oferta realizada por estos (Ratio D/O), poniendo en evidencia el atractivo de estas emisiones en el mercado.

Tabla N° 2: Montos colocados por año en el MAV

Año	Monto Colocado (En miles de US\$)	Monto Demandado (En miles de US\$)	Ratio D/O
2013	2,474	4,393	1.8
2014	11,879	25,664	2.2
2015	20,975	27,206	1.3
2016	17,012	26,799	1.6
2017	11,773	20,413	1.7
<b>TOTAL</b>	<b>64,113</b>	<b>104,475</b>	<b>1.7</b>

*Fuente: Registro Público del Mercado de Valores - SMV  
Elaboración propia*

Tabla N° 3: Montos colocados por emisor

Emisor	Monto Colocado (En miles de US\$)	Monto Demandado (En miles de US\$)	Ratio D/O
BPO Consulting	2,276	3,881	1.7
Agrícola Chavin de Huantar	10,698	23,898	2.3
Ciudaris	1,569	2,190	1.7
Electrovia	7,744	9,512	1.3
Gerens	2,808	3,661	1.3
Inversiones La Cruz	9,715	10,328	1.1
A. Jaime Rojas	9,385	17,047	1.8
Laboratorios Medrock	7,518	14,803	1.8
Tekton	1,468	1,706	1.2
Triton Rental	6,000	10,996	2.1
Via Consumo	4,931	6,453	1.4
<b>TOTAL</b>	<b>64,113</b>	<b>104,475</b>	<b>1.7</b>

*Fuente: Registro Público del Mercado de Valores - SMV  
Elaboración propia*

En relación a las tasas de financiamiento obtenidas por los emisores en el marco del MAV, resulta evidente que este segmento de mercado resultará atractivo para más empresas en la medida que logren

financiarse a costos menores respecto a sus fuentes habituales de fondeo. Así, de acuerdo a la información disponible en las Memorias Anuales y dictámenes independientes de los estados financieros auditados publicados por las empresas<sup>13</sup>, podemos obtener una tasa de financiamiento promedio de los préstamos y pagarés en el sistema financiero y compararla con la tasa promedio de colocación obtenida en el mercado de valores, conforme se muestra en la siguiente tabla.

Tabla N° 4: Comparación tasa de financiamiento MAV vs Sistema Bancario

Empresa	N° de Emisiones	Instrumento	Moneda	Tasa de financiamiento promedio MAV	Tasa de financiamiento promedio Bancos	Spread (en pbs)
Agrícola Chavin de Huantar	21	ICP	US\$	5.36%	8.40%	-304
Electrovia	14	ICP	S/	8.00%	10.99%	-299
A. Jaime Rojas	6	ICP	US\$	5.65%	5.26%	39
	4	Bonos	US\$	6.98%	8.13%	-115
Laboratorios Medrock	8	ICP	US\$	3.21%	6.92%	-371
	1	ICP	S/	6.25%	6.68%	-42.5
Triton Rental	5	ICP	US\$	5.22%	5.74%	-52
Via Consumo	6	ICP	S/	8.20%	10.77%	-257
Edpyme Inversiones La Cruz	3	ICP	S/	6.23%	10.92%	-469
	1	Bonos	S/	9.91%	9.96%	-5.47
Tekton	3	ICP	US\$	4.80%	8.22%	-342
BPO Consulting	5	ICP	S/	7.77%	11.41%	-364
Ciudaris	2	Bonos	US\$	7.20%	10.43%	-323
Gerens	2	ICP	S/	8.50%	10.25%	-175

*Fuente: Memorias Anuales de las Empresas, SBS  
Elaboración propia.*

Así, vemos que en la mayoría de los casos, la tasa de colocación promedio ha sido menor que el costo de financiamiento promedio en el sistema financiero, lo que evidenciaría que el MAV es una alternativa de

<sup>13</sup> Para el caso de las empresas que no incluyeron el detalle del costo de sus préstamos bancarios en sus memorias o estados financieros, se consideró la tasa de interés activa promedio del sistema bancario para créditos a medianas empresas, obtenida del portal de la SBS, tomando como referencia la fecha y moneda de las emisiones.

financiamiento a costos competitivos en relación a las fuentes tradicionales.

Asimismo, como se indicó en la sección correspondiente, el principal objetivo del MAV era el disminuir los costos de emisión a través de la flexibilización de requisitos de inscripción de las ofertas públicas, como también de las obligaciones de revelación de información posterior. Al respecto, los costos estimados de preparación y estructuración para el ingreso al mercado de valores (“costos de una sola vez”) han disminuido en promedio entre 14.7% y 23.6% en relación a los costos estimados para acceder al mercado principal, explicado principalmente porque al haber implementado formatos estructurados para los documentos de la oferta, ha facilitado el proceso de inscripción de los emisores, y con ello, los menores costos monetarios y de tiempo destinados a asesorías legales y/o financieras y estructuradores.

Tabla N° 5: Costos estimados de emisión de una sola vez

Instrumento	Mercado	Monto del programa			
		\$ 2,000,000	\$ 4,000,000	\$ 6,000,000	\$ 8,000,000
Papeles Comerciales	Principal	71,616	72,366	73,116	73,866
	MAV	61,093	61,468	61,843	62,218
	<b>Variación</b>	<b>-14.7%</b>	<b>-15.1%</b>	<b>-15.4%</b>	<b>-15.8%</b>

Instrumento	Mercado	Monto del programa			
		\$10,000,000	\$25,000,000	\$50,000,000	\$75,000,000
Bonos	Principal	91,626	92,563	94,126	95,688
	MAV	71,031	71,499	72,281	73,062
	<b>Variación</b>	<b>-22.5%</b>	<b>-22.8%</b>	<b>-23.2%</b>	<b>-23.6%</b>

Fuente: Elaboración propia. Costos estimados por el autor.

En relación a los costos recurrentes, la disminución ha sido mayor que los costos de una sola vez, estimándose una disminución entre 40.5% y 61.3% para el caso de papeles comerciales y entre 20.9% y 34.9% para el caso de bonos según el monto de la emisión. Esto se explica principalmente porque se requiere una sola clasificación de riesgos, y en el caso de papeles comerciales no se exige siempre que el emisor este clasificado por la SBS, además de otras facilidades como la no exigencia de representante de obligacionistas y las menores tarifas que se tienen que pagar a la SMV, BVL y Cavali.

Tabla N° 6: Costos estimados de emisión recurrentes

Instrumento	Mercado	Monto del programa			
		\$ 2,000,000	\$ 4,000,000	\$ 6,000,000	\$ 8,000,000
Papeles Comerciales	Principal	56,580	67,900	79,220	90,540
	MAV	21,920	32,580	43,240	53,900
	Variación	-61.3%	-52.0%	-45.4%	-40.5%

Instrumento	Mercado	Monto del programa			
		\$10,000,000	\$25,000,000	\$50,000,000	\$75,000,000
Bonos	Principal	64,693	78,843	102,427	126,310
	MAV	42,143	55,468	77,677	99,885
	Variación	-34.9%	-29.6%	-24.2%	-20.9%

Fuente: Elaboración propia. Costos estimados por el autor.

De esta forma, con las flexibilidades incorporadas por el MAV se ha logrado reducir los costos de emisión, y con ello, generar un incentivo importante para que más empresas no corporativas accedan a financiarse a través del mercado de valores.

En esa misma línea, podemos estimar la variación del costo efectivo de financiamiento, incluyendo la tasa de colocación y el resto de costos que asumen los emisores, lo que se puede observar en la siguiente tabla para el caso de papeles comerciales (Ver Anexo N° 3: Estimación de costo efectivo de financiamiento de papeles comerciales en el MAV).

Tabla N° 7: Estimación de costo efectivo de financiamiento de papeles comerciales

		Monto del programa				Monto del programa			
		\$ 2,000,000	\$ 4,000,000	\$ 6,000,000	\$ 8,000,000	\$ 2,000,000	\$ 4,000,000	\$ 6,000,000	\$ 8,000,000
MERCADO PRINCIPAL	Tasa de colocación								
	2%	6.17%	4.37%	3.78%	3.49%	3.86%	3.21%	3.00%	2.89%
	4%	8.35%	6.46%	5.85%	5.55%	5.96%	5.27%	5.05%	4.93%
	6%	10.54%	8.57%	7.93%	7.61%	8.06%	7.33%	7.09%	6.97%
	8%	12.73%	10.67%	10.00%	9.68%	10.17%	9.40%	9.14%	9.02%
MAV	Tasa de colocación								
	2%								
	4%								
	6%								
	8%								

Fuente: Elaboración propia. Costos estimados por el autor.

Como podemos observar, dependiendo del tamaño de emisión, el costo efectivo de financiamiento de emisiones de papeles comerciales ha pasado de una tasa promedio de 7.61% a un promedio efectivo de financiamiento con las flexibilidades del MAV de 6.34%, es decir, una reducción promedio de 167 puntos básicos, teniendo mayor incidencia para programas de emisiones de US\$ 4 millones o menos, que son precisamente los montos de los programas de la mayoría de emisores que a la fecha han accedido al mercado a través del MAV.

Por su parte, si hacemos el mismo ejercicio para el caso de emisiones de bonos (Ver Anexo N° 4: Estimación de costo efectivo de financiamiento de bonos en el MAV), el impacto es menor toda vez que

los montos de los programas al ser mayores, pueden diluir los costos fijos con una menor carga para el costo efectivo de financiamiento. No obstante, la tasa de financiamiento efectivo promedio se ha reducido de 7.86% a 7.56%, es decir, una reducción promedio de 37 puntos, como se puede ver en la siguiente tabla.

Tabla N° 8: Estimación de costo efectivo de financiamiento de bonos

		Monto del programa			
MERCADO PRINCIPAL	Tasa de colocación	\$ 10,000,000	\$ 25,000,000	\$ 50,000,000	\$ 75,000,000
	4%	5.66%	4.77%	4.48%	4.38%
	6%	7.71%	6.80%	6.50%	6.40%
	8%	9.76%	8.82%	8.51%	8.41%
	10%	11.82%	10.85%	10.53%	10.42%

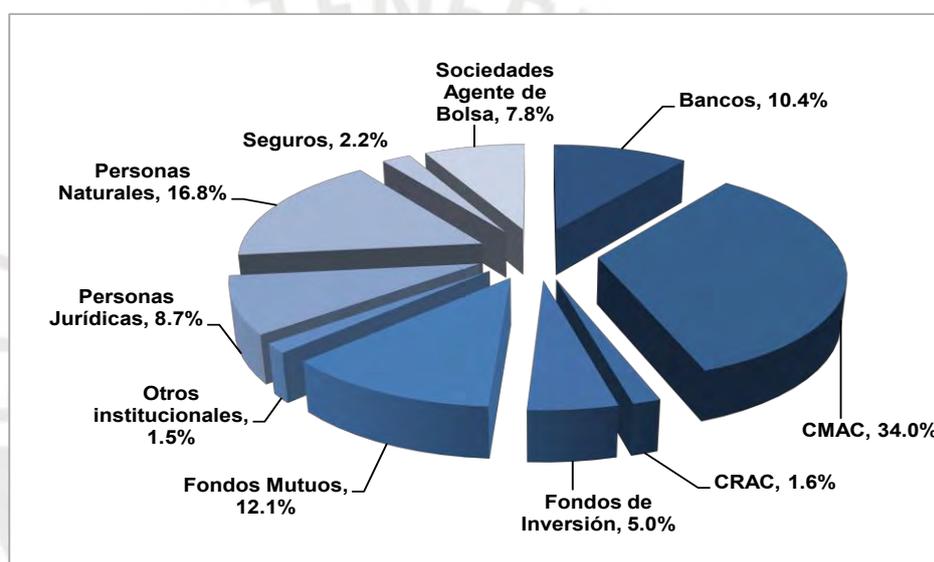
		Monto del programa			
MAV	Tasa de colocación	\$ 10,000,000	\$ 25,000,000	\$ 50,000,000	\$ 75,000,000
	4%	5.07%	4.51%	4.33%	4.27%
	6%	7.10%	6.53%	6.35%	6.28%
	8%	9.14%	8.55%	8.36%	8.30%
	10%	11.18%	10.57%	10.37%	10.31%

Fuente: Elaboración propia. Costos estimados por el autor.

Es relevante además conocer quiénes son los principales inversionistas que han participado adquiriendo valores emitidos por empresas del MAV. Así, desde la primera emisión en abril de 2013, se han realizado un total de 81 colocaciones a través del MAV, siendo los principales demandantes de dichos valores las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (CMAC), entidades especializadas en microfinanzas, seguidas por personas naturales y fondos mutuos, lo cual refleja el interés de los inversionistas por adquirir los papeles emitidos por empresas del MAV, y no sólo de personas naturales, sino también de inversionistas institucionales que encuentran en el MAV una oportunidad para diversificar sus portafolios de inversión y encontrar alternativas rentables y competitivas, además de la confianza que otorga el marco legal en este

segmento. Se debe anotar que los fondos de pensiones no han participado en el MAV, lo que responde principalmente a un descalce entre los montos de las ofertas que realizan las empresas a través del MAV y los montos que demandan las AFP's tomando en cuenta el tamaño de los portafolios que administran.

Gráfico N° 3: Porcentaje adjudicado por tipo de inversionista de las colocaciones en el MAV



Fuente: Registro Público del Mercado de Valores  
Elaboración propia

Por otro lado, como se indicó anteriormente, el MAV se enfocó en empresas no corporativas no sólo por ser el segmento empresarial que tiene limitado acceso al mercado de valores, sino porque constituye la mayor parte del sector empresarial peruano. Al respecto, según la base del “Peru: The Top 10,000 Companies” de 2016<sup>14</sup>, en el Perú existen alrededor de 5,695 empresas que cumplirían con las condiciones

<sup>14</sup> Peru: Top Publications. <http://www.toponlineapp.com/toponline/index.php>

establecidas en la normativa del MAV y que potencialmente podrían ingresar a este segmento del mercado<sup>15</sup>. Cabe señalar que este número de empresas solo considera aquellas que tienen ingresos por encima del US\$ 1 millón, nivel de ventas similar al que tiene Gerens, que de los trece emisores que participan del MAV es el que tiene menor nivel de ventas.

Así, haciendo ese comparativo con el emisor con el menor nivel de ventas que ha logrado acceder al MAV, podríamos inferir que estas empresas tendrían ya un tamaño aceptable para ingresar al MAV y aprovechar las facilidades que este ofrece, ello sin perjuicio de reconocer que también es necesario que dichas empresas tengan un cierto avance en la implementación de una buena gestión empresarial, que les permita cumplir con las exigencias en términos de revelación de información financiera requerida por la regulación para este segmento del mercado y que el acceso al mercado de valores sea parte de su plan de desarrollo, con el objetivo de conseguir fondos que soporten su crecimiento futuro.

---

<sup>15</sup> Se toma en cuenta únicamente las empresas de las que efectivamente se tiene información de ventas. Hay 2,248 empresas que no muestran información de ventas.

#### 4. EL MAV: UNA VISIÓN CRÍTICA

A través del MAV se ha logrado crear un segmento que facilita el acceso de empresas no corporativas al financiamiento en el mercado de valores, estableciendo menores requisitos y obligaciones de presentación de información que les permitan poder ver el mercado de valores como una alternativa viable para ampliar sus fuentes de financiamiento. Sin embargo, a más de cinco años de creado el MAV, son trece las empresas que ya han logrado inscribirse en este segmento del mercado y obtenido financiamiento por US\$ 64 millones, cifras que nos deben llevar a analizar más que aspectos cuantitativos, principalmente aspectos de índole cualitativos. Así, tomando en cuenta el potencial que tiene, cabe preguntarse ¿Qué aspectos limitan el alcance del MAV? ¿Qué papel han desempeñado los principales participantes del MAV?, y finalmente, ¿Vale la pena continuar con el MAV? <sup>16</sup>

---

<sup>16</sup> Para el desarrollo de la presente sección, se han tomado en cuenta comentarios recibidos de funcionarios de diversos participantes del mercado (SMV, Bolsa de Valores de Lima; dos Sociedades Agentes de Bolsa; 1 AFP; 1 Fondo Mutuo; 1 Banca de Inversión y 1 consultor experto en medianas empresas) a quienes se les formuló las siguientes 3 preguntas: 1. ¿Cuáles cree que son las fortalezas y las debilidades del MAV?; 2. Teniendo en cuenta que el MAV tiene 5 años de creado, ¿Cuáles son las causas que cree impiden un mayor

Si bien es cierto, el acceso de una empresa al mercado de valores no sólo depende de que existan los mecanismos correctos, sino además de las propias condiciones de las empresas, y sobre todo, de la decisión y convencimiento de los accionistas de acceder al mercado de valores como parte de una estrategia de crecimiento de mediano y largo plazo, existen ciertas condiciones estructurales del mercado peruano que limitarían el desarrollo de este segmento.

Como ya se indicó, la mayoría de empresas que operan en nuestro país pertenecen a la categoría de micro, pequeña y mediana empresa (99.5%), mientras que sólo el 0.5% del sector empresarial formal, pertenecen a la categoría de grandes empresas. Es evidente que las necesidades de financiamiento de una empresa guardan relación directa con el volumen de sus operaciones, reflejado en sus niveles de ventas. Ello implica que las necesidades de financiamiento de la mayoría de empresas del país son también reducidas, lo cual dificulta su incursión en el mercado de valores teniendo en cuenta la naturaleza de los costos de emisión en este mercado, en su mayoría establecidos dentro de rangos fijos, independientemente del monto de la emisión.

De esta forma, se da un descalce entre la escala de operaciones y necesidades de financiamiento que registran la mayoría de empresas en nuestro país y la escala de financiamiento que ofrece el mercado de valores en el Perú,

---

despegue del MAV?; y, 3. ¿Qué mejoras introduciría al MAV?. En el Anexo N° 5: Comentarios de partícipes del mercado, se presenta un cuadro con los comentarios recibidos en cada caso.

en su mayoría concentrado en emisores corporativos que pueden asumir y diluir rápidamente los costos fijos que una emisión de valores implica.

En esa misma línea, el tamaño de las emisiones a las que potencialmente podrían salir al mercado la mayoría de empresas en nuestro país es considerablemente menor al tamaño de las emisiones que demandan los principales inversionistas institucionales locales, en particular, los fondos de pensiones. Los inversionistas institucionales locales enfrentan costos fijos de análisis de inversión, como son el seguimiento del sector y de la empresa, que implican la exigencia, por parte de estos inversionistas, de montos mínimos de emisión que justifiquen la asunción de estos costos fijos.

Así también, los principales inversionistas institucionales locales demandan instrumentos de deuda con las más altas clasificaciones de riesgo, no obstante, la mayoría de empresas que potencialmente podrían acceder al financiamiento a través del mercado de valores se harían acreedoras a clasificaciones de riesgo crediticio inferiores, debido a sus reducidos volúmenes de operaciones, escaso posicionamiento en el mercado, bajos niveles de gobierno corporativo y falta de ordenamiento financiero. De esta manera, los niveles de riesgo que asumen los inversionistas institucionales locales, principales demandantes de valores en el mercado, se encuentran focalizados en instrumentos emitidos por grandes empresas corporativas, que ya tienen presencia habitual en el mercado de deuda, por lo que no se genera una nueva masa crítica de emisores que permitan ampliar la oferta de valores.

Una segunda interrogante es sobre el papel que han desempeñado los principales participantes del MAV, es decir, la SMV, como regulador del mercado de valores en el Perú; las empresas, como emisores y principal grupo objetivo; los inversionistas, que conforman la demanda; y, los intermediarios, quienes actúan como colocadores de los papeles que emiten las empresas y, en muchos casos, participan desde el proceso de la estructuración y preparación de las empresas.

- En primer lugar, la SMV como regulador tiene por finalidad velar por la protección de los inversionistas, la eficiencia y transparencia de los mercados bajo su supervisión, la correcta formación de precios y la difusión de toda la información necesaria para tales propósitos. En esa línea, mediante la regulación del MAV, la SMV ha buscado el crear un mecanismo de financiamiento para empresas no corporativas a través del mercado de valores, utilizando las facultades normativas que su Ley Orgánica y la Ley del Mercado de Valores le conceden.

No obstante, si bien es cierto, mediante la regulación la SMV establece las reglas de juego y genera incentivos para acceder al mercado de valores, se debe reconocer que un reglamento no puede cambiar problemas estructurales del mercado. Como se indicó anteriormente, la mayor parte de empresas no corporativas en el país operan en un contexto de informalidad, desconocimiento de buenas prácticas de gestión corporativa e incluso, un total desinterés de buscar alternativas de financiamiento más allá de las fuentes tradicionales, en particular, a través de un mercado público de valores.

Es claro que acceder al mercado de valores implica no sólo un compromiso de la empresa por asumir sus obligaciones para con los inversionistas, sino también que debe ser parte de un plan estratégico de la empresa, aspecto el cual está claramente fuera del control de un regulador de mercado de valores. De esta forma, la herramienta regulatoria de la SMV estaría limitada por condiciones estructurales de la mayor parte del segmento empresarial al cual se dirige el MAV.

- Por el lado de las empresas no corporativas, resulta interesante conocer cuáles han sido elementos comunes de empresas que si han encontrado en el mercado de valores una alternativa viable de financiamiento. Así, de las experiencias analizadas que han podido acceder al MAV, podemos afirmar que estas empresas realizaron una etapa preparatoria, donde identificaron sus necesidades para ordenarse y mejorar su estructura organizativa. Con ello, se tomaron ciertas decisiones como por ejemplo:
  - Decisión de los accionistas de acceder al mercado de valores.
  - Elaboración de plan estratégico, que consideraba diversificación de productos y mercados.
  - Profesionalización de la gerencia, incorporando ejecutivos de primer nivel y aplicando prácticas de buen gobierno corporativo.
  - Contratación de auditores independientes y mejora de eficiencia en la obtención de la información gerencial y financiera.
  - Definición de las necesidades de financiamiento, estructura de las emisiones, demanda potencial y viabilidad de la emisión (costos y tamaño).

Como se puede inferir de estas experiencias, que una empresa ingrese al mercado de valores no solo depende que existan los incentivos correctos, como puede ser el MAV, sino principalmente que las empresas cuenten con una visión clara de hacia dónde quieren ir y esto implica tener un plan estratégico definido. ¿La mayoría de empresas no corporativas peruanas tienen estas características? La experiencia del MAV nos lleva a afirmar que aún son muy pocas las empresas que cumplen con estas características.

A dicho contexto se sumaría también el hecho que el mercado de valores y las alternativas que este ofrece aún no son conocidas para la mayoría de empresas no corporativas. Esto se daría, no sólo por un desinterés natural, sino también porque encuentran en la banca tradicional, capital propio o sus propios proveedores de financiamiento los fondos suficientes para generar los ingresos que buscan. Así, por el tamaño de estas empresas y su grado de formalización, la gran mayoría no cuenta con un equipo financiero y de análisis que este en la capacidad de evaluar si les conviene seguir financiándose de dicha manera o ver otras alternativas como el MAV.

Prueba de ello, es que de las 13 empresas que han accedido al MAV, 9 de ellas serían consideradas del segmento gran empresa, de acuerdo al criterio de segmentación de la SBS, y las otras 4 calzarían dentro del grupo de mediana empresa, es decir, la mayoría de estas son empresas que ya contaban con un tamaño y escala de operaciones que facilitaron su acceso a un mercado de valores, que por sus características y costos asociados, no está diseñado para pequeñas o micro empresas.

En esa misma línea, toda vez que la mayoría de estas empresas ya contaban con un tamaño adecuado para emitir en el mercado de valores peruano, cabe preguntarse si igual lo hubieran hecho sin contar con las facilidades que les brinda el MAV. Al respecto, la evidencia empírica nos indica que antes de la creación del MAV son muy pocas las empresas no corporativas que realizaron emisiones, entre las que podemos mencionar Tiendas EFE, Metalpren o Rash Perú, de las cuales solo la primera logró posicionarse como emisor recurrente. Así, si bien es cierto el marco normativo del mercado de valores peruano no impone ninguna limitante regulatoria para que empresas de cualquier tamaño o sector económico pueda participar de él, es claro que las empresas que han accedido a través del MAV podrían haber optado por emitir en el mercado principal, sin embargo, el costo efectivo de financiamiento sería más alto con un impacto mayor en los márgenes de las empresas.

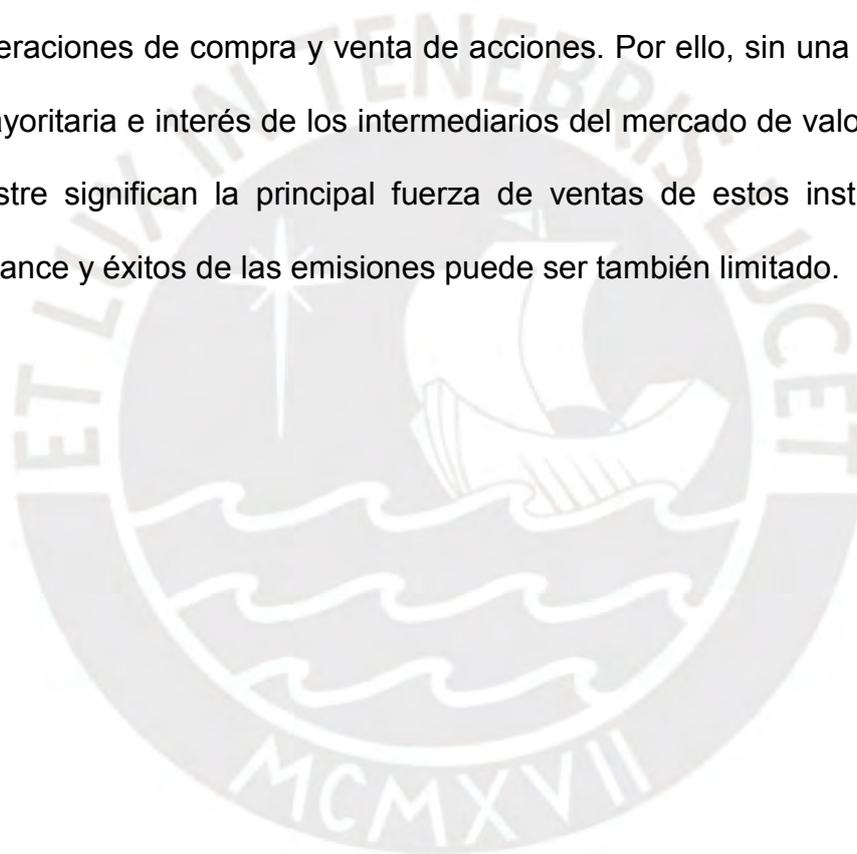
- Un tercer grupo que debemos analizar lo constituyen los inversionistas, toda vez que el éxito del MAV y de cualquier esquema a través del mercado de valores está sujeto a la demanda por los instrumentos que se emitan. Como se vio en la sección correspondiente, han sido las Cajas Municipales, personas naturales y fondos mutuos los principales compradores de los papeles del MAV, mientras que los fondos de pensiones, principales inversionistas del mercado peruano, no han participado de estas emisiones. Como sabemos, los fondos de pensiones administran una enorme cantidad de dinero que hace que busquen emisiones de tamaños importantes que les justifiquen su participación. Toda vez que las emisiones de empresas en el

marco del MAV son de tickets pequeños (el monto promedio colocado ha sido alrededor de US\$ 800 mil) es claro que no es un mercado del interés de las AFP's, con lo cual pierde dinamismo y solidez.

En el caso de los fondos mutuos, si bien es cierto, algunos han participado en colocaciones del MAV, hay aspectos vinculados principalmente a la liquidez de estos valores lo que restringiría una mayor participación. Los fondos mutuos administran una cartera más volátil que la de los fondos de pensiones, toda vez que los inversionistas tienen la posibilidad de rescatar sus fondos sin mayores limitantes, lo que lleva a los gestores de los fondos mutuos a tener principalmente activos líquidos que les permitan asumir dichos rescates. De esta forma, salvo para aquellos fondos mutuos de muy corto plazo o corto plazo, la nula liquidez de los papeles del MAV impediría una mayor participación. Así, por el lado de los principales inversionistas de nuestro mercado, las limitaciones parecen ser más del orden de escala y liquidez, que regulatorias.

- Finalmente, debemos también ver cuál es el rol de los intermediarios, quienes no solo realizan la labor de colocación de los valores, sino también participan de manera activa en la etapa previa a la emisión y acompañan a las empresas en su ingreso al mercado. Y en este punto, observamos que de las 23 Sociedades Agentes de Bolsa que operan en el mercado de valores peruano, solo 5 han participado de emisiones del MAV, lo que también evidenciaría cierto desinterés por participar en este tipo de emisiones.

Así, hemos visto que la etapa previa a la emisión de valores puede variar dependiendo del estado de preparación de la empresa, aunque en la mayoría de los casos esta ha sido entre 5 y 8 meses aproximadamente. Ello implica que durante este tiempo, si bien es cierto los intermediarios obtienen ingresos por su participación, puede significar el distraerse de otras operaciones que les resulten más rentable en corto plazo, como son las operaciones de compra y venta de acciones. Por ello, sin una participación mayoritaria e interés de los intermediarios del mercado de valores, que a la postre significan la principal fuerza de ventas de estos instrumentos, el alcance y éxitos de las emisiones puede ser también limitado.



## 5. CONCLUSIONES Y SUGERENCIAS

Desde su creación, el MAV ha estado enfocado en generar incentivos que faciliten la participación de nuevos emisores no corporativos en el mercado de valores, permitiendo que cuenten con una alternativa adicional a los canales de financiamiento tradicionales y que puedan lograr ampliar sus fuentes de financiamiento a costos competitivos. Sin embargo, si bien es cierto que desde su creación el MAV se ha constituido como el principal régimen de oferta pública primaria, toda vez que ha posibilitado que a través de este segmento se hayan inscrito la mayoría de nuevos emisores que han accedido al mercado de valores, esta iniciativa no ha tenido los resultados esperados, debido principalmente a que el mercado peruano presenta limitantes estructurales que impiden un mayor desarrollo.

Así, por el lado de la oferta, tenemos un descalce entre la escala de operaciones y necesidades de financiamiento que registran la mayoría de empresas en nuestro país y la escala de financiamiento que ofrece el mercado de valores en el Perú, concentrado principalmente en el segmento corporativo;

así como también el desinterés y desconocimiento de la gran mayoría de empresas del segmento corporativo, que hace que se mantengan al margen de acceder al mercado de valores. Por su parte, desde el lado de la demanda, la escasa participación de los principales inversionistas institucionales del país, como son los fondos de pensiones, por razones vinculadas al tamaño y riesgo de las emisiones de empresas no corporativas, lleva a que se no genere una nueva masa crítica de empresas de este segmento en el mercado de valores.

No obstante ello, también es necesario reconocer que el acceso de las empresas al MAV no solo ha posibilitado que dichas empresas no corporativas peruanas financien sus actividades productivas, sino también que incorporen dentro de su gestión mejores prácticas de gobierno corporativo que les ha permitido obtener un mejor perfil de riesgo y mejores condiciones al momento de emitir.

En esa línea, es importante a su vez reconocer que las empresas que ingresan al mercado deben realizar un esfuerzo inicial para asumir el reto que significa elevar sus estándares de transparencia y adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo. Sin embargo, en la medida que los nuevos emisores van generando un track record en el mercado, esto les permitirá acceder a tasas de colocación más competitivas y con ello un costo efectivo de financiamiento menor.

Dicho todo esto, podemos plantearnos la pregunta de la sección anterior ¿Vale la pena continuar con el MAV? Si bien el desarrollo del MAV por sí solo no supera las limitaciones expuestas en el presente informe, la experiencia

internacional y sobretodo la experiencia peruana desde la creación del MAV, evidencia que estas iniciativas han contribuido al acceso de empresas al mercado de valores que sin tener dicha alternativa difícilmente hubieran podido hacerlo o de haber accedido sería a un mayor costo, beneficiándose por tanto de las ventajas que este segmento alternativo trae consigo. Así, si bien el acceso de empresas no corporativas a financiarse a través del mercado de valores, no sólo depende que ello sea parte de su plan de crecimiento futuro, sino además que alcancen las condiciones necesarias en términos de tamaño y buenas prácticas empresariales, es importante que satisfechas dichas condiciones encuentren en los mercados de valores las alternativas correctas para satisfacer sus necesidades de financiamiento en términos de escala, plazos, costos y demanda.

Por ello, es necesario que se continúe buscando implementar procedimientos que puedan complementar al MAV y sean una alternativa más de financiamiento para la mayor parte del segmento empresarial del país. De esta forma, promover innovadores mecanismos de financiamiento, con ventajas importantes en términos de costos de transacción, como son las plataformas de financiamiento colectivo o crowdfunding, las cuales la evidencia empírica de otros países indica vienen contribuyendo con el financiamiento principalmente de pequeñas y micro empresas (segmento de empresas que el MAV no ha podido atraer), así como con la materialización de diversos emprendimientos, debe ser una opción a analizar por los reguladores del sistema financiero en el Perú.

Cabe señalar también, que aunque el desarrollo del mercado de valores se enmarca dentro de las funciones de la SMV, la participación de otras entidades del estado, como pueden ser Cofide, SBS o Sunat, pueden ayudar a generar mayores incentivos no sólo para facilitar el acceso al financiamiento de empresas de menor tamaño (oferta), sino también incentivando una mayor participación de inversionista y fomentando la demanda que dichos instrumentos requieren.

Asimismo, es necesario complementar dichas iniciativas con una labor de difusión y educación activa que comprometa no solo a los reguladores sino a todos los partícipes del mercado, toda vez que a pesar de que puedan existir mecanismos alternativos de financiamiento para estas empresas, el desconocimiento de los mismos puede llevar a que los emisores vean como una misión compleja el superar las exigencias regulatorias y acceder al mercado de valores, por lo es que importante y constituye un tarea permanente el generar conciencia entre los empresarios de los beneficios que puede traer el financiarse a través de los mercados de valores.

De esta forma, la necesidad de generar canales alternativos de financiamiento a través de los mercados de valores, genera importantes retos a los supervisores de los mercados de valores, con el fin de lograr un equilibrio entre el promover nuevos esquemas de financiamiento e inversión a partir de la flexibilización de obligaciones y requisitos, y mantener adecuados niveles de protección a los inversionistas.

## BIBLIOGRAFÍA Y FUENTES

ARAGONÉS, José R. y MASCAREÑAS, Juan. *La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital*. EN: *Rev. Análisis Financiero*. N° 64. Pág. 76 – 89. Universidad Complutense de Madrid. 1994.

CARREIRA, Carlos y SILVA, Filipe. *No Deep Pockets: Some Stylized Empirical Results on Firms' Financial Constraints*. Faculdade de Economía da Universidade de Coimbra - Grupo de Estudos Monetários e Financeiros (GEMF). Número 6. 2009.

INSTITUTO IBEROAMERICANO DEL MERCADO DE VALORES. *La financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica*. Madrid. 2017. 285p.

MENDIOLA, Alfredo y Otros. *Factores críticos de éxito para la creación de un mercado alternativo de emisión de valores para las pymes en el Perú*. Lima. Universidad ESAN - Serie Gerencia para el Desarrollo. 2014. 200p.

MENDIOLA, Alfredo y Otros. *El mercado alternativo de valores como mecanismo de financiamiento para la mediana empresa*. Lima. Universidad ESAN - Serie Gerencia para el Desarrollo. 2015. 144p.

MENESES, Carlos. “Modificación del reglamento del mercado alternativo de valores”. p. 10-11. EN: *Rev. Capitales*. Año VI. N° 6. Lima. Procapitales. Noviembre de 2013.

MINISTERIO DE LA PRODUCCIÓN. *Las MIPYME en cifras 2015*. Junio 2017.

RICRA, Mariela. “Mercado alternativo de valores”. EN: *Rev. Actualidad Empresarial*. N° 292. Lima. Instituto Pacífico. Primera quincena de Diciembre de 2013.

SÁNCHEZ-VAL, Mariluz Maté. & RAMÓN LLORENS, María. “La incidencia de los entornos regionales sobre las restricciones financieras en pequeñas y medianas empresas”. EN: *El Trimestre Económico*. Vol LXXXIII. N° 329, pp. 37-60. Enero-Marzo 2016. Fondo de Cultura Económica. México.

SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES. “Resolución SMV N° 025-2012- SMV/01”. Publicada el 29 de junio de 2012 en el Diario Oficial El Peruano.

SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES. “Resolución de Superintendente N° 074-2013-SMV/02”. Publicada el 17 de junio de 2013 en el Diario Oficial El Peruano.

SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES. “Resolución de Superintendente N° 117-2013- SMV/02”. Publicada el 26 de septiembre de 2013 en el Diario Oficial El Peruano.

SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES. “Resolución SMV N° 006-2016- SMV/01”. Publicada el 27 de febrero de 2016 en el Diario Oficial El Peruano.

THE GROWTH AND EMERGING MARKETS COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *SME Financing Through Capital Markets*. Julio. 2015. 169p.

THE WORLD BANK. *Crowdfunding's Potential for Developing World*. Washington D.C. 2013, pp. 14.

Base de datos electrónicas:

<http://www.toponlineapp.com/toponline/index.php> (Peru: Top Publications).

## ANEXOS

### Anexo N° 1: Empresas no corporativas inscritas en el MAV

Empresa	Actividad Económica	Sector Económico	Ingresos	Activos	Monto colocado	Plazos	Ratio Demanda/ Oferta	Instrumento	Clasificación de Riesgos	Clasificadora de Riesgo	Tasa Mínima (%)	Tasa Máxima (%)	Agente Colocador	Auditor EEFF
<b>Agrícola Chavin de Huantar</b>	Producción y comercialización de frutas y vegetales	Industrial - Agrícola	US\$ 11 mill	US\$ 29 mill	US\$ 10.7 mill	De 150 a 330 días	2.2	Instrumentos de Corto Plazo	CP-1	Pacific Credit Rating	4.00%	6.00%	BNB Valores Perú Sofin Sociedad Agente de Bolsa S.A.	Pazos Lopez de Romaña, Rodríguez S.C.R. Ltda.
<b>A. Jaime Rojas</b>	Equipamiento Médico Integral	Salud	US\$ 9 mill	US\$ 20 mill	US\$ 9.4 mill	De 180 días a 2 años	1.8	Instrumentos de Corto Plazo y Bonos	CP2 / A-	Pacific Credit Rating / Equilibrium Clasificadora de Riesgo	5.00%	7.50%	BNB Valores Perú Sofin Sociedad Agente de Bolsa S.A.	Ramirez Enriquez y Asociados
<b>BPO Consulting</b>	Centro de contacto y servicios	Telecomunicaciones	US\$ 6 mill	US\$ 3 mill	US\$ 2.3 mill	270 días	1.7	Instrumentos de Corto Plazo	CP2	Pacific Credit Rating	6.72%	8.50%	Diviso Bolsa Sociedad Agente de Bolsa S.A.	Ramirez Enriquez y Asociados
<b>Ciudaris</b>	Negocios Inmobiliarios	Inmobiliario	US\$ 18 mill	US\$ 20 mill	US\$ 1.6 mill	3 años	1.4	Bonos	B	Pacific Credit Rating	6.91%	7.50%	BNB Valores Perú Sofin Sociedad Agente de Bolsa S.A.	Santivañez Guarniz & Asociados
<b>Edpyme Inversiones la Cruz</b>	Préstamos prendarios y micropréstamos	Microfinanzas	US\$ 15 mill	US\$ 36 mill	US\$ 9.7 mill	180 días - 3 años	1.1	Instrumentos de Corto Plazo y Bonos	CP1 / A+	Pacific Credit Rating	6.03%	9.91%	Kalpa Securities Sociedad Agente de Bolsa S.A.	Ernst & Young
<b>Electrovia</b>	Instalaciones de red eléctrica	Telecomunicaciones	US\$ 48 mill	US\$ 13 mill	US\$ 7.7 mill	180 a 360 días	1.2	Instrumentos de Corto Plazo	CP2	Pacific Credit Rating	7.13%	8.75%	Kalpa Securities Sociedad Agente de Bolsa S.A.	Llerena, Argote & Asociados S.C.R.L.
<b>Gerens</b>	Escuela de Gestión	Educación	US\$ 1 mill	US\$ 11 mill	US\$ 2.8 mill	360 días	1.3	Instrumentos de Corto Plazo	CP2	Pacific Credit Rating	8.50%		Seminario y Cia SAB	Bruno Diaz y Asociados S.C.R.L.
<b>Globokas Perú</b>	Gestión de redes de agencias bancarias	Financiero	US\$ 9 mill	US\$ 6 mill	-	-	-	Acciones	-	-	-		-	PricewaterhouseCooper
<b>Laboratorio Medrock</b>	Industria Farmaceutica	Industrial - Farmacéutica	US\$ 11 mill	US\$ 32 mill	US\$ 7.5 mill	180 días	2.0	Instrumentos de Corto Plazo	CP1	Pacific Credit Rating	2.35%	6.25%	Andes Advanced Securities Sociedad Agente de Bolsa S.A.C.	Oscar Canales y Asociados
<b>Representaciones Química Europea</b>	Importación y comercialización de equipos medicos	Salud	US\$ 4.4 mill	US\$ 4.1 mill	-	-	-	Instrumentos de Corto Plazo	CP2	Pacific Credit Rating	-	-	BNB Valores Perú Sofin Sociedad Agente de Bolsa S.A.	-
<b>Tekton Corp</b>	Negocios Inmobiliarios	Inmobiliario	US\$ 5 mill	US\$ 18 mill	US\$ 1.5 mill	270 días	1.2	Instrumentos de Corto Plazo	CP2	Pacific Credit Rating	4.50%	5.00%	BNB Valores Perú Sofin Sociedad Agente de Bolsa S.A.	Cordero Carrasco Collazos y Asociados
<b>Triton Rental</b>	Venta, alquiler y mantenimiento de maquinarias	Industrial	US\$ 23 mill	US\$ 25 mill	US\$ 6.0 mill	180 días	1.8	Instrumentos de Corto Plazo	CP2	Pacific Credit Rating	3.75%	6.00%	Kalpa Securities Sociedad Agente de Bolsa S.A.	Panez Chacaliza y Asoc. S.C.R. Ltda.
<b>Viaconsumo</b>	Ventas al por mayor	Consumo Masivo	US\$ 3 mill	US\$ 14 mill	US\$ 4.9 mill	180 a 360 días	1.3	Instrumentos de Corto Plazo	CP2	Pacific Credit Rating	8.00%	8.75%	Diviso Bolsa Sociedad Agente de Bolsa S.A.	Llerena, Argote & Asociados S.C.R.L.

*Nota: Las empresas se muestran en orden alfabético.*

## Anexo N° 2: Colocaciones realizadas a través del MAV

N°	Empresa	Fecha	Tasa de Colocación	Plazo	Moneda de colocación	Monto colocado (En miles)	Monto demandado (En miles)	Ratio D/O	Monto colocado (En miles de US\$)	Tipo de instrumento	Clasificación de Riesgo
1	Agrícola Chavin de Huantar	23-abr-13	6.00%	180 días	US\$	500	1,400	2.8	500	I.C.P	CP-2
2	Agrícola Chavin de Huantar	29-may-13	6.00%	120 días	US\$	500	951	1.9	500	I.C.P	CP-2
3	Agrícola Chavin de Huantar	22-ago-13	5.97%	180 días	US\$	500	618	1.2	500	I.C.P	CP-2
4	Agrícola Chavin de Huantar	12-dic-13	5.91%	180 días	US\$	974	1,424	1.5	974	I.C.P	CP-2
5	A. Jaime Rojas	28-ene-14	6.00%	180 días	US\$	1,000	1,265	1.3	1,000	I.C.P	CP-2
6	Triton Rental	26-feb-14	6.00%	180 días	US\$	500	880	1.8	500	I.C.P	CP-2
7	Agrícola Chavin de Huantar	13-mar-14	5.88%	210 días	US\$	500	854	1.7	500	I.C.P	CP-2
8	Agrícola Chavin de Huantar	05-jun-14	5.94%	240 días	US\$	500	591	1.2	500	I.C.P	CP-2
9	A. Jaime Rojas	26-jun-14	6.20%	360 días	US\$	1,000	1,320	1.3	1,000	I.C.P	CP-2
10	Laboratorios Medrock	31-jul-14	3.70%	180 días	US\$	1,000	2,793	2.8	1,000	I.C.P	CP-2
11	Agrícola Chavin de Huantar	14-ago-14	5.91%	270 días	US\$	500	1,062	2.1	500	I.C.P	CP-2
12	Triton Rental	21-ago-14	5.60%	180 días	US\$	1,000	3,607	3.6	1,000	I.C.P	CP-2
13	Agrícola Chavin de Huantar	28-ago-14	5.75%	330 días	US\$	500	908	1.8	500	I.C.P	CP-2
14	Laboratorios Medrock	28-ago-14	3.40%	180 días	US\$	1,000	2,770	2.8	1,000	I.C.P	CP-2
15	Triton Rental	29-ago-14	5.25%	180 días	US\$	500	1,294	2.6	500	I.C.P	CP-2
16	A. Jaime Rojas	14-oct-14	5.30%	360 días	US\$	1,000	3,346	3.3	1,000	I.C.P	CP-2
17	Agrícola Chavin de Huantar	19-nov-14	5.09%	150 días	US\$	500	2,061	4.1	500	I.C.P	CP-2
18	Edpyme Inversiones La Cruz	04-dic-14	6.35%	180 días	S/.	7,000	8,570	1.2	2,379	I.C.P	CP-1
19	Laboratorios Medrock	02-feb-15	2.95%	180 días	US\$	1,000	2,198	2.2	1,000	I.C.P	CP-1
20	Laboratorios Medrock	26-feb-15	2.75%	180 días	US\$	1,000	2,563	2.6	1,000	I.C.P	CP-1
21	Triton Rental	25-mar-15	3.75%	180 días	US\$	2,000	3,079	1.5	2,000	I.C.P	CP-2
22	Agrícola Chavin de Huantar	28-abr-15	4.97%	245 días	US\$	500	672	1.3	500	I.C.P	CP-2
23	Edpyme Inversiones La Cruz	13-may-15	6.03%	270 días	S/.	3,500	3,750	1.1	1,110	I.C.P	CP-1
24	Tekton	28-may-15	4.50%	270 días	US\$	500	738	1.5	500	I.C.P	CP-2
25	Edpyme Inversiones La Cruz	02-jun-15	6.30%	360 días	S/.	8,520	8,520	1.0	2,698	I.C.P	CP-1
26	Tekton	12-jun-15	4.90%	270 días	US\$	543	543	1.0	543	I.C.P	CP-2
27	A. Jaime Rojas	16-jun-15	5.00%	360 días	US\$	1,000	1,430	1.4	1,000	I.C.P	CP-2
28	Agrícola Chavin de Huantar	20-jul-15	5.35%	270 días	US\$	424	424	1.0	424	I.C.P	CP-2
29	Laboratorios Medrock	20-ago-15	2.35%	180 días	US\$	1,000	1,426	1.4	1,000	I.C.P	CP-2
30	Tekton	31-ago-15	5.00%	170 días	US\$	425	425	1.0	425	I.C.P	CP-2
31	Electrovia	02-sep-15	7.13%	180 días	S/.	2,133	2,133	1.0	657	I.C.P	CP-2
32	Laboratorios Medrock	02-sep-15	6.25%	167 días	S/.	3,150	4,150	1.3	970	I.C.P	CP-1
33	Agrícola Chavin de Huantar	06-oct-15	5.75%	234 días	US\$	500	639	1.3	500	I.C.P	CP-2
34	Electrovia	22-oct-15	8.16%	180 días	S/.	2,023	2,023	1.0	620	I.C.P	CP-2
35	Triton Rental	01-oct-15	5.50%	180 días	US\$	2,000	2,136	1.1	2,000	I.C.P	CP-2
36	Agrícola Chavin de Huantar	16-dic-15	5.50%	240 días	US\$	500	963	1.9	500	I.C.P	CP-2
37	Edpyme Inversiones La Cruz	29-dic-15	9.91%	3 años	S/.	12,000	12,000	1.0	3,527	Bonos Corporativos	A+
38	Agrícola Chavin de Huantar	06-ene-16	5.50%	260 días	US\$	400	870	2.2	400	I.C.P	CP-2
39	Ciudaris	18-ene-16	7.50%	3 años	US\$	1,150	1,150	1.0	1,150	Bonos Corporativos	A-
40	Laboratorios Medrock	16-feb-16	4.00%	180 días	US\$	812	812	1.0	812	I.C.P	CP-2
41	Electrovia	04-feb-16	8.50%	180 días	S/.	2,036	2,146	1.1	583	I.C.P	CP-2
42	Electrovia	03-mar-16	8.75%	180 días	S/.	1,404	1,510	1.1	401	I.C.P	A-
43	A. Jaime Rojas	01-mar-16	7.47%	2 años	US\$	605	608	1.0	605	Bonos Corporativos	CP-2
44	Laboratorios Medrock	28-mar-16	3.50%	180 días	US\$	500	700	1.4	500	I.C.P	CP-2
45	Electrovia	21-abr-16	8.75%	180 días	S/.	1,429	1,429	1.0	440	I.C.P	CP-2
46	A. Jaime Rojas	28-abr-16	6.00%	360 días	US\$	1,000	1,144	1.1	1,000	I.C.P	CP-2
47	Laboratorios Medrock	28-abr-16	3.00%	180 días	US\$	236	263	1.1	236	I.C.P	CP-1
48	A. Jaime Rojas	08-jun-16	7.50%	2 años	US\$	780	780	1.0	780	Bonos Corporativos	CP-2
49	Electrovia	01-jun-16	8.50%	180 días	S/.	2,104	2,144	1.0	624	I.C.P	CP-2
50	BPO Consulting	07-jun-16	8.50%	270 días	S/.	1,500	1,601	1.1	455	I.C.P	A-
51	Agrícola Chavin de Huantar	07-jul-16	5.47%	260 días	US\$	500	1,615	3.2	500	I.C.P	CP-2
52	Via Consumo	18-jul-16	8.63%	180 días	S/.	4,000	4,090	1.0	1,219	I.C.P	CP-2
53	Electrovia	20-jul-16	8.50%	180 días	S/.	2,000	2,143	1.1	607	I.C.P	CP-2
54	Electrovia	10-ago-16	8.50%	180 días	S/.	2,000	2,046	1.0	605	I.C.P	CP-2
55	Agrícola Chavin de Huantar	11-ago-16	5.31%	270 días	US\$	500	1,872	3.7	500	I.C.P	CP-2
56	A. Jaime Rojas	17-ago-16	5.41%	360 días	US\$	1,000	2,170	2.2	1,000	I.C.P	CP-2
57	Ciudaris	25-ago-16	6.91%	900 días	US\$	419	1,040	2.5	419	Bonos Corporativos	A-
58	Electrovia	01-sep-16	8.00%	180 días	S/.	1,460	4,334	3.0	430	I.C.P	CP-2
59	Agrícola Chavin de Huantar	20-sep-16	4.97%	270 días	US\$	500	1,817	3.6	500	I.C.P	CP-2
60	Gerens	21-sep-16	8.50%	360 días	S/.	4,675	7,405	1.6	1,379	I.C.P	CP-2
61	Electrovia	15-nov-16	7.66%	180 días	S/.	1,400	2,460	1.8	409	I.C.P	CP-2
62	Via Consumo	28-nov-16	8.13%	360 días	S/.	1,358	2,820	2.1	397	I.C.P	CP-2
63	Electrovia	15-dic-16	7.31%	270 días	S/.	2,100	3,707	1.8	619	I.C.P	CP-2
64	BPO Consulting	27-dic-16	8.25%	270 días	S/.	1,500	2,500	1.7	443	I.C.P	CP-2
65	Electrovia	16-ene-17	7.16%	180 días	S/.	495	495	1.0	147	I.C.P	CP-2
66	Via Consumo	17-ene-17	8.13%	180 días	S/.	3,363	5,897	1.8	998	I.C.P	CP-2
67	Via Consumo	20-ene-17	8.13%	270 días	S/.	1,700	2,321	1.4	509	I.C.P	CP-2
68	Electrovia	02-feb-17	7.31%	360 días	S/.	1,250	1,272	1.0	382	I.C.P	CP-2
69	BPO Consulting	09-mar-17	8.25%	270 días	S/.	1,500	2,193	1.5	455	I.C.P	CP-2
70	A. Jaime Rojas	19-abr-17	7.00%	2 años	US\$	1,000	1,710	1.7	1,000	Bonos Corporativos	A-
71	Agrícola Chavin de Huantar	17-may-17	4.84%	270 días	US\$	500	1,100	2.2	500	I.C.P	CP-2
72	Agrícola Chavin de Huantar	27-jun-17	4.50%	270 días	US\$	500	1,661	3.3	500	I.C.P	CP-2
73	Via Consumo	19-jul-17	8.00%	270 días	S/.	2,858	2,858	1.0	880	I.C.P	CP-2
74	A. Jaime Rojas	25-jul-17	5.97%	2 años	US\$	1,000	3,274	3.3	1,000	Bonos Corporativos	A-
75	Agrícola Chavin de Huantar	28-ago-17	4.00%	270 días	US\$	400	1,369	3.4	400	I.C.P	CP-2
76	Gerens	03-oct-17	8.50%	360 días	S/.	4,675	4,828	1.0	1,429	I.C.P	CP-2
77	BPO Consulting	05-oct-17	7.13%	270 días	S/.	1,500	3,020	2.0	460	I.C.P	CP-2
78	Agrícola Chavin de Huantar	15-nov-17	4.00%	270 días	US\$	500	1,027	2.1	500	I.C.P	CP-2
79	Electrovia	17-nov-17	7.72%	360 días	S/.	3,971	3,971	1.0	1,221	I.C.P	CP-2
80	Via Consumo	22-nov-17	8.75%	360 días	S/.	3,000	3,417	1.1	927	I.C.P	CP-2
81	BPO Consulting	12-dic-17	6.72%	270 días	S/.	1,500	3,450	2.3	463	I.C.P	CP-2

*Nota: Para el cálculo del monto colocado total en dólares, a las colocaciones en soles se les aplica el tipo de cambio que corresponde a la fecha de colocación.*



## Anexo N° 4: Estimación de costo efectivo de financiamiento de bonos en el MAV (Caso de programa de US\$ 10 millones)

Monto del programa	\$ 10,000,000
Tasa de colocación	8.00%
Costo Efectivo de Financiamiento	9.14%
Costo de la Emisión (puntos básicos)	114

### Supuestos

- El monto de los programas inscritos se coloca en 6 emisiones.
- Los bonos tienen un plazo de vencimiento de 5 años.
- El costo efectivo de financiamiento corresponde a la TIR del flujo total.

UIT	S/. 4,050
Tipo de cambio actual	3.25

COSTOS DE UNA SOLA VEZ	Mensual o unitario	En US\$
Estructuración	\$50,000	50,000
Due diligence legal	\$20,000	20,000
Inscripción en SMV ( TUPA 2016: 33.95% UIT)	S/. 1,375	423
BVL inscripción (% del monto colocado)	0.0188%	313
CAVALI: Inscripción (tarifa fija)	\$85	85
Kit Digital único pago (MVNet)	\$210	210
<b>Total Costo por Ingreso al Mercado (por 1º vez)</b>		<b>71,031</b>

### COSTOS RECURRENTE

BVL cotización (% del saldo en circulación)	0.00200%	200	Tarifas MAV 50%
CAVALI mantenimiento (min. US\$ 100 max. US\$ 300)	0.00100%	1,200	
SMV contribución mensual (% del saldo en circulación)	0.00350%	350	
Comisión agente colocador - SAB (% del monto colocado)	0.50%	8,333	
Representante de Obligacionistas	\$10,000	10,000	
Clasificación de Riesgo	\$12,000	12,000	
Auditor EEFF (anuales y semestrales)	\$10,000	10,000	
Aviso en Diario	\$0	0	
MVNET servicio (pago Anual)	\$60	60	
<b>Total Costo recurrentes</b>		<b>42,143</b>	

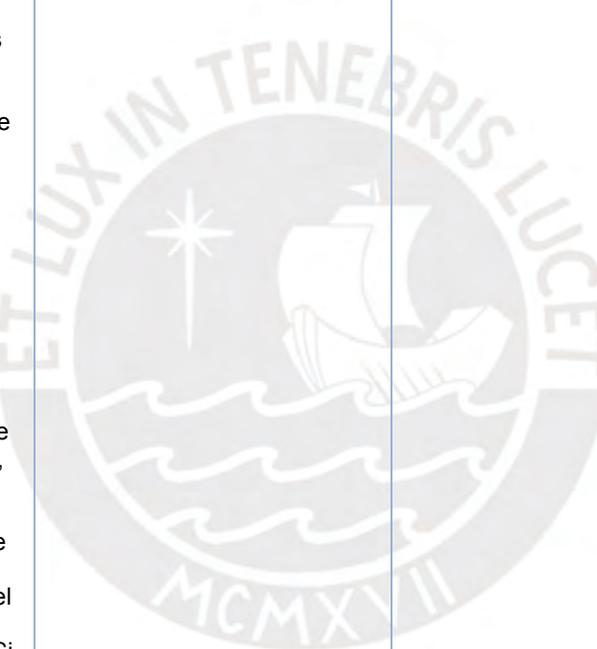
**TOTAL COSTOS DE EMISIÓN** 113,174

Flujo de Caja Estimado (En US\$)	Semestre 0	Semestre 1	Semestre 2	Semestre 3	Semestre 4	Semestre 5	Semestre 6	Semestre 7	Semestre 8	Semestre 9	Semestre 10
<b>Monto a pagar</b>	0	-133,333	-266,667	-400,000	-533,333	-2,333,333	-2,333,333	-2,200,000	-2,066,667	-1,933,333	-1,800,000
Principal						-1,666,667	-1,666,667	-1,666,667	-1,666,667	-1,666,667	-1,666,667
Cupones Bono 1		-133,333	-133,333	-133,333	-133,333	-133,333	-133,333				
Cupones Bono 2			-133,333	-133,333	-133,333	-133,333	-133,333				
Cupones Bono 3				-133,333	-133,333	-133,333	-133,333	-133,333			
Cupones Bono 4					-133,333	-133,333	-133,333	-133,333	-133,333		
Cupones Bono 5						-133,333	-133,333	-133,333	-133,333	-133,333	
Cupones Bono 6							-133,333	-133,333	-133,333	-133,333	-133,333
<b>Monto Emitido</b>	1,666,667	1,666,667	1,666,667	1,666,667	1,666,667	1,666,667					
Saldo colocado en circulación		1,666,667	3,333,333	5,000,000	6,666,667	8,333,333	8,333,333	6,666,667	5,000,000	3,333,333	1,666,667
<b>Costos de una sola vez</b>											
<b>Inscripción</b>											
SMV	-423	-423	-423	-423	-423	-423					
BVL	-313	-313	-313	-313	-313	-313					
Cavali	-85	-85	-85	-85	-85	-85					
<b>Preparación</b>											
Estructuración	-50,000										
Due diligence legal	-20,000										
<b>Otros gastos</b>											
Kit Digital único pago (MVNet)	-210										
<b>Costos recurrentes</b>											
<b>Cotización / mantenimiento</b>											
SMV		-350	-700	-1,050	-1,400	-1,750	-1,750	-1,400	-1,050	-700	-350
BVL		-200	-400	-600	-800	-1,000	-1,000	-800	-600	-400	-200
Cavali		-1,200	-1,200	-1,200	-1,200	-1,200	-1,200	-1,200	-1,200	-1,200	-1,200
<b>Colocación</b>											
Comisión Agente colocador - SAB	-8,333	-8,333	-8,333	-8,333	-8,333	-8,333					
Representante de obligacionistas	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000
Aviso en el diario	0	0	0	0	0	0					
<b>Clasificación de Riesgo</b>											
Costo de clasificación de riesgo	-12,000	-12,000	-12,000	-12,000	-12,000	-12,000	-12,000	-12,000	-12,000	-12,000	-12,000
<b>Auditor</b>											
Auditor EEFF (anuales y semestrales)	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000
<b>Otros gastos de permanecer en el mercado</b>											
MVNET servicio (pago Anual)		-60	-60	-60	-60	-60	-60	-60	-60	-60	-60
<b>FLUJO TOTAL</b>	<b>1,565,303</b>	<b>1,490,369</b>	<b>1,356,486</b>	<b>1,222,603</b>	<b>1,088,719</b>	<b>-711,831</b>	<b>-2,369,343</b>	<b>-2,235,460</b>	<b>-2,101,577</b>	<b>-1,967,693</b>	<b>-1,833,810</b>

**Anexo N° 5: Comentarios de partícipes del mercado**

Preguntas	Funcionario de la SMV	Funcionario de la Bolsa de Valores de Lima	Funcionario de BNB Valores SAB	Funcionario de Sura SAB
<b>1. ¿Cuáles cree que son las fortalezas y las debilidades del MAV?</b>	<p><b>Fortalezas</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Facilita la canalización de recursos hacia nuevos proyectos a tasas competitivas, permitiendo la expansión de las actividades de las empresas de menor tamaño.</li> <li>- Tasas de contribuciones reducida por los diferentes agentes del mercado.</li> <li>- Cuenta con formatos que simplifican el trámite ante la SMV.</li> </ul> <p><b>Debilidades</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Falta de profesionalismo en la gestión de las potenciales empresas que están en la capacidad de acceder al mercado.</li> <li>- Los inversionistas no cuentan con un mercado secundario desarrollado, que les permita acceder a una liquidez inmediata.</li> <li>- El costo inicial de acceder al mercado puede resultar significativo para algunas empresas, más aun ante la incertidumbre de diluir dichos costos al largo plazo.</li> </ul>	<p>El MAV promueve una alternativa de financiamiento para empresas medianas y pequeñas con ventajas económicas (reducción de tarifas de listado) y menores requerimientos (por ejemplo clasificaciones de riesgo).</p> <p>Por otro lado, para la gran mayoría de empresas peruanas el mercado de valores es un tabú, falta mucho avanzar en cuanto a educación financiera y bursátil. El regulador, la bolsa y algunos intermediarios vienen empujando el carro, pero falta que este esfuerzo sea general para tener un mayor alcance.</p>	<p>Considero que el MAV ha logrado flexibilizar y agilizar los trámites para el listado de empresas en el Mercado de Valores, y sobre todo ha impactado en la reducción de costos de estructuración logrando que las tarifas de calificadoras, abogados y estructuradores se adecuen al segmento.</p> <p>Por el lado de las debilidades el mismo hecho de estandarizar los documentos le ha quitado flexibilidad a las estructuras sobre todo en la posibilidad de incorporar garantías o mejoradores.</p>	<p>Es un buen intento por crear un mercado para Pymes que en otros mercados ha funcionado, pero con realidades distintas a las nuestras.</p> <p>Ya son varios años que tiene y son pocas las empresas, es decir, no ha logrado su principal objetivo por el cual fue creado.</p>
<b>2. Teniendo en cuenta que el</b>	Por el lado de la oferta, el desarrollo del MAV podría	Es necesario atomizar aún más la demanda por estos	Este mecanismo no está muy difundido entre los	Menciona dos: primero que emitir en el mercado es

<p><b>MAV tiene 5 años de creado, ¿Cuáles son las causas que cree impiden un mayor despegue del MAV?</b></p>	<p>estar limitado por la existencia de una deficiente gestión de las empresas no corporativas. La capacidad de muchas empresas para identificar una estructura optima de capital que le permite agregar valor a sus empresas con una combinación adecuada entre recursos propios y ajenos, genera que los gestores de estas empresas descarten canales alternativos de financiamiento, como el MAV. Muchas de las empresas no corporativas se caracterizan por ser gestionadas por un núcleo familiar, que en algunos casos ha terminado por limitar el desarrollo de la empresa al no hacer el esfuerzo por diversificar sus canales de financiamiento.</p> <p>Por el lado de la demanda, uno de los problemas principales lo constituye la falta de conocimiento de los inversionistas para identificar alternativas de inversión que se ajusten mejor a su perfil de inversión. Por un lado, los principales inversionistas del mercado, es decir, inversionistas institucionales que cuentan con un conocimiento sofisticado del mercado, no les puede resultar atractivo destinar recursos para llevar a cabo una evaluación de las empresas y los instrumentos que se ofrecen en el MAV</p>	<p>instrumentos, en particular, que sean más los inversionistas institucionales que participen.</p> <p>Estos papeles, dadas sus características, representan un riesgo y una oportunidad de diversificación de los portafolios para los inversionistas.</p> <p>Además una mayor participación de inversionistas puede llevar a generar una mayor liquidez de estos instrumentos, que es claramente una de las principales limitaciones que tiene el mercado peruano.</p>	<p>empresarios y sus gerentes financieros, pese a los esfuerzos que se han hecho se nota aun desconocimiento por parte de la gran mayoría de empresarios medianos.</p> <p>Adicionalmente observo que aún existe reticencia por parte de las empresas para hacer pública mucha de su información debido a los niveles de informalidad que se pueden hallar entre los empresarios locales. Por el lado de las empresas medianas de mayor envergadura y que se encuentran más preparadas para el reto que es salir al mercado, veo que aún tienen pocos incentivos ya que encuentran aún condiciones muy favorable por parte de la banca.</p> <p>La mayoría de Gerentes financieros viene de haber trabajado en bancos y tienen poca o nula experiencia en el mercado de capitales, una alternativa para paliar esto es trabajar con las Universidades para que en la formación de pre y post grado se dé mayor énfasis al mercado de valores como una forma real de financiamiento.</p>	<p>costoso, porque la mayoría de gastos no son pueden ser acotados vía norma; y segundo, que hay liquidez en el sistema financiero, en donde con menos requisitos obtienes los fondos que necesitas.</p>
--	---	--	---	--

<p>dado los montos que se esperan se coloquen en dicho mercado. Por ello, que los valores ofertados en el MAV cuenten con una demanda atractiva, depende en muchos casos de la capacidad con los que cuentan los agentes del mercado para identificar y ofrecer los valores a aquellos inversionistas que cumplen con el perfil de riesgo adecuado. Esto permitiría que tanto las empresas como los inversionistas obtener beneficios del mercado alternativo.</p> <p>Otro de los aspectos que podría potenciar al MAV, es llevar a cabo actividades que ayuden a reducir el riesgo de los inversionistas. La transparencia de la información es un factor clave para este tipo de inversiones, por ello tratar de asegurar el cumplimiento de las obligaciones de revelación de información de parte de las empresas que participan en el MAV ayudaría a reducir el riesgo de los inversionistas. Si bien a nivel reglamentario existe la obligación de revelar la información, la desconfianza los inversionistas sobre el cumplimiento de esta obligación puede ser determinante al evaluar destinar sus recursos a estas alternativas de inversión.</p>			
---	---	--	--

<p><b>3. ¿Qué mejoras introduciría al MAV?</b></p>	<p>Se podría evaluar una reducción de la tasa de contribución a 0% de la cuota de mantenimiento de los valores inscritos en el RPMV que sería un potencial atractivo para que las empresas evalúen la opción de obtener financiamiento en el mercado alternativo de valores. Si este esfuerzo es acompañado por los demás agentes del mercado (BVL y CAVALI), ello puede potenciar al mercado.</p> <p>Por otro lado, una de las mejoras que se podría introducir al MAV es reducir el plazo que cuentan las empresas para preparar el reporte sobre el cumplimiento de buen gobierno corporativo. Ello, podría ayudar a reducir el riesgo percibido por los inversionistas sobre los instrumentos que se ofrecen en dicho mercado, dado que ello ayudaría a que las empresas más pronto autoevalúen sobre la calidad de su gobierno corporativo.</p>	<p>A nivel regulatorio se han hecho varios ajustes a la norma para simplificar aún más el esquema MAV, aunque conjuntamente con el regulador constantemente revisamos oportunidades de mejora. Considero que el foco debe estar en la promoción y difusión más agresiva de este mecanismo, no pueden estar implicados en esta tarea solo cuatro o cinco jugadores del mercado, debe ser algo consensuado que lleve a generar un mayor interés por acceder al mercado de valores (como empresa o inversionista).</p>	<p>Trabajaría sobre la flexibilización de las garantías permitidas, hemos tenido casos de empresas que querían salir al MAV y se han derivado al Mercado de Inversionistas Institucionales por que las garantías que necesitábamos incluir (a requerimiento de los inversionistas) no calzaban con el MAV.</p>	<p>Habría que preguntarse si es un problema del MAV o es un problema de la economía peruana. Se puede cambiar la norma y reducir al mínimo requisitos, costos, etc. pero no creo que eso lleve a que más empresas se formalicen, transparenten su información.</p>
--	--	---	--	--

Preguntas	Funcionario de Profuturo AFP	Funcionario de BBVA Fondos	Funcionario de BTG Pactual	Consultor: Enrique Solano
<b>1. ¿Cuáles cree que son las fortalezas y las debilidades del MAV?</b>	Se ha hecho un esfuerzo importante por reducir algunos requisitos para emitir, pero aún hay requisitos del filing que resultan complicados para empresas de ese tipo.	La posibilidad que da a medianas empresas de ingresar al mercado de valores. Claramente una debilidad es la falta de conocimiento de la norma y en general de mercado de valores en ese segmento empresarial.	Fortaleza: Hay una flexibilidad respecto a los requisitos y exigencias para la emisión de instrumentos de deuda. Debilidades: Creo que los principales costos aún siguen presentes (legales y de estructuración). Si bien es cierto hay una flexibilidad en los requisitos, los estructuradores siguen siendo responsables y obligados a revelar todos los factores de riesgos a ser considerados por los inversionistas, esto se logra haciendo un due diligence financiero, legal, tributario, regulatorio, laboral, etc., gastos que no son posibles evadir.	
<b>2. Teniendo en cuenta que el MAV tiene 5 años de creado, ¿Cuáles son las causas que cree impiden un mayor despegue del MAV?</b>	Los principales inversionistas no participan de las emisiones lo que impide que el mercado de un salto de escala. En el caso de las AFP, con el tamaño de los patrimonios que administramos es complicado participar en ofertas de un millón de soles, dado que el universo sería muy grande. Adicionalmente, hay que tener en cuenta que las clasificaciones de riesgos de estas empresas pueden no estar alineadas a las que nosotros debemos buscar	Pueden ser muchos factores (temas macro de mercado) pero la falta de información sobre este mercado es una barrera que no ha podido superarse, más aun cuando se pretende competir con el financiamiento bancario, con redes muy amplias. Adicionalmente, la iliquidez del mercado de valores en el Perú le resta atractivo a cualquier inversión, los que tenemos que invertir sabemos que si entramos con un papel de deuda vamos a mantenerlo al vencimiento en la mayoría de	Creo que no es un problema de la norma, sino un problema estructural del mercado Peruano. El problema del mercado de capitales en Perú no es la poca oferta de nuevos instrumentos o emisores, sino es un problema de demanda. A pesar que hay una buena profundidad en el mercado la demanda está muy concentrada. Tres inversionistas (tres AFP) concentran probablemente el 80% de los fondos bajo	La respuesta requiere un enfoque múltiple. Desde mi punto de vista debemos responder como oferentes, demandantes, intermediarios, reguladores, organizadores (bolsa), teniendo en cuenta el entorno del mercado. Como oferentes se requiere prepararse y hay preguntas que se deben responder antes: cómo, cuándo, con quién. Como demanda, las preguntas deben responder primero, si

	<p>para los portafolios que administramos.</p>	<p>los casos, y eso es un costo para los gestores de portafolios.</p>	<p>administración del total de los inversionistas locales.</p> <p>Al ser muy grandes (cada uno administra como PEN 40 mil millones) no quieren ver/evaluar emisiones pequeñas por un tema de eficiencias (prefieren esperar las colocaciones de Telefónica o Luz del Sur por PEN 200 mm – riesgo ya conocido – que un nuevo emisor por PEN 40 mm). Hay todo un trabajo (evaluación crediticia y monitoreo) que tienen que hacer para un nuevo emisor, por lo que claramente prefieren usar las horas de su equipo en emisores grandes de emisores ya conocidos. Sin embargo, las oportunidades de nuevos emisores están en los medianos o pequeñas empresas.</p> <p>Otro problema tiene que ver con el rating. Los inversionistas sólo compran instrumentos de deuda con riesgo AA o más alto, nunca compran los “A”. Los inversionistas están comprando o aceptando sólo riesgo “Investment grade”, la verdad no hay mucho que pensar o evaluar para comprar riesgo Investment grade. Es una pelea y discusión que tenemos con los inversionistas por su sesgo a sólo comprar riesgo “AA” y no “A”, siendo “A” un buen riesgo hoy en Perú. Claramente las</p>	<p>puedo poner mi dinero allí (fondos con estatutos de inversión), que nivel de riesgo voy a asumir, que rentabilidad corresponde a ese nivel de riesgo, entre otros. Por lo pronto tenemos ausencia de inversionistas especializados. Debemos procurar exista demanda organizada y una oferta concreta a esa demanda. La estructura del producto a ofrecer es clave.</p> <p>Como intermediarios, debemos preguntarnos si para tener árboles hemos pensado primero que debemos sembrar y cuidar plantitas, si no las sembramos y cuidamos nunca tendremos árboles. Debemos entender si los intermediarios están actuando para que se promueva el mercado. Ese rol activo de intermediación es clave. Es como los bancos en el sistema financiero. Sin bancos activos se dificulta la intermediación.</p> <p>Como reguladores el tema es más complejo, la tentación del regulador siempre será tener todo bajo control, sobreregular, allí no tendremos faltas pero tampoco tendremos operaciones; si por el contrario liberalizamos sin</p>
--	--	---	--	---

			<p>oportunidades de nuevos emisores están en los rating “A”. El universo de empresas Peruanas “Investment grade” claramente son de algunas decenas, la cantidad de empresas con rating “BB” son centenas.</p> <p>Imaginarás que para un segmento MAV (emisores más pequeños) es prácticamente imposible que los inversionistas (AFP, fondos mutuos y seguros) – salvo puntuales excepciones – participen en el segmento del MAV.</p>	<p>promover demanda, ni intermediarios, tendremos continuas frustraciones. Se requiere promover todas las partes a la vez.</p> <p>Por último el entorno económico, es importante. En épocas de abundancia de liquidez y tasas bajas los incentivos para acrecentar la oferta en prepararse para actuar en un mercado que requiere información son menores. Se prefiere lo fácil y accesible.</p>
<p><b>3. ¿Qué mejoras introduciría al MAV?</b></p>	<p>Más que mejoras a la norma misma, creo que se deben explorar alternativas para realizar emisiones más grandes o que agrupen a varios papeles que puedan conseguir un monto importante que atraiga a más inversionistas institucionales.</p>	<p>El problema va más allá que la norma del MAV, es un tema de conocimiento y publicidad del mercado, condiciones del mercado (iliquidez) y participación de más inversionistas.</p>	<p>La solución viene por la reforma del sistema privado de pensiones. En lugar que tres AFP administren PEN 120 mil millones, prefiero 24 que administre cada uno PEN 5 mil millones. Ello puede generar mayor liquidez del mercado y apertura para ver/analizar emisiones más pequeñas de nuevos emisores.</p> <p>La norma del MAV seguro tiene oportunidades de mejora, pero es un problema principalmente de demanda, sólo el retail – que tampoco existe en el mercado local – participa en emisiones MAV.</p>	