

F

uncionamiento DEL MERCADO ALTERNATIVO DE VALORES (MAV)

ROBERT URBINA*

En el artículo se analiza el Mercado Alternativo de Valores (MAV), medio que funciona como una alternativa al financiamiento bancario de las pequeñas y medianas empresas (Pymes) en crecimiento. Así, estas pueden obtener financiamiento a través del mercado de capitales, el cual les daría ventajas financieras y corporativas para expandir su negocio.



* Especialista, Departamento de Políticas Estructurales
robert.urbina@bcrp.gob.pe

Un canal para el financiamiento del sector privado es el mercado de valores, el cual presenta algunas restricciones para su acceso que las medianas y pequeñas empresas enfrentan: costos de transacción, requerimientos de información, entre otros.

Ante ello, en el 2012 se creó el Mercado Alternativo de Valores (MAV), mercado dirigido específicamente a las pequeñas y medianas empresas peruanas¹, desde el cual este tipo de empresas pueden obtener financiamiento del mercado de capitales.

El Mercado Alternativo de Valores presenta un esquema más favorable que el Régimen General:

- Está dirigido especialmente para las pequeñas y medianas empresas; esto es, aquellas con ventas promedio menores a S/ 350 millones anuales durante los últimos 5 años.
- Mayor flexibilidad en el requerimiento de los informes de clasificación de riesgo en el MAV.
- Las comisiones cobradas por la BVL y la SMV son menores en el caso del MAV.
- Mayor flexibilidad en la presentación de reportes de sostenibilidad corporativa en el MAV.

COSTO DE PARTICIPACIÓN EN EL MAV

Mendiola, *et al.* (2015)² calcularon los costos de una emisión en el MAV. Estos comprenden el costo de preparación de la emisión y de efectuar la

“ El MAV flexibiliza los requerimientos de información y costos de transacción a las Pymes para que puedan acceder al financiamiento del mercado de valores. ”

oferta pública primaria, el gasto anual de mantenimiento de la emisión y el costo por el fideicomiso.

Para ello, los autores realizaron un análisis del costo de una emisión de US\$ 5 millones en el MAV. Ellos encontraron que el costo de efectuar la emisión llega al 1,13 por ciento del total de la emisión; el gasto anual de mantenimiento, al 0,74 por ciento; y el costo del fideicomiso, al 0,17 por ciento. Por lo tanto, el costo de una emisión en el MAV estaría en alrededor del 2,04 por ciento adicional al pago de intereses que se tenga que hacer a los inversionistas; es decir; si una empresa que

CUADRO 1 ■ Requisitos Listado Mercado Principal vs. Alternativo

| LISTADO | MERCADO PRINCIPAL | MERCADO ALTERNATIVO |
|---|----------------------|--|
| Memoria anual (último ejercicio). | 2 últimos ejercicios | Sí |
| Reporte sobre el Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas. | Sí | A partir del 03 año siguiente al año de la primera colocación. |
| Informe de clasificación de riesgo. | 2 | 1 (*) |
| Información financiera individual anual auditada (último ejercicio). | 2 últimos ejercicios | Sí |
| Presentación de estados financieros individuales. | Trimestral | Semestral |
| Adecuación de estados financieros de acuerdo a normas internacionales de información financiera. | Sí | Sí (**) |
| Régimen sancionatorio especial. | No | Sí |

(*) TRATÁNDOSE DE LA EMISIÓN DE VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO, NO SERÁ EXIGIBLE DICHO INFORME, SIEMPRE Y CUANDO LA EMPRESA NO HAYA SIDO CLASIFICADA CON UNA CATEGORÍA MENOR A NORMAL, EN LOS ÚLTIMOS 4 TRIMESTRES, DE ACUERDO A LO REPORTADO POR LA CENTRAL DE RIESGOS DE LA SBS. ASIMISMO, POR SER EMISIONES DE VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDAS DIRIGIDAS EXCLUSIVAMENTE A LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES, SERÁ OPCIONAL LA PRESENTACIÓN DEL INFORME DE CLASIFICACIÓN DE RIESGO DEL VALOR.

(**) SI AL MOMENTO DE INSCRIBIR SUS VALORES Y/O PROGRAMAS DE EMISIÓN EN EL REGISTRO, LA EMPRESA NO CUENTA CON EEFF ACORDE CON LA NIIF VIGENTE, PRESENTARÁ INFORMACIÓN FINANCIERA DE ACUERDO A LO SEÑALADO EN EL ANEXO 6 DEL REGLAMENTO MAV Y TENDRÁ EL COMPROMISO DE ADECUAR SUS EEFF A LAS NIIF EN LA SIGUIENTE PRESENTACIÓN DE INFORMACIÓN FINANCIERA AUDITADA.

FUENTE: BCRP.

¹ **Empresa corporativa:** persona jurídica que ha registrado un nivel de ventas anuales mayor a S/ 200 millones en los últimos 2 años. **Empresa grande:** persona jurídica que ha registrado un nivel de ventas anuales mayor a S/ 20 millones y menor a S/ 200 millones en los últimos 2 años o que haya mantenido en el último año emisiones vigentes de instrumentos representativos de deuda en el mercado de capitales. **Mediana empresa:** Persona jurídica que tiene un endeudamiento total en el sistema financiero superior a S/ 300 mil en los últimos 6 meses y que no cumpla con las características para ser considerada grande o corporativa. **Pequeña empresa:** persona natural o jurídica cuyo endeudamiento total en el sistema financiero (sin incluir los créditos hipotecarios para vivienda) es superior a S/ 20 mil pero no mayor a S/ 300 mil en los últimos 6 meses. **Microempresa:** Endeudamiento total en el sistema financiero no mayor a S/ 20 mil en los últimos 6 meses. **Fuente: Resolución SBS N° 11356-2008.**

² Mendiola, A., Aguirre, C., Alatrística, Y., Lévano, F. y Vera, Cintia (2015). El mercado alternativo de valores como mecanismo de financiamiento para la mediana empresa - Propuesta normativa de mejora. ESAN ediciones.

CUADRO 2 ■ Costo de Emisión en el MAV

| | COSTOS | MONTO (US\$) |
|---|---|---------------------|
| COSTO DE LA EMISIÓN | Gastos de preparación de la emisión | |
| | Estructuración | 12 500 |
| | Gastos legales | 6 250 |
| | Auditoría externa | 15 000 |
| | Contratación de un representante de los obligacionistas | - |
| | Contratación de una clasificadora de riesgo | 7 000 |
| | Otros gastos* | 3 100 |
| | Subtotal | 43 850 |
| | Gastos para efectuar la OPP | |
| | Inscripción en la SMV | 643 |
| | Publicación de resolución en <i>El Peruano</i> | 246 |
| | Inscripción en la BVL: 0,0375% - 0,1875% | 938 |
| | Inscripción en Cavali | 100 |
| | Gastos de publicación**, registrales y de impresión | 3 015 |
| | Comisión de colocación: 0,15% | 7 500 |
| Subtotal | 12 442 | |
| Total | 56 292 | |
| GASTO ANUAL DE MANTENIMIENTO DE LA EMISIÓN | SMV: 0,0035% - 0,00175% mensual | 1 050 |
| | BVL: 0,002% - 0,001% mensual | 600 |
| | Cavali: 0,001% - 0,0005% mensual | 300 |
| | Clasificadora | 12 727 |
| | Auditoría externa | 15 000 |
| | Representante bursátil*** | 7 500 |
| | Total | 37 177 |
| COSTO DEL FIDEICOMISO | Comisión por estructuración del contrato | 2 500 |
| | Comisión por administración del fideicomiso | 6 000 |
| | Total | 8 500 |

* COSTOS REGISTRALES, COSTO DEL CERTIFICADO PARA EL SISTEMA MVNET, GASTOS DE IMPRESIÓN DEL PROYECTO MARCO Y DE PREPARACIÓN DE INFORMACIÓN.

** PUBLICACIÓN DE LA OPP EN *EL PERUANO* Y EN UNO DE LOS DIARIOS DE MAYOR CIRCULACIÓN.

*** COSTOS DEL PERSONAL ASIGNADO PARA EL CUMPLIMIENTO DE LOS REQUERIMIENTOS DE INFORMACIÓN.

FUENTE: MENDIOLA, ET AL (2015). EL MAV COMO MECANISMO DE FINANCIAMIENTO PARA LA MEDIANA EMPRESA - PROPUESTA NORMATIVA DE MEJORA.

emite en el MAV logra una tasa promedio de colocación de 6 por ciento, para hacerlo comparable, en términos económicos, con un financiamiento bancario, se tendría que considerar una tasa promedio de 8,04 por ciento.

PARTICIPANTES

El Instituto de Economía y Desarrollo Empresarial (IEDEP) de la Cámara de Comercio de Lima (CCL) estimó que son al menos 800 empresas, entre pequeñas y medianas, las que cumplen los requisitos para ingresar al MAV³. De acuerdo con el cuadro 3, existen 12 empresas que actualmente pertenecen al Mercado Alternativo de Valores; sin embargo, son muy pocas en relación al potencial número de aquellas que

“ El costo de emitir en el MAV es calculado en alrededor de 2,04 por ciento adicional a la tasa promedio de colocación. ”

³ Fuente: Gestión web del 11/12/2014.

⁴ Fuente: *The CSE (Canadian securities exchange)*.

CUADRO 3 ■ Perú – Mercado Alternativo de Valores

| EMPRESAS | SECTOR | TIPO DE INSTRUMENTO | FECHA DE INGRESO AL MAV | N.º DE ACCIONISTAS |
|--|----------------------------|---------------------------|-------------------------|--------------------|
| Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar SA | Agroindustrial | Papeles Comerciales/bonos | Abr-13 | 2 |
| A. Jaime Rojas Representaciones Generales SA | Comercio | Papeles Comerciales/bonos | Feb-14 | 4 |
| Medrock Corporation SAC | Industria Manufacturera | Papeles Comerciales | Ago-14 | 3 |
| Edpyme Inversiones la Cruz SA | Intermediarios Financieros | Papeles Comerciales/bonos | Nov-14 | 2 |
| Electrovía SAC | Comercio | Papeles Comerciales | Ago-15 | 3 |
| Ciudaris Consultores Inmobiliarios SA | Construcción | Bonos corporativos | Ene-16 | 2 |
| Globokas Perú SA | Actividad Empresarial | Acciones comunes | May-16 | 2 |
| ViaConsumo SAC | Comercio | Papeles Comerciales | Jun-16 | 1 |
| BPO Consulting SAC | Actividad Empresarial | Papeles Comerciales | Jun-16 | 2 |
| Gerens Escuela de Gestión y Economía SA | Actividad Empresarial | Papeles Comerciales | Ago-16 | 9 |
| Representaciones Química Europea SAC | Comercio | Papeles Comerciales | Feb-18 | 2 |
| Eco Acuicola SAC | Agroindustrial | Papeles Comerciales | Abr-18 | 8 |

FUENTE: SMV, BVL, BCRP.
ELABORACIÓN: PROPIA.

podrían pertenecer a este mercado. Ejemplos de países con mercados alternativos bursátiles son Canadá⁴ con 363 empresas, España⁵ con 2908 empresas, en tanto que en la región se encuentran Chile⁶ y Colombia⁷ con 24 empresas cada una, entre otras.

En Perú se ha observado que gran parte de las emisiones en el MAV son de papeles comerciales de corto plazo (120 o 180 días) (ver Cuadro 5). Los papeles comerciales son típicamente usados como *roll over* para financiar emisiones y/o deudas pasadas o como capital de trabajo. Se debería tomar en cuenta que en el MAV también se pueden emitir bonos corporativos y acciones, transacciones que están pensadas para empresas que quieren expandir sus operaciones y, en consecuencia, poder crecer como empresa.

A diciembre de 2017, según el RCC, las medianas empresas en su mayoría tenían un endeudamiento promedio de S/ 250 000, mientras que en moneda extranjera este monto ascendía a S/ 650 000 (Ver Gráfico 1).

“ Muchas de las emisiones en el MAV son de papeles comerciales de corto plazo que en promedio van de 120 a 180 días. ”

CUADRO 4 ■ Número de empresas por tamaño

| | CARACTERÍSTICAS | NÚMERO DE EMPRESAS /3 |
|----------------------|--|-----------------------|
| PEQUEÑAS EMPRESAS | Mayor a 150 UIT y menor o igual a 1700 UIT | 88 |
| MEDIANAS EMPRESAS /1 | Mayor a 1700 UIT y menor o igual a 2300 UIT | 446 |
| RESTO DE EMPRESAS /2 | Mayor a 2300 UIT y menor o igual a 350 MM promedio | 5 675 |
| | | 6 209 |

1/ SE TOMA COMO UMBRAL SUPERIOR EL ESPECIFICADO EN LA LEY N° 30056.

2/ SE TOMA COMO UMBRAL SUPERIOR LOS 350 MM DEL REGLAMENTO MAV.

3/ DEBIDO A QUE ESTE CÁLCULO SE REALIZA CON LOS PRINCIPALES CONTRIBUYENTES, ES NORMAL QUE APAREZCA UNA MENOR CANTIDAD DE EMPRESAS PEQUEÑAS.

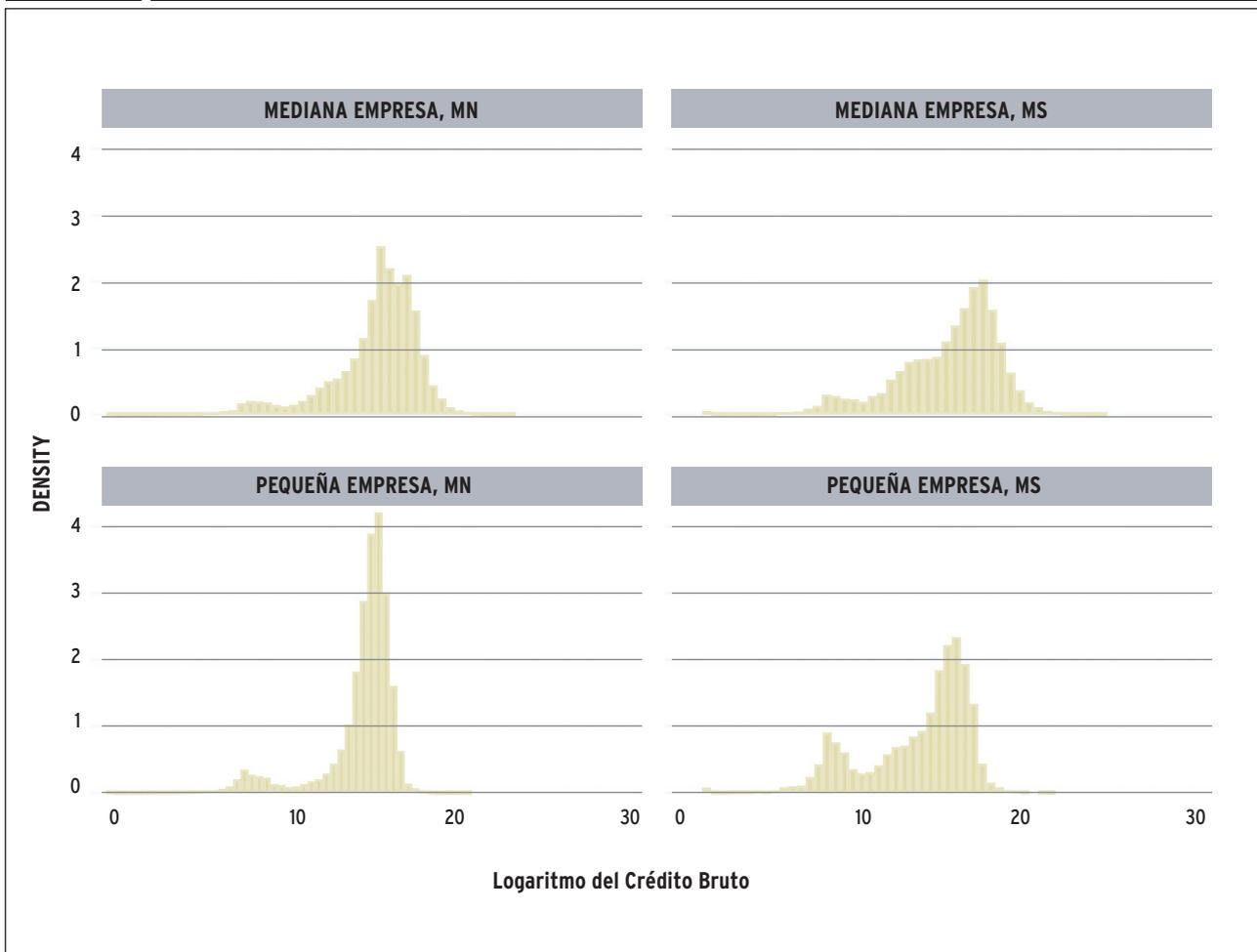
FUENTE: PRINCIPALES CONTRIBUYENTES 2012 - SUNAT.

⁵ Fuente: Mercado alternativo bursátil y Bolsas y mercados españoles.

⁶ Fuente: Bolsa de Santiago.

⁷ Fuente: Bolsa de valores de Colombia y Depósito centralizado de valores.

GRÁFICO 1 ■ Histograma del Logaritmo de Crédito Bruto
(Saldo del crédito en céntimos - Dic. 2017)



FUENTE: SMV, BVL, BCRP.
ELABORACIÓN: PROPIA.

Tomando en cuenta los principales contribuyentes de la SUNAT (clasificándolas por tamaño según la Ley 30056), existen 534 potenciales empresas pequeñas y medianas que podrían pertenecer al MAV. Sin embargo, flexibilizando la definición y considerando los S/ 350 millones como umbral máximo de ventas promedio por año según el reglamento del MAV, tendríamos 5 675 empresas adicionales, con lo cual habría un total de 6 209 empresas consideradas potenciales participantes del MAV.

CONCLUSIONES

El MAV es una buena alternativa respecto al financiamiento bancario que puede ser utilizada por las pequeñas y medianas empresas que se encuentran en pleno crecimiento. El financiamiento en bancos también tiende a ser demasiado tímido y no llega a ser considerable en épocas en las cuales se necesitaría más de un apalancamiento.

El acceso al MAV ayuda a las empresas a superar sus carencias, mediante la profesionalización

de su gestión, gobierno corporativo, la mejora de la imagen de la marca (este mercado les permite mayor visibilidad ante clientes y proveedores) y la transparencia, al presentar su información financiera y los hechos de importancia ocurridos en las empresas.

Sin embargo, existen costos de transacción que limitan a las pequeñas y medianas empresas a participar en el MAV, que, en términos monetarios, no llegan a ser muy costosos. Según Mendiola, *et al*, estos pueden llegar a ser 2.04 por ciento adicional al costo por pagar a los inversores.

Además, se debe promover con mayor empeño la capacitación a las pequeñas y medianas empresas, sobre todo en lo concerniente a la cultura financiera y, en especial, a la cultura bursátil relacionada al mecanismo de bolsa y su mercado alternativo, pues el desconocimiento de estos temas es otra de las debilidades de este segmento que lo impacta e impide su despegue.

A pesar de que puede haber fondos interesados en invertir en instrumentos emitidos en el MAV, se debe continuar fomentando la inversión en

capital de riesgo, con la finalidad de atraer grandes inversores. De esa manera, podrían conseguirse compradores ancla que, al mismo tiempo, jalen nuevos inversores y, así, se genere un efecto multiplicador.

Con el propósito de atraer la participación de los inversionistas institucionales y solucionar la barrera del monto de la emisión, que para ellos es poco significativa y no justifica la utilización de sus recursos para invertir en este tipo de ins-

trumentos, la emisión de manera conjunta de medianas empresas interesadas en ingresar a este segmento del mercado aparece como una solución práctica⁸.

En el caso de empresas pertenecientes al MAV, se debería incentivar la emisión de sus acciones, ya que incluir accionariado externo aumenta el *expertise* con personas que podrían aportar mucho al negocio y, de esa manera, poder crecer más rápidamente (caso Danper, por ejemplo).

CUADRO 5 ■ Finalidad de Apalancamiento de Empresas del MAV

| EMPRESAS | FUENTE DEL PRÉSTAMO | FINALIDAD |
|--|---|---|
| AGRÍCOLA Y GANADERÍA CHAVÍN DE HUÁNTAR SA | Ingresos por exportaciones (en \$). Papeles Comerciales (MAV). | Pago de deudas. Capital trabajo. |
| | Obligaciones financieras (préstamos bancarios en \$). | Financiar su capital trabajo (maquinarias y equipos para proyectos en plantas procesadora) a un corto y mediano plazo. Financiar inversiones en el campo y planta procesadora a largo plazo. |
| | | |
| A. JAIME ROJAS REPRESENTACIONES GENERALES SA | Ingresos de la empresa. Contratos de arrendamiento financiero (préstamos bancarios en \$). | Pago de sus obligaciones. Compra de inmueble, vehículos y otros equipos (serán cancelados en el 2019 y 2020). |
| | Papeles comerciales (MAV). | Reperfilamiento de la deuda y usos generales corporativos de corto plazo. Capital de trabajo (adquisición de máquinas) de largo plazo. |
| | | |
| MEDROCK CORPORATION SAC | Contratos de arrendamiento financiero (préstamos bancarios en \$). | Los contratos de mediano plazo serán utilizados para la construcción de la Planta de Producción del Distrito de Ventanilla. |
| | Papeles comerciales (MAV). | Contratos de largo plazo destinado al pago de sus obligaciones. Destinados a capital de trabajo. |
| | | |
| EDPYME INVERSIONES LA CRUZ SA | Contrato de arrendamiento financieros. | Adquisición de bienes mobiliarios, inmuebles y equipo. |
| | Papeles comerciales (MAV). | Reducción del pasivo. Destinados a capital de trabajo. |
| | | |
| GLOBOKAS PERÚ SA | Préstamos bancarios con GNB. Cobro a clientes. | Compra de nuevas subsidiarias. Pago del préstamo bancario. |
| | | |
| ELECTROVÍA SAC | Pagarés Bancarios. Préstamos bancarios del BCP. Papeles Comerciales (MAV). | Pago de obligaciones. Capital de trabajo. Pago de deudas a corto plazo. |
| | | |
| | | |
| CIUDARIS CONSULTORES INMOBILIARIOS SA | Préstamos bancarios. Papeles Comerciales. | Desarrollo de un proyecto inmobiliario. |
| | | |
| VIACONSUMO SAC | Préstamos bancarios (BCP-FEC). Arrendamientos Financieros (BCP e Interbank). Papeles Comerciales (MAV). | Pago a proveedores. Compra de vehículos y otros equipos. Reducción de la deuda. |
| | | |
| | | |
| BPO CONSULTING SAC | Préstamos bancarios (Banbif y BCP). Pagaré (Scotiabank). Papeles Comerciales (MAV). | Capital de trabajo. |
| | | |
| | | |
| GERENS ESCUELA DE GESTIÓN Y ECONOMÍA SA | Ingresos por alquiler. | Reducción de deuda. |
| | Préstamos bancarios (Banco GNB). | Compra de subsidiaria. Construcción del Edificio Gerens. |
| | Préstamos de accionistas. Papeles comerciales (MAV). | Construcción del Edificio Gerens. Reestructuración de los pasivos. |
| | | |
| REPRESENTACIONES QUÍMICA EUROPEA SAC | Préstamos bancarios. Préstamos por parte de los accionistas. | Capital de trabajo. Capital de trabajo. |
| | Papeles comerciales. | Reducción de la deuda a corto plazo. Capital de trabajo a mediano plazo. |
| | | |
| | | |
| ECO ACUICOLA SAC AGROINDUSTRIAL | Préstamos bancarios. | Capital de trabajo a corto plazo. Adquisiciones de bienes de capital a mediano plazo. |
| | Papeles comerciales (MAV). | Capital de trabajo a corto plazo. Adquisiciones de bienes de capital a mediano plazo. |
| | | |

FUENTE: SMV, BVL, BCRP.
ELABORACIÓN: PROPIA.

⁸ Mendiola, A., Aguirre, C., Alatriza, Y., Lévano, F. y Vera, Cintia (2015). El mercado alternativo de valores como mecanismo de financiamiento para la mediana empresa - Propuesta normativa de mejora. ESAN ediciones.