



## Oportunidades y limitaciones para su desarrollo:

# EL MAV COMO OPORTUNIDAD PARA NUEVOS EMISORES

*En un país con fuentes de financiamiento limitadas para medianas, pequeñas y micro empresas, el Mercado Alternativo de Valores debería adquirir protagonismo y convertirse en el motor de desarrollo del mercado de capitales en las próximas décadas. El presente artículo destaca dicha oportunidad y las limitaciones existentes para aprovecharla.*

### La escasez de financiamiento

Caso 1. Un joven empresario logró crear una empresa proveedora de servicios de limpieza, y su primer cliente fue la sucursal de una importante y solvente empresa peruana. Llegó fin de mes y la joven empresa debía pagar su planilla de 20 trabajadores, pero tendría que esperar al menos 60 días para cobrar la factura por sus servicios. Como no tenía liquidez, el empresario acudió al sistema bancario para pedir un préstamo de capital de trabajo, pero la mayoría de respuestas indicaba que su empresa no era sujeto de crédito porque: (i) había sido creada hacía solo dos meses y no tenía historial crediticio ni de ventas, (ii) tenía un capital social de PEN 1,000; y (iii) no tenía garantías para ofrecer. Para dichas instituciones financieras, la factura por cobrar -que sería pagada por la gran empresa- no era suficiente para otorgar capital de trabajo a esa joven y pequeña empresa. No viendo alternativa, el joven empresario acudió a un "prestamista informal" que le cobró una tasa de interés anual cercana al 100% "sin garantías". Surge la pregunta: ¿el mercado de capitales podría haber financiado a la joven empresa, basándose exclusivamente en el riesgo asociado a la gran empresa que pagaría la factura? La respuesta es sí.

Caso 2. Se trata de una empresa familiar dedicada al sector inmobiliario por más de 20 años. Pese a contar con una excelente trayectoria en su rubro, un error de su área contable desencadenó una larga controversia con la Sunat que terminó en una importante contingencia reflejada en sus estados financieros. Debido a ello, el sistema bancario decidió reducir sus líneas de crédito vigentes, y se negó a otorgar nuevos financiamientos. La banca analizó a la empresa como un todo, y no como una exitosa desarrolladora de proyectos individuales cuyos riesgos podrían ser mitigados y financiados independientemente como *project finance* (financiamiento basado en una estructura financiera sin recurso o con recurso limitado). Al no ver alternativa, la empresa tuvo que descartar nuevos proyectos, reduciendo su crecimiento y con ello las fuentes de generación de flujos necesarios para enfrentar la contingencia tributaria.

Su futuro se volvió incierto, pese a sus importantes capacidades y atractivos proyectos. Surge la pregunta: ¿el mercado de capitales podría haber financiado los nuevos proyectos inmobiliarios, aislando todos los riesgos relacionados con la empresa desarrolladora? La respuesta es sí.

Relatos como estos suenan familiares en el Perú, donde, según el Ministerio de la Producción (Produce),<sup>1</sup> el 99.5% de las empresas está constituido por mipymes (y solo el 0.5% por grandes empresas). Según la misma fuente, apenas la mitad<sup>2</sup> de las medianas y pequeñas empresas forman parte del sistema financiero formal, mientras que un escaso 5% de las microempresas accede a él.

### Empresas formales según estrato empresarial, 2016

| Estrato empresarial | Nº de empresas | %     |
|---------------------|----------------|-------|
| Microempresa        | 1,652,071      | 95.1  |
| Pequeña empresa     | 74,085         | 4.3   |
| Mediana empresa     | 2,621          | 0.2   |
| Total de mipyme     | 1,728,777      | 99.5  |
| Gran empresa        | 8,966          | 0.5   |
| Total de empresas   | 1,737,743      | 100.0 |

Fuente: Produce.  
Elaboración propia.

No contar con alternativas formales de financiamiento perjudica el desarrollo de las mipymes y contribuye al desarrollo de un mercado de financiamiento costoso e informal.

### La versatilidad del mercado de capitales

A diferencia del sistema bancario, el mercado de capitales brinda a las empresas la oportunidad de recibir financiamiento directamente de inversionistas que buscan alternativas interesantes para rentabilizar su dinero. Según cifras de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), el sistema bancario no satisface la demanda de oportunidades para rentabilizar los ahorros de los peruanos, pues solamente el 32% de los peruanos que ahorran voluntariamente lo hace dentro del sistema financiero, mientras que el 34% de la población urbana que no tiene una cuenta de ahorros mencionó "no encontrar ninguna ventaja" o "no ganar mucho" en tener una.<sup>3</sup> Contrariamente al sistema bancario, en el mercado de capitales los inversionistas pueden encontrar un amplio menú de alternativas de inversión de renta fija, con diferentes tasas de rentabilidad, plazos y niveles de riesgo.

El mercado de capitales es sumamente versátil, pues permite diseñar, instrumentos financieros "a la medida" de las necesidades específicas

de las empresas en términos de monto, plazo, medio de repago, tipo de amortización, garantías, mejoradores, etc. En el mercado de capitales la creatividad y la innovación son capaces de brindar soluciones financieras muchas veces inigualables por el sistema financiero. Las ofertas públicas de valores en el mercado de capitales requieren que los nuevos emisores cumplan con estándares mínimos de divulgación pública de información y que asuman ciertas obligaciones frente a un nuevo ente regulador. En empresas medianas y pequeñas, esto suele generar ciertos niveles de resistencia inicial frente al mercado de capitales. Por ello, las ofertas privadas de valores tienen un rol fundamental en el desarrollo del mercado de capitales, en vista que permiten que los potenciales emisores de ofertas públicas incursionen y se familiaricen gradualmente con el mercado de capitales, aprovechando sus ventajas a la par que se adaptan a las exigencias de un mercado público que en el futuro les brindará el financiamiento bajo incluso mejores condiciones.

La realización de ofertas públicas de valores debe ser un paso natural y gradual por parte de empresas que previamente hayan realizado ofertas privadas, y que ahora buscan una mayor amplitud de inversionistas, menores costos de financiamiento y mayores plazos. Así, las ofertas privadas de valores deben ser consideradas como el “semillero” de un creciente mercado de ofertas públicas y, por su importancia, deben ser gratamente recibidas por el regulador, y gozar del mismo tratamiento tributario que las ofertas públicas.

#### El turno del Mercado Alternativo de Valores

El MAV es un segmento de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) creado especialmente para pequeñas y medianas empresas, con el objetivo de facilitar su acceso a financiamiento a menores costos y con menores requerimientos y obligaciones de información. Desde el lado de los inversionistas, el MAV nace como una fuente de nuevas oportunidades de inversión en renta fija. Existiendo en el Perú miles de mipymes que requieren financiamiento, el potencial de crecimiento del MAV es enorme. No obstante, desde su creación en el año 2013, el desarrollo del MAV ha sido sumamente bajo. La pregunta que surge es: si hay cientos o miles de mipymes que demandan financiamiento, ¿por qué en seis años solo 15 empresas han accedido al MAV?

Para responder esta pregunta, deberíamos responder las siguientes:

- ¿Las mipymes tienen conocimiento sobre la existencia y ventajas del MAV como fuente de financiamiento? Muy posiblemente la respuesta es no.
- ¿Una empresa familiar preferiría realizar su primera oferta pública de valores sin haber realizado previamente al menos una oferta privada? Según nuestra experiencia, la respuesta es no.
- Si, por lo general, las mipymes representan un mayor riesgo crediticio que una gran empresa, ¿acaso el MAV permite reducir el riesgo a través de un fideicomiso de titulización que aisle activos de la mipyme, y sea el fiduciario quien realice la emisión en el MAV con cargo a un patrimonio autónomo? La respuesta es no, pues la normativa vigente lo impide.
- Si una mipyme requiere financiamiento por un monto “pequeño” (supongamos entre PEN 10 mil y PEN 100 mil), ¿ese “pequeño” monto justifica el costo y tiempo del proceso de inscripción en el MAV ante la BVL y la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV)? La respuesta es no.
- Si un fondo de inversión decidiera otorgar los “pequeños” créditos directamente a las pequeñas y micro empresas, ¿dicho fondo de inversión podría captar los recursos para ello en el MAV mediante la colocación de instrumentos de deuda o capital? La respuesta es no, pues la normativa vigente lo impide.
- En un mercado abierto y en concordancia con las subastas holandesas, ¿las emisiones en el MAV tienen libertad de fijación

de tasas de interés como el sistema financiero? La respuesta es no.

- ¿La velocidad del trámite ante la SMV para una nueva emisión en el MAV es suficientemente ágil/automática como para “masificar” el MAV? La respuesta es no.
- A fin de reducir costos de transacción y ampliar el alcance de distribución, ¿es posible que el proceso integral de una transacción en el MAV sea 100% digital y automatizado? La respuesta es no.
- Dado que las multas de un eventual proceso sancionador por parte de la SMV no consideran en absoluto el tamaño de la transacción, ¿sería rentable para un agente dirigir sus esfuerzos hacia transacciones por montos “pequeños”? La respuesta es no.

Si tantos inversionistas demandan oportunidades de inversión en renta fija, ¿por qué no hay mayor desarrollo del MAV? Para responder esta pregunta, deberíamos responder las siguientes:

- El público en general, como potenciales inversionistas, ¿tiene conocimiento sobre la existencia del MAV como fuente de oportunidades de inversión? La respuesta es no.
- Dado que la normativa actual no contempla utilizar fideicomisos de titulización para mitigar riesgos de la emisión de una mipyme en el MAV, ¿el mayor riesgo inherente al instrumento emitido por una mipyme contribuye positivamente a atraer inversionistas al MAV? La respuesta es no.
- Ante la existencia de la banca digital masiva, ¿la inexistencia del “mercado de capitales digital masivo” contribuye positivamente a atraer inversionistas al MAV? La respuesta es no.

#### La vía al desarrollo del mercado de capitales

No será posible alcanzar el desarrollo del mercado de capitales peruano únicamente mediante emisiones de gran tamaño realizadas por grandes empresas que representan el 0.5% de las empresas en el Perú. El desarrollo del mercado de capitales requiere alcanzar un dinamismo coherente con la estructura de la economía peruana, donde las mipymes constituyen la gran mayoría de las empresas existentes, y sus necesidades de financiamiento son por montos medianos y pequeños.

Por su muy reducido tamaño, habrá también una importante cantidad de mipymes que podrán acceder a financiamiento en el MAV únicamente en forma indirecta, es decir, a través de fondos de inversión o fideicomisos de titulización que captarán recursos en el MAV y lo canalizarán hacia las mipymes. En ese sentido, el futuro del mercado de capitales debería estar caracterizado por un protagonismo notable del MAV como su principal motor de desarrollo, con gran frecuencia de emisiones primarias mayoritariamente medianas y pequeñas, así como una predominancia de emisiones con cargo o respaldo de patrimonios autónomos. Para desarrollar el MAV, es indispensable eliminar las limitaciones normativas existentes para innovar en productos de renta fija, mitigar sus riesgos, y distribuirlos masivamente en un canal digital.

Asimismo, el regulador deberá facilitar la innovación, la agilidad de procesos y la reducción de costos de transacción directos e indirectos, brindando las herramientas para que los agentes y el mercado de oferta y demanda se desarrollen libremente, con dinamismo, transparencia y los elementos prudenciales propios y razonables de un mercado público. 🚀

- Produce (2016). Las mipymes en cifras. Recuperado el 17 abril, 2019, de <http://ogeiee.produce.gob.pe/images/oe/Mipyme-en-cifras-2016.pdf>
- Específicamente, 42.8% en el caso de pequeñas empresas y 60.6% en el caso de medianas empresas.
- SBS (2016). Encuesta nacional de demanda de servicios financieros y nivel de cultura financiera en el Perú. Recuperado el 17 de abril, 2019, de <https://www.sbs.gob.pe/Portals/0/jer/ESTUDIOS-SOBRE-INCLUSIÓN-FINANCIERA/Informe-de-Resultados.pdf>