

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ
FACULTAD DE GESTIÓN Y ALTA DIRECCIÓN



**FACTORES CRÍTICOS DE ÉXITO PARA EL ACCESO DE LA
MEDIANA EMPRESA AL MERCADO ALTERNATIVO DE
VALORES**

**Tesis para obtener el título en profesional de Licenciado en Gestión Empresarial
presentada por:**

LOVERA LÓPEZ, Mónica Virginia	20098117
PACO APAZA, Ever David	20105703
PALOMINO PALOMINO, Humberto	20098252

Asesorado por: Mgtr. John Pineda Galarza

Lima, 12 de junio de 2017

La tesis
**FACTORES CRÍTICOS DE ÉXITO PARA EL ACCESO DE LA MEDIANA EMPRESA
AL MERCADO ALTERNATIVO DE VALORES**
Ha sido aprobada

Mgtr. Jorge Mendoza Woodman
Presidente del Jurado

Mgtr. John Pineda Galarza
Asesor de la tesis

Mgtr. Aldo Fuertes Anaya
Tercer Jurado

A Dios por darme la oportunidad de aprender a ser mejor persona cada día. A mis padres por el esfuerzo, la dedicación y el amor con el que me educaron desde siempre.

Mónica Lovera

A mis padres y a mis hermanos por todo el apoyo en toda la trayectoria de mi carrera profesional, en especial a Dios por guiarme a tomar correctas decisiones.

David Paco

Nuestro sincero agradecimiento a todas aquellas personas que con su tiempo y conocimientos contribuyeron con la realización del presente estudio. Agradecemos el tiempo y la disposición de los gerentes y/o directores que participaron en el presente estudio: Gustavo Saavedra, Fernando Humanchumo, Gino Michelini, Adolfo Moran, Rodolfo Namuche, Juan Carlos Delgado, Carlos Rivero, Luis Ramírez, Rodrigo Prialé, Hillmer Reyes, Mario Salazar, Alix Godos, Jorge Souza, Marvin Duran y Mariano Bazán.

A las profesoras Fátima Ponce y Marlene Chocce por su valioso apoyo y tiempo brindado durante las asesorías.

Un agradecimiento especial a nuestro asesor, John Pineda, por compartirnos sus conocimientos que fueron de gran aporte para la presente investigación.

TABLA DE CONTENIDOS

CAPITULO 1: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

1. Descripción de la realidad problemática.....	3
2. Formulación del problema.....	4
3. Objetivos de la investigación	5
3.1 Objetivo general	5
3.2 Objetivos específicos.....	5
4. Justificación de la investigación	5
5. Viabilidad de la investigación.....	6
6. Limitaciones del estudio.....	7

CAPÍTULO 2: MARCO TEÓRICO Y CONTEXTUAL

1. La mediana empresa en el Perú.....	8
1.1. Definición de mediana empresa	8
1.2. Importancia en la economía peruana	10
1.3. Gestión financiera de la mediana empresa	11
1.4. El Buen gobierno Corporativo BGC	13
2. Fuentes de Financiamiento para las medianas empresas.....	16
2.1 Financiamiento Indirecto.....	17
2.2 Financiamiento Directo	21
3. Definición de Mercado de Valores.....	23
3.1 Clasificación de Mercado de Valores	24
3.2 Agentes del Mercado de Valores en el Perú.....	25
3.3 Tipo de Valores en el Mercado de Valores	27
3.4 Mercados Alternativos.....	28
4. El Mercado Alternativo de Valores (MAV).....	29
4.1 Reglamento del Mercado Alternativo de Valores	32
4.2 Funcionamiento del MAV	29
4.3 Evolución de Financiamiento en el Mercado Alternativo de Valores	35
4.4 Empresas emisoras del MAV	36
4.5 Costos de la emisión a través del MAV	37
5. Factores Críticos de Éxito (FCE)	38
5.1 Definición de los factores críticos de éxito	39

5.2 Características de los FCE.....	40
CAPITULO 3: MARCO METODOLÓGICO	
1. <i>Diseño Metodológico</i>	43
2. <i>Proceso de investigación</i>	44
3. <i>Población y muestra</i>	46
3.1 Población	47
3.2 Tipo de muestra mixta	47
4. <i>Técnicas de recolección de datos</i>	48
4.1. Entrevista semiestructurada.....	48
4.2. Revisión de archivos.....	49
4.3. Triangulación de datos tipo fuente	50
5. <i>Técnicas para el procesamiento de la información</i>	51
5.1 Categorización, codificación y sistematización	51
6. <i>Aspectos éticos</i>	51
6.1. Consentimiento informado	52
6.2. Confidencialidad	52
CAPÍTULO 4: PRESENTACIÓN DE RESULTADOS Y DISCUSIÓN	
1. <i>Empresas Casos de Estudio</i>	53
1.1. Agrícola y Ganadería Chavín de Huántar.....	54
1.2 A. Jaime Rojas.....	57
1.3 Medrock Corporation	61
1.4 Tritón trading.....	63
1.5 Edpyme Inversiones la Cruz.....	66
1.6 Tekton Corp.....	69
1.7 Ciudadaris Consultores Inmobiliarios.	71
1.8 Globokas Perú.	74
1.9 Gerens escuela de Gestión y economía.	76
2. <i>Expertos casos de estudio</i>	78
2.1 Reguladores: Superintendencia de Mercado de Valores	78
2.2 Intermediarios: Sociedad Agente de bolsa	79
3. <i>Factores Críticos de éxito para el acceso al MAV</i>	81
3.1 Validación de los FCE: triangulación de datos	81
3.2 Análisis de los FCE	82

CAPITULO 5: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	
5.1. Conclusiones	91
5.2. Recomendaciones.....	95
REFERENCIAS	97
ANEXO A: Cuestionario de entrevista semiestructurada a empresas.....	102
ANEXO B: Cuestionario de entrevista semiestructurada a ejecutivos de Sociedades agentes de Bolsa.....	104
ANEXO C: Cuestionario de entrevista semiestructurada a funcionarios de la Superintendencia de Mercado de Valores.....	105
ANEXO D: Categorización y codificación de entrevistas semiestructuradas a empresas	106
ANEXO E: Categorización y codificación de entrevistas semiestructuradas a ejecutivos de Sociedades agentes de bolsa.....	107
ANEXO F: Categorización y codificación de entrevistas semiestructuradas a funcionarios de la Superintendencia de Mercado de valores.....	108
ANEXO G: Triangulación de datos	109
ANEXO H: Consentimiento informado.....	110
ANEXO I: Principios de Buen Gobierno	111
ANEXO J: Categorización de segundo nivel de entrevistas semiestructuradas a empresas	112

LISTA DE TABLAS

Tabla 1: Clasificación de empresas según el número de empleados y ventas anuales.....	8
Tabla 2: Cantidad y ventas anuales por tamaño de empresas en el país y su porcentaje representativo respectivamente	11
Tabla 3: Clasificación del sistema financiero respecto a tipos, cantidad y montos.....	18
Tabla 4: Clasificación por tipo de crédito respecto al tamaño de empresa	19
Tabla 5: Clasificación de la cantidad de deudores por tipo de empresa del sistema financiero Banca Múltiple	20
Tabla 6: Clasificación de empresas que accedieron al MAV hasta diciembre 2016.....	37
Tabla 7: Clasificación de costos fijos y variables para acceder al MAV	45
Tabla 8: Ejemplo para la categorización, codificación y categorización a 2do nivel	40
Tabla 9: Clasificación de la muestra de expertos entrevistados.....	47
Tabla 10: Clasificación de la muestra de Casos - tipo (empresas entrevistas).....	48
Tabla 11: Características de la primera emisión ICP de Chavín de Huántar	56
Tabla 12: Matriz de Factores Críticos de Éxito para Chavín de Huántar.....	57
Tabla 13: Características de la primera emisión ICP de Jaime Rojas	59
Tabla 14: Características de la primera emisión bonos corporativos de Jaime Rojas.....	59
Tabla 15: Matriz de Factores Críticos de Éxito para Jaime Rojas	60
Tabla 16: Características de la primera emisión ICP de Medrock	62
Tabla 17: Matriz de Factores Críticos de Éxito para Medrock Corporation	63
Tabla 18: Características de la primera emisión ICP de Triton Trading.....	65
Tabla 19: Matriz de Factores Críticos de Éxito para Triton Trading	66
Tabla 20: Características de la primera emisión ICP de EDPYME Inversiones la Cruz	67
Tabla 21: Características de la primera emisión Bonos corporativos de EDPYME Inversiones la Cruz.....	68
Tabla 22: Matriz de Factores Críticos de Éxito para EDPYME Inversiones la Cruz	69
Tabla 23: Características de la primera emisión ICP de Tekton	70
Tabla 24: Matriz de Factores Críticos de Éxito para Tekton Corp.....	71
Tabla 25: Características de la primera emisión Bonos corporativos de Ciudadaris	72
Tabla 26: Matriz de Factores Críticos de Éxito para Ciudadaris inmobiliaria.....	73
Tabla 27: Matriz de Factores Críticos de Éxito para Globokas.....	76
Tabla 28: Características de la primera emisión ICP de Gerens	77
Tabla 29: Matriz de Factores Críticos de Éxito para Gerens	78
Tabla 30: Matriz de Factores críticos de éxito del Experto SMV 1	79

Tabla 31: Matriz de Factores críticos de éxito del Experto SMV 2	79
Tabla 32: Matriz de Factores críticos de éxito del Experto SAB - BNB VALORES	80
Tabla 33: Matriz de Factores críticos de éxito del Experto SAB - ADCAP	80
Tabla 34: Matriz de Factores críticos de éxito del Experto SAB - KALLPA.....	81
Tabla 35: Cuadro Factores críticos de éxito para el acceso al MAV (Triangulación de datos)	82
Tabla 36: Clasificación de empresas con respectiva garantía específica	89
Tabla 37: Clasificación de empresas con respectiva reputación del directorio o gerente general	90

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Tasas de interés activa promedio de las empresas bancarias en moneda extranjera.....	20
Figura 2: Montos negociados en la BVL	22
Figura 3: Emisiones de deuda por empresa en el MAV en el 2016	22
Figura 4: Emisiones en el MAV por tipo de valor a noviembre del 2016.....	23
Figura 5: Proceso para el acceso al MAV	34
Figura 6: Total de emisiones de deuda por año en el MAV	41
Figura 7: Proceso de la investigación cualitativa	50
Figura 8: Triangulación de datos.....	54
Figura 9: Proceso estratégico - FCE.....	49

RESUMEN EJECUTIVO

El presente estudio pretende identificar los factores críticos de éxito que permitieron a las medianas empresas acceder al Mercado Alternativo de Valores; precisando que este acceso se refiere a recibir el financiamiento a través de la emisión de sus valores.

El desarrollo de la investigación se realiza mediante entrevistas a profundidad y revisión de archivos: primero, a través del estudio de nueve de doce casos de empresas que accedieron al Mercado Alternativo de Valores (MAV) desde la creación de la norma hasta diciembre 2016, determinando el perfil, las motivaciones, la primera emisión de sus valores y los Factores Críticos de Éxito (FCE) de cada una; segundo, con la obtención de la crítica de los intermediarios conformado por las Sociedades Agentes de Bolsa, entidades participantes en el proceso preparatorio de las empresas y en la estructuración y colocación de los valores; y, tercero, se entrevistaron a funcionarios de la Superintendencia del Mercado de Valores, quienes participan directamente en la creación y regulación de la norma referente al Mercado Alternativo de Valores.

Como resultado de este estudio, se emplea la técnica de investigación, que es la triangulación de datos, este sintetiza los hallazgos de la investigación y facilita la identificación de los factores críticos de éxito que permitieron el acceso de las medianas empresas al MAV, validado por los expertos quienes fueron los ejecutivos de las sociedades agentes de bolsa y los funcionarios de la Superintendencia de Mercado de Valores. Finalmente, como resultado del análisis y la aplicación de la técnica, se presenta el análisis de cada FCE identificado para luego elaborar las conclusiones y recomendaciones de manera que puedan ser factores referentes para empresas que consideren financiarse a través del MAV.

INTRODUCCIÓN

La presente investigación se enfocó en el estudio de empresas que han logrado acceder al Mercado Alternativo de Valores (MAV), con el objetivo principal de identificar cuáles son los Factores Críticos de Éxito (FCE) que han facilitado el financiamiento a través de este nuevo mercado. Los FCE son definidos, de manera general, como aquellos elementos que han permitido a una organización la consecución de un objetivo.

Para la presente investigación se plantea que el acceso al MAV se define como la colocación de los valores emitidos por la empresa, lo que significa la adquisición de los mismos por parte de los inversionistas. Si bien este mercado ofrece la posibilidad de financiarse a través de instrumentos de deuda o una Oferta Pública Inicial de acciones (OPI), desde su creación ha predominado la emisión de Bonos Corporativos o Instrumentos de Corto Plazo (ICP). En ese sentido, se ha delimitado la muestra que comprende el estudio a aquellas empresas que obtuvieron financiamiento, además de la empresa Globokas Perú. Esto debido a la particularidad de su caso, ya que es la única que hasta el momento pudo inscribir sus acciones, pero no cotizan.

En el primer capítulo, se describe el tema y la problemática que justifican el estudio, así como se definen los objetivos de la investigación, los cuales fueron formulados a su vez en función a las preguntas que motivaron la realización de la misma. Asimismo, se presenta la justificación según los cinco criterios establecidos en Hernández, Fernández y Baptista (2014), la viabilidad y las limitaciones de la investigación.

En el segundo capítulo, se presenta el contexto actual de las medianas empresas en el Perú y las fuentes de financiamiento a las que pueden acceder las medianas empresas; asimismo, a través de la revisión de literatura existente, se procedió con la definición de FCE, el mercado de capitales peruanos y su segmento el MAV.

En el tercer capítulo, se presenta la metodología utilizada para la presente investigación mediante el desarrollo del enfoque, el diseño, la justificación de la muestra seleccionada para la recolección de datos y la técnica para el procesamiento de la información. Asimismo, se incluyen precisiones sobre aspectos éticos y procedimientos utilizados en el estudio.

En el cuarto capítulo, siguiendo con la metodología planteada, los FCE fueron identificados mediante la categorización de las entrevistas a profundidad y, luego, se realiza una categorización de segundo nivel. Una vez realizada la identificación de los FCE, a través de las entrevistas realizadas, de forma individual, empresa por empresa, se validan estos a través de una triangulación de datos, para lo cual se realizan entrevistas a agentes intermediarios y reguladores del mercado de capitales. Posteriormente, se procede a sistematizar la información analizada en las matrices.

Finalmente, como resultado del análisis de la información recopilada se elabora las conclusiones, en las cuales se detallan los hallazgos que comprenden los Factores Críticos de Éxito que facilitaron el acceso de las medianas empresas al MAV, dentro de estos destacan la adopción de algunas prácticas de buen gobierno corporativo, algunas características en el perfil de los empresarios y condiciones previas, relacionadas a sus fuentes de financiamiento, que predominaban en la empresa antes de acceder al MAV.

CAPÍTULO 1: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

1. Descripción de la realidad problemática

Las medianas empresas ejercen un papel importante en la economía peruana. De acuerdo con cifras del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI, 2015), al 2014, el 4,2 % del total de empresas pertenecen a éste sector. Sin embargo este tipo de organizaciones, muchas veces, atraviesa problemas de financiamiento ya sea para adquirir nuevos activos con la finalidad de expandirse o gestionar su capital de trabajo.

Según un informe elaborado por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID, 2002) se identificó que, a nivel Latinoamérica, la dificultad de financiamiento- después de la delincuencia- es el principal problema que afrontan las medianas empresas. Sin embargo, existe una alta dependencia de parte de este tipo de empresas por recurrir al sistema financiero bancario al momento de financiarse debido a la reducida cantidad de alternativas de financiamiento que tienen a disposición. A pesar del periodo de liquidez que experimentan los bancos, aún las tasas que ofrecen estas entidades son consideradas elevadas, debido al riesgo que asumen al colocar préstamos en medianas empresas que por sus características eventualmente podrían incumplir con sus obligaciones crediticias.

Esta situación se ve reforzada por la dificultad que encuentran las entidades financieras al momento de evaluar a las medianas empresas que desean acceder a financiamiento, esto debido a la presentación de información financiera poco confiable o de baja calidad, pues usualmente no se requiere que estas sean auditadas.

Todo esto conlleva a que estas empresas se les otorguen créditos con altas tasas de interés en perjuicio de sus posibilidades de desarrollo. De acuerdo al portal de la Superintendencia de Banca y Seguro (2016), con fecha de consulta al 31 de diciembre del mismo año, se estima que la tasa promedio de interés bancario que se le cobra a una mediana empresa es 10.39% por préstamos en moneda nacional. Un alto costo de financiamiento para las medianas empresas implica que éstas vean limitadas sus oportunidades de crecimiento o incluso puedan llegar a quebrar.

Ante este escenario, el Mercado Alternativo de Valores (MAV) se encuentra dirigido a financiar empresas de poca capitalización a través de una regulación más flexible, reducción de costos y procesos más simples respecto al mercado principal. De esta manera, surge como una opción de financiamiento para el desarrollo de estas empresas, de tal forma que puedan mitigar su riesgo de liquidez y puedan contrarrestar las restricciones que les pueda plantear el sistema bancario. Dentro de los instrumentos financieros que ofrece el MAV se encuentran los papeles comerciales, bonos y

acciones. No obstante, usualmente, estas empresas empiezan con el financiamiento de corto plazo de renta fija por razones que se explicarán más adelante.

De acuerdo con Arrarte (2011), las ventajas de esta modalidad de financiamiento saltan a la vista debido a que:

- El Mercado de Valores (MV), permite a las organizaciones contar con diversas alternativas de financiamiento a través de la emisión de diversos valores mobiliarios.
- Facilita determinar su requerimiento de financiación en función de las características de sus planes de crecimiento y desarrollo.
- Consciente adecuar sus plazos de pago y fijar las tasas de interés que quiere pagar, además la moneda con la que se quiere salir.
- Crea historial crediticio a la empresa. Si en una primera emisión muestra un buen comportamiento de pago, en una segunda emisión los costos se reducen.
- Finalmente, fortalece la imagen de la empresa ante sus potenciales acreedores y proveedores.

Generalmente, el empresario, independientemente del tamaño de empresa que maneje, considera al costo de financiamiento como el factor más importante al momento de optar por una alternativa de financiamiento. Asimismo, las operaciones de dichas empresas son financiadas principalmente por capital propio, financiamiento de proveedores y entidades bancarias.

Por otro lado, las empresas que buscan en el mercado de capitales una alternativa adicional de financiamiento deben asumir costos correspondientes a los gastos de estructuración, colocación, entre otros, para cumplir con los requerimientos del MAV y demás requerimientos intrínsecos del mercado de valores. Por tal motivo, muchas de ellas prefieren seguir financiando sus operaciones de manera tradicional, con los tipos de financiamiento señalados líneas arriba.

Sin embargo, los beneficios que ofrece este mercado alternativo no solo incluyen los de tipo financiero (mayores montos de financiación y tasas competitivas); sino también una mejor valoración por parte de sus Stakeholders como inversionistas, clientes y proveedores; así como una gestión más profesional de la empresa al adoptar prácticas de gobierno corporativo.

A su vez, el empleo de esta fuente de financiamiento representa barreras que desincentivan al mediano empresario, tales como: altos costos de estructuración, tiempo de preparación, divulgación de la información, modificaciones en la gestión, entre otros. En ese sentido, las empresas que han superado dichas barreras ahora tienen en el Mercado Alternativo de Valores una fuente adicional de financiamiento. Para la presente investigación, se consideraron como población de estudio las empresas que ingresaron al MAV desde la publicación de la Resolución de Superintendencia N° 00025-2012 hasta diciembre del 2016 (Superintendencia del Mercado de Valores [SMV], 2012), las

cuales ascienden a un total de doce (12) empresas tomando como referencia la información publicada por la SMV en su portal web.

2. Formulación del problema

La finalidad de la presente investigación busca responder las siguientes preguntas:

- ¿Cuál es el perfil económico de las empresas que accedieron al MAV?
- ¿Cuáles son las razones o motivaciones por las que las medianas empresas decidieron ingresar al MAV?
- ¿Cuáles fueron los Factores Críticos de Éxito de cada empresa para su acceso al MAV?
- ¿Cuáles son los Factores Críticos de Éxito validados por los expertos intermediarios y los reguladores?

3. Objetivos de la investigación

En base a las preguntas de la investigación se han propuesto los objetivos tanto general como los específicos:

3.1 Objetivos Generales

- Comprender y analizar cuáles son los Factores Críticos de Éxito que permitieron a las medianas empresas acceder al Mercado alternativo de Valores.

3.2 Objetivos Específicos

- Conocer el perfil económico de las empresas que accedieron al MAV.
- Conocer cuáles son las razones o motivaciones por las que las medianas empresas decidieron ingresar al MAV
- Conocer los Factores Críticos de Éxito que influyeron en el acceso al MAV de cada empresa
- Validar los FCE de las empresas a través de los expertos intermediarios y los reguladores

4. Justificación

La justificación del presente estudio se basa en entender la relevancia y la utilidad de la investigación mediante el desarrollo de los cinco criterios establecidos por Hernández et al., (2014) relacionados a la conveniencia, la relevancia social, la implicación práctica, el valor teórico y la utilidad metodológica.

La conveniencia de la investigación se relaciona principalmente con el bajo conocimiento por parte de las empresas sobre el funcionamiento de esta nueva alternativa de financiamiento y con el reducido número de empresas peruanas que en la actualidad han logrado acceder al MAV, a pesar de

ofrecer mayor flexibilidad respecto al mercado principal. Asimismo, la presente investigación busca que empresas peruanas con necesidades financieras y que cumplan con los requisitos, puedan tener mayor conocimiento sobre el acceso a este mercado. De manera que, los resultados permitan a los agentes decisores de las empresas evaluar la decisión de manera más informada la necesidad y la conveniencia de acceder a este mercado.

Respecto a la relevancia social, ésta se relaciona con la necesidad de las medianas empresas en el Perú de contar con fuentes de financiamiento alternativas a las tradicionales, que le permitan disminuir su nivel de dependencia frente al sistema bancario. De acuerdo al informe elaborado por el BID (2002), a pesar del periodo de liquidez que experimentan los bancos, aún las tasas que ofrecen estas entidades son consideradas elevadas, debido al riesgo que asumen al colocar préstamos en medianas empresas que por sus características eventualmente podrían incumplir con sus obligaciones crediticias. En la presente investigación se presentan los FCE que han facilitado el acceso de las empresas al MAV; por lo que, se considera que los resultados obtenidos son de aporte para medianas empresas que tengan necesidad de diversificar sus fuentes de financiamiento.

Las implicaciones prácticas se relacionan con la sistematización de la información recolectada, con la presentación de las conclusiones y recomendaciones. De manera que, genere conocimiento sobre las consideraciones que debe tener en cuenta la empresa, respecto a los costos, al proceso preparatorio y al tiempo que deberá asumir si decide acceder al MAV.

En relación al valor teórico, no se han encontrado investigaciones acerca de factores, condiciones y/o elementos que han facilitado el acceso de las empresas estudiadas al MAV ni similares. Por lo que, los resultados pueden sentar bases para investigaciones futuras que quieran profundizar en los FCE identificados y desarrollados en el presente estudio.

Finalmente, como utilidad metodológica se desarrollan tres (03) instrumentos de recolección de datos para los diversos tipos de muestras estudiadas. Estos instrumentos pueden ser utilizados como instrumentos en la exploración de nuevos grupos de estudio; por ejemplo, empresas que se han financiado a través de mercados alternativos de valores en otros países.

5. Viabilidad de la investigación

En el proceso de la investigación fue relevante considerar los recursos necesarios para lograr los objetivos establecidos. Para esto se contó tanto con la participación de Gerentes y/o accionistas de las empresas involucradas en el acceso al MAV, las Sociedades Agentes de bolsa que participaron en el proceso de estructuración y colocación y representantes de la SMV.

En primer lugar, la viabilidad para poder tener comunicación con los actores mencionados fue fortalecida, debido a que uno de los integrantes del grupo de investigación se encuentra laborando en

CAVALI (Institución de compensación y liquidación de valores), el cual fue nexo formal para el contacto con las Sociedades Agentes de Bolsa (SAB) y con los gerentes y/o accionistas de las empresas emisoras. Cabe señalar que contactar o entablar comunicación con los gerentes de las empresas es de gran complejidad debido a su carga laboral.

En segundo lugar, se contó con el acceso a los recursos de información sobre las empresas, ya que concierne al Mercado de Valores hacer pública dicha información a través del portal de la Superintendencia de Mercado de Valores, lo cual también contribuye a tener mayor conocimiento sobre la situación de las empresas; por lo tanto, profundizar mejor el análisis.

Por último, el recurso del tiempo también aportó en la viabilidad del estudio ya que el proceso de la investigación tuvo una duración que permitió la revisión de literatura; posteriormente, la salida al campo con las entrevistas y por último el análisis sobre la recolección de campo.

6. Limitaciones del estudio

Debido al corto periodo de funcionamiento del MAV- el cual comprende desde el año 2012 hasta el 2016-, en el que solo se han registrado doce (12) empresas, las cuales pertenecen a diferentes sectores económicos, a través de la revisión de literatura, se ha encontrado que el tema aún no ha sido abordado lo suficiente dado el breve periodo de análisis. Lo que significó una limitación para el acceso a referencias bibliográficas que hubiesen servido como base y doten de mayor cantidad de información al presente estudio.

Asimismo, una limitación relevante para realizar la recolección de datos se relaciona a la difícil accesibilidad a la muestra seleccionada, debido a que son personas que ocupan altos cargos en las organizaciones que laboran, por lo que los procedimientos y trámites para contactarlos suelen prolongarse.

CAPÍTULO 2: MARCO TEÓRICO Y CONTEXTUAL

El presente capítulo tiene como finalidad conocer la teoría sobre los diferentes conceptos relevantes de diversos autores; así también, para ampliar el panorama de la presente investigación es necesario conocer el contexto actual en que se encuentran las medianas empresas en el Perú, las fuentes de financiamiento de las medianas empresas, el mercado de capitales, el mercado alternativo de valores y los factores críticos de éxito, tal como se desarrolla líneas abajo.

1. La mediana empresa en el Perú

1.1 Definición de la mediana empresa

Hoy en día en la mayoría de los países de Latinoamérica existen diversos tipos de empresas de tamaño no corporativas que generalmente se clasifican en Microempresas, Pequeñas empresas y Medianas empresas así como también agrupadas en MYPE, PYME o MIPYME. Sin embargo, estas no tienen la misma definición, según el contexto en que se encuentre ya sea país, región o u opiniones diversas de autores. En el caso del Perú, existen diferentes definiciones según normas y autores, algunos las definen de acuerdo a las ventas anuales que realiza, el tiempo de vida de la empresa o el número de trabajadores que posee la empresa.

No obstante, se ha recogido información de diversas fuentes, y para no contradecir las definiciones acerca de los distintos tipos de empresas, partiremos de una clasificación general reciente que propuso el INEI teniendo como fundamento el número de empleados y el volumen de ventas anuales (citado por Mendiola et al., 2014). Dicha clasificación se detalla en la tabla 1:

Tabla 1: Clasificación de empresas según el número de empleados y ventas anuales

Clasificación de empresa	Número de empleados	Ventas Anuales
Microempresa	1 a 10	Hasta S/ 400,000
Pequeña empresa	11 a 100	De S/ 400,000 hasta S/ 6.2 millones
Mediana empresa	101 a 250	De S/ 6.2 millones hasta S/70 millones
Gran empresa	251 a mas	De S/70 millones a mas

Fuente: Mendiola et al. (2014)

Como se observa en la tabla anterior, las medianas empresas son consideradas aquellas que tiene un número de trabajadores en un rango que va de 101 hasta 250 personas; además, su nivel de facturación va desde los 6, 200,000 nuevos soles hasta los 70, 000,000 nuevos soles anuales en promedio o su equivalente en dólares americanos. Esta clasificación parte de la LEY D.S N007-

2008TR en donde se consideran mediana empresas a todas aquellas con el nivel de ventas y número de trabajadores presentados en la tabla 1. A finales del 2013, dicha ley se modificó por la ley N° 30056 en donde mantiene el número de ventas anuales interpretados en UIT'S y excluye el número de trabajadores por empresa como característica. Asimismo, las empresas medianas se caracterizan por su heterogeneidad, tanto en lo gerencial como en lo organizativo, y no controlan de manera individual una parte importante del mercado (López. & Rojo, 2004).

En base a lo mencionado anteriormente, la micro, pequeña y mediana empresa cumplen los requisitos sobre el nivel de ventas exigido por la norma de la SMV N 025-2012-SMV/01 para acceder al MAV, debido a que sus ingresos son menores a 350 millones de soles. Sin embargo, según el artículo de Pineda (2016), sostiene que si bien el reglamento permite el acceso de las micro y pequeñas empresas, en el mercado real existen barreras económicas que imposibilitan el acceso debido al punto de indiferencia, por las razones siguientes:

(...) el concepto del punto de indiferencia aplicado al MAV ayuda a identificar el problema de este mercado, respecto a que son los costos de naturaleza única los que crean una barrera económica en el MAV, que le impide el acceso a las micro, pequeñas y medianas empresas, las cuales se agrupan por el nivel de ventas (Ley N° 30056) de la siguiente manera: (i) microempresa: ventas de hasta 150 UIT (PEN 592,500), (ii) pequeña empresa: ventas desde 150 UIT hasta 1,700 UIT (hasta PEN 6,715,000); y (iii) mediana empresa: ventas desde 1,700 UIT hasta 2,300 UIT (hasta PEN 9,085,000). No obstante, según los cálculos del punto de indiferencia, para internalizar el costo de naturaleza única debería emitirse como mínimo PEN 3 millones al año; es decir, resulta inviable para una microempresa, mientras que para una pequeña empresa resulta casi la mitad del monto en ventas que deben registrar; y para una mediana empresa, es casi un tercio del total de ventas. En los dos últimos escenarios, adicionalmente, se tendría un ratio alto de apalancamiento que podría preocupar a los inversionistas. Con ello se aprecia que parte del problema está en reducir los costos de naturaleza única, sin afectar la información para los inversionistas (p.11).

Esta afirmación del punto de indiferencia junto con la clasificación por empresas según la ley N°30056, ayuda a identificar a las potenciales empresas que están en la capacidad para acceder a este mercado alternativo, en ese sentido se puede afirmar que el MAV no está dirigido para todo el segmento de empresas no corporativas (micro, pequeñas, medianas y grandes empresas), sino solo para el segmento que está en la capacidad de asumir a partir, según estudio, del punto del punto de

indiferencia y hasta el nivel de ingresos de 350 millones de soles o su equivalente en dólares americanos

Por ende, para la presente investigación utilizaremos la definición de la resolución de la SMV N 025-2012-SMV/01, que define a la mediana empresa cuyos ingresos anuales promedio por venta de bienes o prestación de servicios en los últimos tres (3) ejercicios, no deben exceder de trescientos cincuenta (350) millones de soles o su equivalente en dólares americanos y, complementado con el estudio de Pineda (2016), que superan el punto de indiferencia.

Una vez identificada la definición de la mediana empresa para la presente investigación, es necesario seguir ampliando el panorama de este segmento de medianas empresas que se realizará en los siguientes puntos.

1.2 Importancia de las medianas empresas en la economía peruana

El entorno de las medianas empresas en el Perú se encuentra en un sector en constante crecimiento de año a año, además se le está considerando como un sector importante debido al aporte que beneficia al PBI del País.

Según la Encuesta Anual del INEI (2015), respecto a la cantidad de empresas que operan en el país, sostiene que existen 75 798 empresas en total, de las cuales la pequeñas empresas representan el 86,8% con 65 779 empresas; las medianas empresas, el 4,2% con 3 191 empresas; y las grandes empresas, el 9,0% con 6 828 empresas.

De acuerdo con el INEI, las ventas netas de las empresas ascendieron a 761 mil 236 millones de soles en el 2014. De las cuales las ventas de las grandes empresas representan el 78,2% del total de las ventas; la mediana empresa representa el 3,1%; y la pequeña empresa el 18.7%, tal como se observa en la tabla 2:

Tabla 2: Cantidad y ventas anuales por tamaño de empresas en el país y su porcentaje representativo respectivamente

Clasificación de empresa	Cantidad de empresas	Porcentaje de cantidad de empresas	Ventas Anuales (Millones de soles)	Porcentaje de ventas
Pequeña empresa	65 779	86.8%	S/. 142,366.00	18.7%
Mediana empresa	3 191	4.2%	S/. 23,749.00	3.1%
Gran empresa	6 828	9.0%	S/. 595,121.00	78.2%
Total	75 798	100.0%	S/. 761,236.00	100.0%

Fuente: INEI (2015)

Como se observa en la tabla anterior, la mediana empresa representa el 4,2% del total de las empresas y a su vez también representa el 3,1% del total de las ventas. En otras palabras, la mediana empresa representa la menor cantidad de empresas, asimismo, en términos de ventas, por ejemplo, las medianas empresas representan la cuarta y la doceava parte de las pequeñas y grandes empresas, respectivamente. Aun así, su aporte al PBI no es marginal.

Sin embargo, a toda la importancia que presenta la mediana empresa para el país hay que agregar que:

Las empresas pueden convertirse en el gran motor de desarrollo del país. Sin embargo, mientras el mercado exige cada vez mejores estándares de calidad, suministro seguro, flexibilidad, rapidez y bajo costo, las empresas enfrentan aún fuertes limitaciones que condicionan su competitividad. Quedan aún barreras institucionales que levantar como son los derechos de propiedad, trámites burocráticos, etc. A eso se suma el poco desarrollo en el área de transferencia tecnológica, deficiencias de infraestructura para la producción, sobrecostos logísticos; además de la baja capacidad gerencial de empresas del país para competir en el escenario global (Vega: 2012, p.13).

1.3 Gestión Financiera de la mediana empresa

Como se ha mencionado en apartados anteriores, una de las razones por las que una empresa puede atravesar una etapa de estancamiento durante su ciclo de vida o su desaparición, se debe a la carencia de una adecuada capacidad de gestión, y más específicamente, a su capacidad de gestión financiera.

Dentro de los problemas financieros que puede encontrar una mediana empresa se encuentran la falta de acceso a fuentes de financiamiento que les provean recursos financieros para la puesta en

marcha y continuidad de las operaciones del negocio en el tiempo, así como la carencia de personas capacitadas para llevar a cabo la gestión financiera. Para López (2008), la problemática financiera de las empresas se clasifica en diez categorías principalmente: 1) Recursos financieros limitados, 2) Alto nivel de endeudamiento, 3) Cartera vencida, 4) Cambios en el costo de materia prima, 5) Bajo nivel de ventas, 6) Falta de capital para invertir, 7) Dificultad para adquirir préstamos, 8) Falta de capital de trabajo, 9) Ausencia de control financiero, y 10) Ausencia de personal especializado. De acuerdo con Bojorquez, Pérez y Basulto (2012), uno de los componentes fundamentales del sistema de gestión empresarial es la función financiera, encargada de la obtención y asignación de los recursos necesarios para el desarrollo de las operaciones del negocio, en el corto y largo plazo.

Es importante mencionar que una empresa como una unidad organizacional está compuesta por diferentes áreas que se encuentran interrelacionadas y que a su vez deben buscar la consecución de objetivos de manera conjunta. Es por este motivo que las decisiones que provengan de la gestión financiera no sólo serán relevantes para el asunto en concreto sobre el que buscan tener impacto; sino también tendrán repercusión sobre el resto de áreas. Para efectos conceptuales y operativos, se define la gestión financiera como:

Un proceso empresarial, que parte de la formulación de la estrategia organizacional, y comprende el diseño de objetivos, selección de estrategias y políticas, ejecución de acciones y aplicación de mecanismos de control relacionados con las decisiones de inversión y financiamiento, considerando sus implicaciones tanto para el corto como para el largo plazo (Vera-Colina, 2012:9).

La gestión financiera integra las siguientes actividades (Álvarez & Meneses, 2014):

- Determinar las necesidades de recursos financieros (evaluar los recursos disponibles y las necesidades de financiación externa).
- Conseguir financiamiento de la manera más beneficiosa para la organización, considerando los costes, plazos y otras condiciones contractuales, las condiciones fiscales y la estructura de la empresa.
- Utilizar adecuadamente los recursos financieros, incluyendo los excedentes, para mantener una estructura financiera equilibrada y adecuados niveles de eficiencia y rentabilidad.
- El análisis financiero y el análisis con respecto a la viabilidad económica y financiera de las inversiones.

Contrariamente a lo que ocurre con las empresas corporativas, las cuales tienen mayores facilidades de acceder a financiamiento a través de diferentes fuentes, una empresa de menor tamaño encontrará muchos obstáculos para cumplir con este objetivo. El cual recae precisamente en las

personas encargadas de la dirección de la empresa, particularmente en los que desarrollan la gestión financiera.

La gestión financiera juega un rol fundamental en la permanencia y desarrollo de la empresa en el mediano y largo plazo. Sin embargo, por lo general, las medianas empresas son administradas de manera informal, sin o con poca orientación a la consecución de objetivos y sin un manejo óptimo de recursos. A nivel financiero, la gestión en esta área debe preocuparse por perseguir el principal objetivo de la empresa: la generación de valor. Al respecto, Correa y Jaramillo (2007) afirman que una deficiente gestión financiera y contable en este tipo de organizaciones podría generar:

- Desconocimiento de la realidad financiera de la empresa, lo cual lleva a la "toma de decisiones a ciegas".
- Ausencia de información formalizada, íntegra y veraz para suministrar a terceros.
- Falta de información o información inexacta para solicitudes de créditos, para relaciones comerciales, participación en licitaciones, etc.
- Denota incumplimiento de preceptos legales, lo que puede repercutir en sanciones.
- No se cuenta con soportes idóneos para la determinación y pago de los tributos a cargo.
- Confusión entre la realidad económica de la empresa y la de los dueños, es decir, no se separa adecuadamente la entidad de los propietarios.

Existe un consenso, que dentro de las carencias que tienen las medianas empresas se encuentra el manejo de información contable y financiera. La gestión financiera de la mediana empresa debe estar orientada a la obtención de información sobre el estado actual en el que se encuentra, lo que permitirá la toma de decisiones fundamentada y no simplemente guiada por la intuición. Más allá de la obligatoriedad que puede prevenir de normativas legales, la información financiera también tiene que estar presente de forma clara y ordenada para que pueda ser usada de forma oportuna en caso haya la necesidad de tomar decisiones respecto al rumbo de la empresa.

1.4. El buen Gobierno Corporativo (BGC)

De acuerdo con la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), el Gobierno Corporativo es definido ampliamente como la correcta asignación de poderes y responsabilidades entre el directorio, la administración y los propietarios de una empresa. Esta definición reconoce que el Gobierno Corporativo no es sólo un conjunto de reglas externas. Se trata de una disciplina empresarial necesaria para mantener una relación estable y productiva entre los participantes de cualquier organización. El Gobierno Corporativo, la transparencia y la rendición de cuentas son más que ejercicios de cumplimiento; son ingredientes esenciales de una buena gestión y

un requisito para la buena salud de las organizaciones. Aunque el desarrollo de estándares de Gobierno Corporativo ha evolucionado principalmente en las empresas listadas en los mercados de capitales, es relevante para todo tipo de empresas, incluyendo empresas privadas, familiares y de propiedad estatal (Banco de Desarrollo de América Latina, 2012, p. 13).

Asimismo, el buen Gobierno Corporativo es necesario para lograr excelencia en la gestión, facilitar el logro de los objetivos de la compañía y mantener una cultura empresarial sólida y orientada al largo plazo (Banco de Desarrollo de América Latina, 2012, p. 16).

En ese sentido las prácticas de Buen Gobierno Corporativo son valoradas por los inversionistas para la conservación y disminución del riesgo de sus inversiones a corto o largo plazo. A continuación se desarrolla los principales aspectos sobre la importancia de estas prácticas de BGC para las medianas empresas que accedieron al MAV.

1.4.1. Importancia del Buen Gobierno Corporativo

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

La Adopción de Prácticas de Buen Gobierno Corporativo por parte de las sociedades promueve un clima de respeto a los derechos de los accionistas y de los inversionistas en general; contribuye a generar valor, solidez y eficiencia en las sociedades; trae consigo una mejor administración de los riesgos a los cuales se encuentran expuestas; facilita el acceso al mercado de capitales; lleva a una reducción del costo de capital, así como a un mayor y mejor acceso a fuentes de financiamiento y de inversión a largo plazo; entre otras ventajas. Asimismo, la experiencia ha demostrado que en la medida que exista mayor transparencia e información, mayor es la confianza que desarrollan los inversionistas en los mercados. Las prácticas de buen gobierno corporativo ayudan a mitigar las fallas que existen en los mercados financieros por la asimetría de información (Superintendencia del Mercado de Valores, 2013).

El gobierno corporativo explica las reglas y los procedimientos para tomar decisiones en asuntos como el trato equitativo de los accionistas, el manejo de los conflictos de interés, la estructura de capital, los esquemas de remuneración e incentivos de la administración, las adquisiciones de control, la revelación de información, la influencia de inversionistas institucionales, entre otros, que

afectan el proceso a través del cual las rentas de la sociedad son distribuidas. Los inversionistas consideran cada vez más la aplicación de prácticas de buen gobierno como un elemento de suma importancia para preservar el valor real de sus inversiones en el largo plazo, en la medida que conlleva a eliminar la información desigual entre quienes administran la empresa y sus inversionistas. Refuerza este objetivo la existencia de un adecuado marco legal y prácticas de supervisión eficientes que velen por la existencia de mercados transparentes que garanticen la protección del inversionista (Flores & Rozas, 2008).

En base a lo anterior, uno de los principales beneficios o resultados de aplicar el BGC es establecer buenas y cercanas relaciones entre el directorio, la gerencia, los accionistas y los clientes internos y externos como los inversionistas. Esto conlleva a permitir que la toma de decisiones esté siempre centrada en los intereses de la organización y de sus stakeholders.

1.4.2. Código de Buen Gobierno Corporativo para Sociedades Peruanas

El 23 de febrero de 2012 se instauró el Comité de Actualización de Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas, el cual estuvo integrado por 14 instituciones y gremios empresariales representativos del mercado de valores peruano y del sector empresarial del país, los cuales, bajo la presidencia de la SMV y con el apoyo financiero de la CAF, han desarrollado el nuevo Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.

El Código se orienta a brindar una versión actualizada que recoja los mejores estándares de buen gobierno corporativo identificados a nivel global y local, aplicables a la realidad peruana, poniendo especial énfasis en los nuevos avances experimentados en este campo, en especial en la dinámica de la Junta General de Accionistas (propiedad), el Directorio (administración) y la Alta Gerencia (gestión ordinaria), así como en la implementación de una adecuada gestión de riesgos; todo ello con el objeto de propiciar que se establezcan controles recíprocos y que las sociedades funcionen de manera eficiente (Superintendencia del Mercado de Valores, 2013).

El código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas tiene 31 principios el cual está distribuido en 5 pilares:

- 1) Derechos de los accionistas
- 2) Junta General de Accionistas
- 3) El Directorio y la Alta Gerencia
- 4) Riesgo y cumplimiento
- 5) Transparencia de la Información

Asimismo, aparte de los 31 principios, se han agregado principios complementarios, uno para las Empresas del Estado (EPE) y el otro para las empresas familiares. Sin embargo, hay que tener en cuenta que estos principios complementarios no constituyen códigos especializados e integrales para tales tipos de empresas, sino consideraciones adicionales que deben tener en cuenta en razón de sus características y condiciones particulares.

Es importante precisar que el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas no abarca aspectos como la Responsabilidad Social Corporativa para la gestión de las relaciones con los grupos de interés, sin que ello implique que no se reconozca su importancia para la sostenibilidad de las sociedades y del mercado en general (Superintendencia del Mercado de Valores, 2013).

2. Fuentes de Financiamiento para las medianas empresas

Las medianas empresas en su camino a convertirse en una gran empresa pueden encontrar diversas barreras y obstáculos que significan limitaciones para su crecimiento, siendo una de ellas la falta de acceso a las fuentes de financiamiento o que estas no satisfagan sus necesidades en relación a montos, plazos o costos.

Existe un consenso general en la literatura revisada sobre fuentes de financiamiento, para la presente investigación se tomará como referencia la definición realizada por Galindo:

Una fuente de financiamiento es un mecanismo que bajo diferentes condiciones, principalmente de tasas y tiempo de amortización, son facilitados por las entidades del sector financiero para irrigar recursos económicos que permitan a personas jurídicas o naturales, disponer de la liquidez requerida para la implementación fundamentalmente de proyectos propios de su actividad económica, con el propósito de realizar inversiones en creación empresarial, fortalecimiento, crecimiento y sostenibilidad de sus operaciones en el corto, mediano y largo plazo, que además les permita alcanzar una rentabilidad con la que facilite el pago de sus compromisos financieros (citado por Ruiz 2015, pp. 97).

Las fuentes de financiamiento a las que puede acceder una empresa están compuestas por el financiamiento indirecto (mercado financiero) y el financiamiento directo (mercado de capitales/mercado de valores).

2.1 Financiamiento Indirecto

El sistema financiero está compuesto por aquellas instituciones que cumplen con la función de intermediarios debido a que reúnen dinero de personas naturales o personas jurídicas a una tasa pasiva como interés y, por otra parte, son las que prestan el mismo dinero a otras personas naturales o jurídicas a una tasa activa. Las ganancias de estas entidades provienen del spread obtenido. “El mercado financiero es el conjunto de instituciones encargadas de la circulación del flujo monetario, cuya tarea principal es canalizar el dinero de los ahorristas hacia quienes desean hacer inversiones productivas. Las instituciones que cumplen con este papel se llaman “Intermediarios Financieros” o “Mercados Financieros” (Vega, 2012).

El sistema indirecto se puede dividir en dos Sub- sistemas:

- Subsistema Bancario: Banco de la Nación y Bancos Múltiples – Comerciales.
- Subsistema No Bancario: COFIDE, Financieras, Almaceneras, Compañías de Seguros, Empresas de Arrendamiento Financiero, Micro financieras, AFPs.

Sobre este último sub-sistema, para Mauricio (2010), las Micro Financieras son intermediarios dedicados a ofertar financiamiento a la microempresas, este tipo de empresas abarcan: Cajas Rurales, Cajas municipales y Edpymes.

De acuerdo con información estadística proporcionada por la SBS, el sistema financiero peruano está compuesto fundamentalmente por entidades bancarias que, en su conjunto, tienen colocados créditos por un monto superior a los 228 mil millones de soles a enero de del 2016, tal como lo muestra la tabla 3.

Tabla 3: Clasificación del sistema financiero respecto a tipos, cantidad y montos

Sistema Financiero - Estructura			
Enero 2016	Número de empresas	Créditos	
		Monto (Miles S/)	%
Banca Múltiple	17	228,518,414	87.6%
Empresas Financieras	11	9,262,263	3.6%
Cajas municipales (CM)	12	14,669,697	5.6%
Cajas rurales de ahorro y crédito (CRAC)	7	456,089	0.2%
Entidades de desarrollo de la pequeña y mediana empresa (EDPYME)	12	1,827,287	0.7%
Empresas de arrendamiento financiero	2	452,470	0.2%
Banco de la Nación	1	4,055,221	1.6%
Banco Agropecuario(Agrobanco)	1	1,619,954	0.6%
TOTAL	63	260,861,395	100.0%

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguro (SBS)

De esta forma queda evidenciada la gran participación de la banca múltiple dentro del sistema financiero. A su vez, la banca múltiple tiene otorgados créditos a las medianas empresas a enero de este año por un monto superior a los s/. 40 mil millones, siendo de esta forma el segundo sector empresarial que concentra la mayor cantidad de créditos.

Esto habla de la importancia que representa el sistema bancario como fuente de financiamiento a la mediana empresa. De esta forma contar con una fuente de financiamiento alternativa- como el MAV- representa una opción de diversificación de riesgo frente a un posible escenario en el que los bancos sufran un periodo de iliquidez y se contraiga el otorgamiento de créditos. Al respecto, Pineda (2015) va más allá, afirmando que los mercados alternativos cumplen con una función de “salvavidas” contra la quiebra o desestabilización de una empresa- de acuerdo a la experiencia europea- en un contexto de iliquidez de mercado y con ello el endurecimiento de créditos.

De acuerdo con la Superintendencia de Banca y Seguro, los créditos otorgados por el sistema bancario a las empresas según su clasificación ascendieron a un total de S/152, 028,225, tal como se muestra en la tabla 4:

Tabla 4: Clasificación por tipo de crédito respecto al tamaño de empresa

Segmento	Monto	Porcentaje del total
Créditos corporativos (Miles S/)	55,362,050	36%
Créditos a grandes empresas (Miles S/)	39,473,210	26%
Créditos a medianas empresas (Miles S/)	40,319,179	27%
Créditos a pequeñas empresas (Miles S/)	13,808,543	9%
Créditos a microempresas (Miles S/)	3,065,242	2%
Total	152,028,225	100%

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros

Elaboración propia

Como se puede observar en la tabla anterior, dentro del total de créditos otorgados a enero del 2016, referente a montos, el sector de medianas empresas tiene una participación de 27%, siendo un porcentaje de participación similar al de grande empresa.

En tal sentido, de acuerdo con Villarán (2007) las pequeñas empresas presentan mayores dificultades de acceso al financiamiento tradicional (bancario), entre otras razones, porque la mayoría de ellas son informales, el no registro de las operaciones de venta y el no cumplimiento de las obligaciones tributarias (características propias de la informalidad) les imposibilita acreditar su capacidad de pago ante una institución financiera y, por lo tanto, acceder a un crédito u otros productos financieros, y además porque desde el punto de vista del acreedor son instituciones menos rentables (manejan cantidades de préstamo y ahorro reducidas en comparación con grandes empresas y clientes) y más riesgoso (informales, mayor probabilidad de no honrar las deudas, etc.), muestra de esto es la gran cantidad de deudores que agrupan las medianas y pequeñas empresas según la SBS. Los servicios financieros que se brindan a este tipo de empresas pueden ser de distintos tipos: créditos, depósitos, garantías y fondos de capital de riesgo (Mauricio, 2010). En la tabla 5, de acuerdo con el BCRP se puede observar que del total de deudores, la mayor parte se concentra en las micro, pequeñas y medianas empresas.

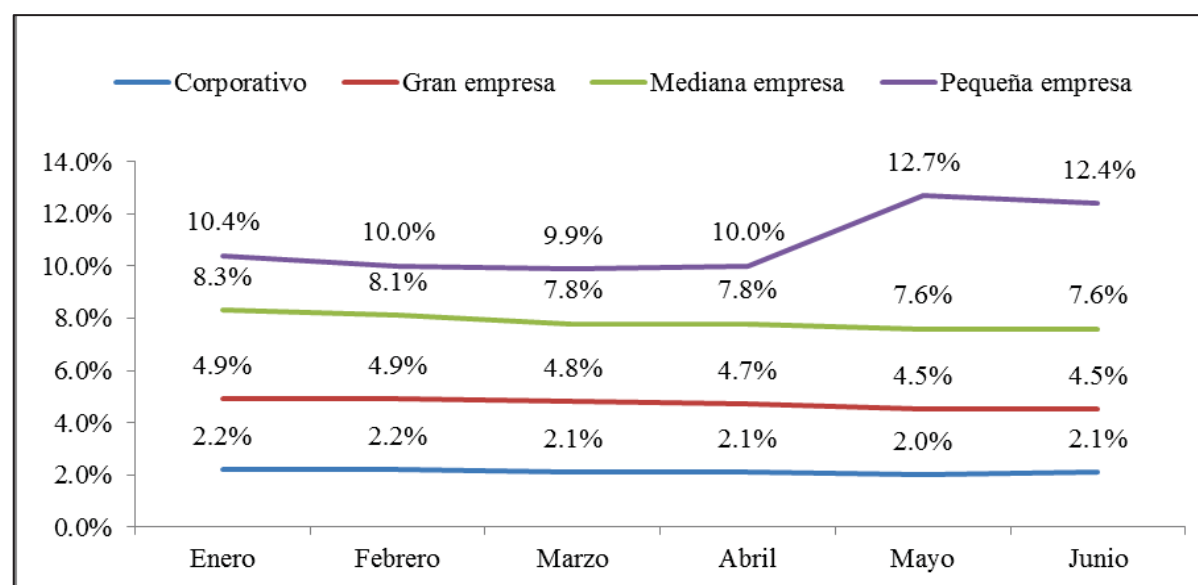
Tabla 5: Clasificación de la cantidad de deudores por tipo de empresa del sistema financiero Banca Múltiple

Al 31 de diciembre de 2015		
Tipo de crédito	Numero de deudores	Créditos otorgados
Corporativos	583	55,362,050
Grandes empresas	2.634	39,473,210
Medianas empresas	28.033	40,319,179
Pequeñas empresas	225.871	13,808,543
Microempresas	586.509	3,065,242
Total de deudores	843,630	152,028,225

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP)

Por el lado del costo de financiamiento al que acceden las empresas de menor tamaño, este es elevado en comparación al que se cobra a las grandes empresas/corporativas. Según datos del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) como se muestra en la figura 1, la evolución trimestral de las tasas de interés para los diferentes segmentos de empresas en el 2016, permite observar el mayor costo al que se financian las medianas empresas en relación a empresas de mayores dimensiones.

Figura 1: Tasas de interés activa promedio de las empresas bancarias en moneda extranjera



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP)

Como se puede observar el promedio de las tasas de interés que mantenían las entidades bancarias en el primer semestre del año para otorgar créditos a la mediana empresa fue de 7.86% en moneda extranjera.

Una entidad bancaria funge como proveedor de recursos financieros para las empresas, en este caso canaliza fondos captados de terceros hacia estas empresas. La relación que surge entre ambas organizaciones estará sostenida por la información financiera que se ha trasladado de forma unidireccional. La interacción repetitiva entre el banco y su cliente a lo largo del tiempo, hace que la entidad financiera acumule información privada, estableciéndose lazos estrechos entre prestamista y prestatario (citado en Jainaga, García & de Aguirre 2010).

2.2 Financiamiento Directo

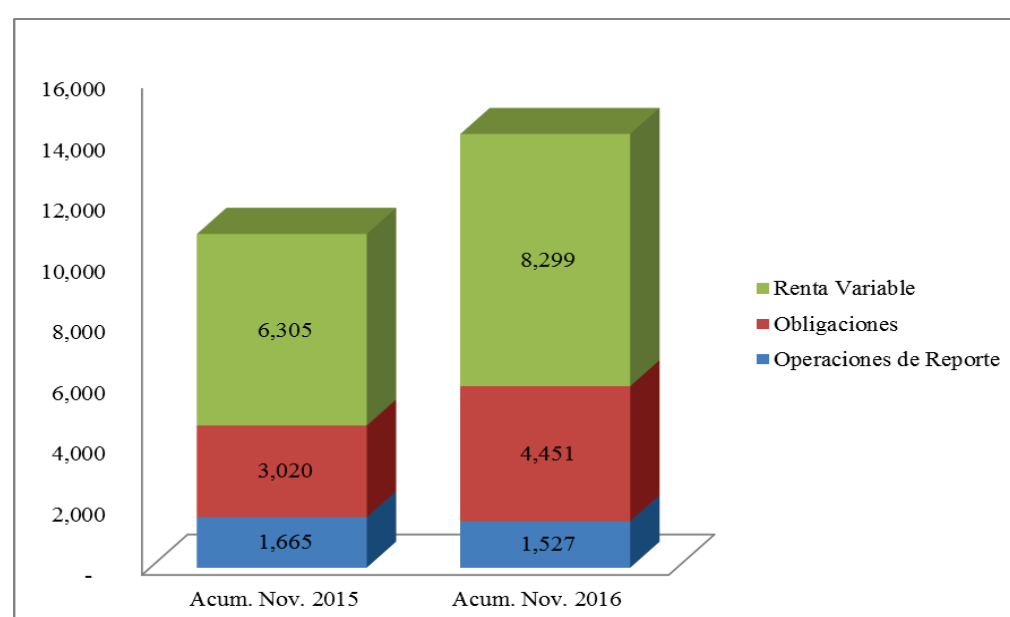
A diferencia del mercado anterior, de acuerdo con Lira (2009) se llama Financiamiento Directo, cuando la decisión de la entrega de los fondos es de absoluta responsabilidad de la persona o empresa que tiene el excedente de liquidez. A través del financiamiento directo, las empresas que necesitan captar recursos salen al mercado donde los inversionistas realizan la adquisición de los valores emitidos por éstas, de tal forma que se logre un equilibrio entre agentes con excedentes y deficitarios de recursos.

Es importante señalar que en relación al Mercado Bursátil, en nuestro país, la capitalización del mismo, está compuesta fundamentalmente por las empresas que integran el mercado principal, ascendiendo a un valor, registrado a noviembre de 2016, de más de 151 000 millones dólares (Cavali, 2016) debido a que las empresas que se encuentran en el MAV aún no han logrado listar sus acciones, solo en el caso de Globokas, esta logró inscribirlas en el Registro Público del Mercado de Valores.

El 2016 significó un año de recuperación, después de años anteriores en el que los principales índices habían caído. Como muestra de ello, el índice selectivo local subió 64%, impulsado principalmente por las siguientes razones: el incremento del precio de los metales y el mayor flujo de capitales hacia los mercados emergentes.

En el periodo comprendido entre enero y noviembre del 2016, los montos negociados, a través de la Bolsa de Valores de Lima en renta variable ascendieron a 8299 millones y 4451 millones en renta fija, superando en 47% y 31% al periodo similar del 2015 respectivamente, tal como se puede apreciar en la figura 2:

Figura 2: Montos negociados en la BVL



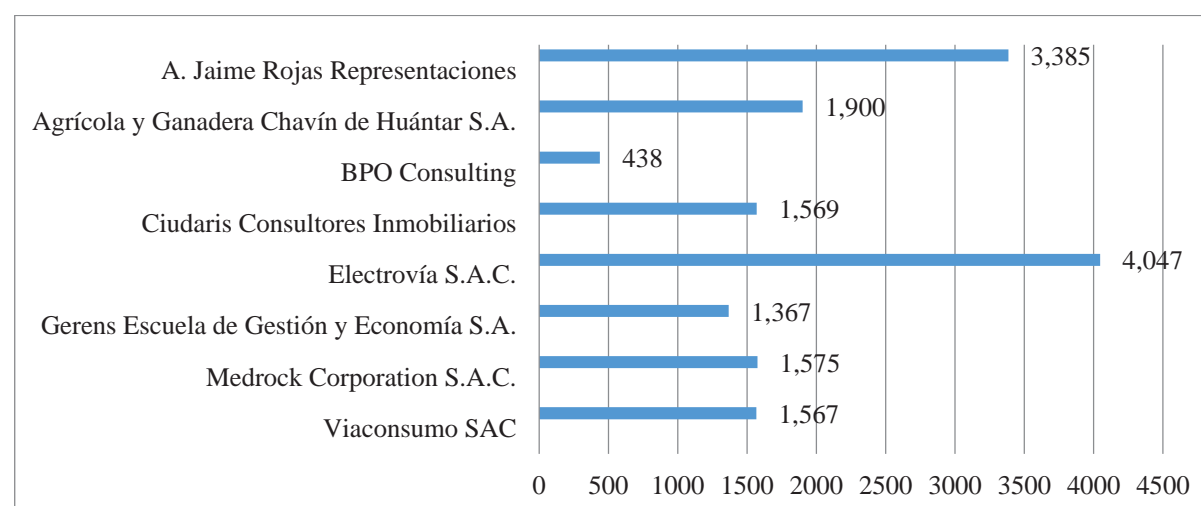
Fuente: BVL

Elaboración propia

Al cierre del mes de noviembre, en lo que va del año se realizaron un total de 89 colocaciones de valores en ofertas públicas primarias, lo que significó montos colocados superiores a los 5 300 millones de soles y 161 millones de dólares. De estas emisiones, se destaca el ingreso de nuevos emisores como Primax, Coazucar y Banco de la Nación.

En la figura 3 se presentan las emisiones de deuda realizadas durante el 206 en el MAV.

Figura 3: Emisiones de deuda por empresa en el MAV en el 2016 (en miles de dólares)

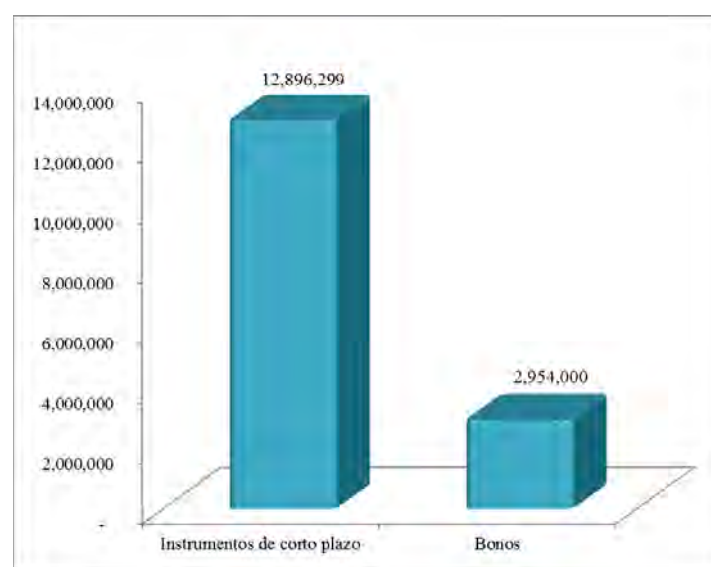


Fuente: SMV

Elaboración propia

Tal como se observa en la figura 4, al mes de noviembre de dicho año se efectuaron un total de 25 emisiones de deuda, de las cuales 4 fueron bonos corporativos por 2.95 millones de dólares y 21 emisiones de instrumentos de corto plazo por 5.74 millones de dólares y 25 millones en moneda local.

Figura 4: Emisiones en el MAV por tipo de valor a noviembre del 2016 (en dólares)



Fuente: SMV

Elaboración propia T.C 3.418 SUNAT 31.11.2016

Del gráfico presentado se puede observar que la deuda de corto plazo ha prevalecido sobre los bonos corporativos en el MAV, representando el 81 % del total de emisiones.

En cuanto al rango de tasas obtenidas en las emisiones, estas fluctuaron entre 3% y 8.75 % con un promedio de 6.86 % para los papeles comerciales, mientras que por el lado de los bonos se emitieron a una tasa promedio de 7.35%

A continuación, en el siguiente punto, se presentan los principales conceptos del Mercado de Capitales y algunos elementos que participan en él.

3. Definición de Mercado de Valores

El mercado de valores funge como un escenario o mecanismo en donde se presentan agentes con excedentes de recursos dispuestos a destinarlos, a través de la negociación de valores, a agentes deficitarios que buscan financiamiento para sus necesidades diarias o un plan de expansión. Está conformado por el mercado primario y el mercado secundario.

Según Torres (2012), el concepto de Mercado de Valores se determina, entonces, como la contratación a mediano y largo plazo, mediante la cual masivamente se realiza la inversión y el financiamiento de dinero, para la satisfacción de las distintas necesidades de los agentes de dicho mercado (citado en Meneses 2013).

En el caso del Perú, está el mercado principal de valores, dirigido a empresas de mayor capitalización. Asimismo, existe el Mercado Alternativo de Valores dirigido a empresas no corporativas donde se busca equilibrar una reducción de requisitos e información y el riesgo que implica este mercado.

3.1. Clasificación del mercado de Valores

El mercado de Valores se subdivide en dos: Mercado Primario y Mercado Secundario, los cuales se refieren a la emisión inicial o a la negociación de los valores previamente emitidos, respectivamente.

a) Mercado Primario

Conocido también como mercado de emisiones, en el cual las entidades o empresas admitidas a cotización en bolsa crean o emiten por primera vez acciones o títulos con el objetivo de que sean compradas por terceros inversionistas.

En tal sentido, según Torres (2012, p. 55) es el “mercado en el que se producen las primeras contrataciones sobre los valores mobiliarios. Por ser el mercado de emisiones o colocaciones de estos bienes el Mercado Primario, opera como el alumbramiento o parto en donde nacen o cobran vida los valores mobiliarios”.

b) Mercado Secundario

Conocido también como el mercado de negociaciones en el cual se compran y venden valores o títulos que ya fueron emitidos con anterioridad. En este mercado, dichos valores mobiliarios – creados en el mercado primario- circulan con libertad, a fin de ser negociados y obtener liquidez. El precio de los mismos es fijado según la oferta y la demanda al momento de la negociación.

De acuerdo con Morales y Morales (2010), el mercado secundario es la compra-venta de los títulos valores que se encuentran en manos de algún inversionista, por lo que en este mercado no se inyectan recursos a los emisores. Los que reciben los recursos son los tenedores de los títulos valor.

3.2. Agentes del Mercado de Valores en el Perú

En esta sección se definirá a los agentes que participan en el mercado de valores, haciendo posible su funcionamiento a través de un mecanismo donde existe un flujo de valores entre demandantes y ofertantes

a) *Inversionistas*

Son las personas naturales o jurídicas quienes compran el tipo de valor a una entidad emisora con la finalidad de obtener rentabilidad. Los inversionistas pueden ser clasificados, principalmente, en dos tipos, ya sea institucionales, los cuales cuentan con mayores niveles de recursos financieros o los retail o particulares.

b) *Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)*

Es el órgano responsable de regular y supervisar las operaciones del mercado de valores. De acuerdo a su página web, tiene como misión: “Proteger al inversionista y promover el desarrollo del mercado de valores, de productos y del sistema de fondos colectivos, a través de altos estándares internacionales de regulación, supervisión y orientación; con un equipo especializado y comprometido con la excelencia, y con el uso de las tecnologías de avanzada”.

c) *Bolsa de Valores de Lima*

La Bolsa de Valores de Lima S.A.A. es una sociedad que tiene por objeto principal facilitar la negociación de valores inscritos, proveyendo los servicios, sistemas y mecanismos adecuados para la intermediación de manera justa, competitiva, ordenada, continua y transparente de valores de oferta pública, instrumentos derivados e instrumentos que no sean objeto de emisión masiva que se negocien en mecanismos centralizados de negociación distintos a la rueda de bolsa que operen bajo la conducción de la Sociedad, conforme a lo establecido en la Ley del Mercado de Valores y sus normas complementarias y/o reglamentarias.

d) *Sociedad Agente de Bolsa*

Según el Reglamento de agentes Intermediarios (RAI), una Sociedad Agente de Bolsa (SAB) es la única intermediaria del mercado bursátil autorizada y supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) encargada de realizar las operaciones de compraventa que los inversionistas les solicitan; a cambio cobran una comisión, que es determinada libremente por cada una de ellas en el mercado.

Las SAB también pueden prestar otros servicios, como resguardar los valores (custodia), administrar cartera (diversos tipos de valores), así como brindar asesoría, mostrando a los

inversionistas las diferentes alternativas que brinda el mercado de valores y posibilitando así la elección de la mejor opción de inversión.

Asimismo, dentro sus operaciones, puede realizar la estructuración de emisión de valores, como es el caso de las emisiones de instrumentos de corto y largo plazo realizadas en el MAV. En este proceso se deberá definir el tipo de valor a emitir, lo cual implica determinar los montos, plazos y tipos de moneda que se adecúen a las necesidades del negocio. Asimismo se deberá presentar a la empresa emisora ante los potenciales inversionistas en un Road Show. El estructurador debe preocuparse por la capacidad de que el emisor esté en la capacidad de cumplir con las obligaciones de pago contraídas al momento de la emisión.

Posterior a la estructuración, las Sociedad Agente de Bolsa deberá colocar los valores entre los inversionistas que se presenten a la oferta pública, para lo cual deberá recibir las órdenes de adquisición a presentarse en una subasta a través de un sistema electrónico. En el mercado local, la colocación realizada por el intermediario puede ser sin garantía (mejor esfuerzo) o con compromiso en garantía, en las cuales no hay un compromiso de colocación de emisión y el intermediario se compromete a adquirir los valores que no fueron colocados, respectivamente.

Es necesario indicar que si bien el proceso de estructuración y colocación de los valores, por lo general, es llevado a cabo por el mismo intermediario, no siempre es éste quien cumple con ambas funciones. Esto a diferencia de emisiones de mayores volúmenes, realizadas en el mercado principal o emisiones internacionales, en las que diferentes entidades pueden encargarse de los mencionados procesos.

e) *Registro Central de Valores y liquidaciones (CAVALI)*

- De acuerdo con la misma institución se autodefine como el Registro Central de Valores y Liquidaciones del Perú, cumple con las siguientes funciones:
- Registra, anotando en una cuenta electrónica, los valores emitidos por las empresas e instituciones y los cambios de propiedad que estos tienen a lo largo del tiempo
- Compensa y liquida las operaciones efectuadas en la BVL y otros mecanismos centralizados de negociación
- Brinda servicios vinculados que atienden las diversas necesidades del mercado: pago de dividendos a accionistas, procesos de reorganización corporativa, entrega de acciones liberadas, entre otros.

f) *Clasificadoras de Riesgos*

Según el Instituto Peruano de Economía, las clasificadoras de riesgo son empresas dedicadas a calificar el riesgo crediticio de todo tipo de obligaciones financieras, es decir, la probabilidad de incumplimiento. Las calificaciones otorgadas pretenden ser opiniones profesionales, especializadas e

independientes acerca de la capacidad y voluntad de pago de una empresa o entidad privada o pública. Para emitir su opinión, las calificadoras estiman, con criterios cuantitativos y cualitativos, la probabilidad de que el calificado incumpla con sus obligaciones contractuales o legales. Dada esta estimación, otorgan un calificativo que busca medir de una manera comparable el riesgo crediticio de los diferentes títulos.

2.3. Tipos de Título Valor en el Mercado de Valores

Antes de mencionar los Tipos de Valores que existen en el Mercado de Valores, es necesario definir qué es un Título Valor.

Los Títulos Valores son documentos de carácter mercantil que contiene derechos patrimoniales pues representan dinero, este documento siempre tiene que estar firmado por el deudor para que tenga validez para poder realizar las transferencias. En el Perú están regulados en la Ley N° 27287(1) donde se da a conocer que es un derecho mercantil que ejerce obligaciones, es decir, una serie de documentos de muy diferentes características, pero que tienen algo en común: una persona (el emisor), se compromete a efectuar determinada prestación en favor del que resulte ser su legítimo tenedor (Navas & Ruiz, 2014).

Un título valor, según FLINT,

... es un documento que representa o contiene derechos patrimoniales, lo cual les confiere carácter de instrumentos con contenido económico, el destino a que están dedicados, o sea, a la circulación, es decir que están hechos para movilizar valores. Su carácter formal, o sea, que deben otorgarse de conformidad con las prescripciones legales que les imponen determinados requisitos (Flink, 1986).

Se puede deducir, entonces, que un Título Valor es un documento mercantil en el que está incorporado un derecho privado patrimonial, por lo que el ejercicio del derecho está vinculado jurídicamente a la posesión del documento entre un acreedor y un tenedor o deudor.

De este modo, dentro del mercado de valores, quienes obtienen estos títulos valores son los inversionistas, estos tienen a su disposición diferentes tipos de valores, los cuales están clasificados en Renta Fija y Renta Variable según la Ley N.º 27287.

2.3.1. Renta fija

a. Bonos

Es un valor que representa deuda de largo plazo, definido por el artículo 264° de la Ley 27287 de títulos valores como obligaciones emitidas a un plazo mayor de una año o con duración a perpetuidad. Al respecto, un bono es un préstamo cuyo repago de la deuda se hará no solo por el principal, sino también con el interés previamente pactado.

b. Instrumentos de Corto plazo

Es un valor mobiliario de deuda cuya vigencia tiene como plazo máximo 1 año. Está definido en el artículo 98° de la Ley 27287 como valores representativos de deuda emitidos a plazos mayores de un año y pueden ser emitidos mediante títulos valores o anotaciones en cuenta. Entre todos los instrumentos de corto plazo, el más usual es el Papel comercial.

2.3.1. Renta Variable

a. Acciones

Son valores que representan una parte alícuota de la empresa. A través de la emisión de nuevas acciones se pueden captar de fondos a través de nuevos inversionistas, los que serán nuevos accionistas (socios) de la empresa emisora. Por otra parte, existen dos tipos de acciones: Las comunes, que sí tienen derecho a voto; las acciones sin derecho a voto, que a cambio tienen derechos preferentes, con prioridad en el pago de dividendos. Finalmente, se tienen las acciones laborales o también llamadas acciones de inversión; no obstante, de acuerdo con la quinta disposición incorporada en la Ley General de Sociedades, en ningún caso el término acciones incluye a las acciones de trabajo ni el término accionista a los titulares de éstas.

3.5. Mercados Alternativos

Un Mercado Alternativo de Valores opera bajo el mismo esquema que un mercado principal, pero a diferencia de este, tiene menores requisitos y menores costos para que las empresas puedan acceder a él, otro distintivo de este tipo de mercado es que está orientada a empresas de menor capitalización en comparación al mercado principal. De acuerdo con Mendiola et al. (2014):

Un mercado alternativo es un sistema multilateral de negociación de valores para empresas en crecimiento de reducida capitalización. Está dirigido a inversionistas institucionales y privados, lo que permite a todo tipo de empresas competir en igualdad de condiciones en los mercados globales (p.45).

Sin embargo, es necesario que la empresa, antes realice un proceso de preparación a fin de que sea atractiva para sus inversionistas. Según Blanco (2008), se necesita una aclimatación al mercado de valores, para que las pequeñas y medianas empresas puedan optar por nuevas fuentes de financiamiento, dando solución a las dificultades y mayor costo que tienen estas empresas para su acceso al mercado. Este texto muestra que en varios países (Estados Unidos, Reino Unido, España, Brasil, Perú y Colombia) se han diseñado “segundos mercados” que exigen requisitos de información más flexibles y con menores costos de emisión que en el mercado oficial o principal.

De esta forma, los mercados alternativos han apuntado a financiar principalmente a empresas familiares, pequeñas y/o medianas; vale decir, a empresas no corporativas. De acuerdo al Intendente General de Supervisión a Conductas de la SMV, Alix Godos, los principales objetivos que persiguieron las entidades reguladoras, para la creación de este tipo de mercado, están relacionados a tender un puente entre las empresas con necesidades de financiamiento y quienes tienen dinero y tienen la necesidad de invertir (comunicación personal, 29 de diciembre, 2016).

Es así que surge esta nueva forma de financiamiento, Hierro (2001) afirma que entre los años 1970 y 1980 se crearon en varios países europeos, mercados alternativos o paralelos a los mercados principales a imagen del mercado NASDAQ en Estados Unidos, de gran éxito. Esto es indicio de que el origen del MAV se originó gracias a modelos que se implementaron anteriormente en otros países.

Carro y Veloso, sostienen que entre las ventajas que se afirman puede obtenerse se encuentran: la posibilidad de contar “con un mecanismo de financiación del que antes no disponían; tendrían continuamente, además, una valorización de mercado objetiva, ofrecerían a sus accionistas una vía de liquidez adicional o estarían en condiciones de presentarse como una empresa cotizada en un mercado de reconocido prestigio, con la consiguiente notoriedad que ello comporta” (2010, citado en Mendiola et al., 2014, p. 38).

4. Mercado Alternativo de Valores (MAV)

El Mercado Alternativo de valores es una nueva alternativa de financiamiento para empresas no corporativas, que nace cuando entra en vigencia la norma emitida por la SMV en el año 2012. Cabe señalar que este mercado exige a las empresas emisoras menores requerimientos y obligaciones de presentación de la información que el régimen general debido a que está dirigido a empresas no corporativas que busquen una alternativa adicional al tradicional financiamiento bancario que predomina en el país.

De acuerdo con Pineda (2016), el MAV es un método de financiamiento altamente atractivo para cualquier emisor, pero existen elementos que le restan competitividad frente al sistema bancario.

Conforme con el autor, el primer elemento estaría relacionado a los “costos de naturaleza única” que suponen el acceso a este mercado, los cuales incluyen, por ejemplo, la contratación del servicio que ofrecen las Sociedades Agentes de Bolsa por la preparación, estructuración y colocación de los valores (en el caso de los Instrumentos de Corto plazo). Considerándose la principal barrera económica para el acceso de las empresas al MAV. En segundo lugar, se debe considerar que las empresas no corporativas y/o medianas empresas deben “prepararse” previamente mediante la práctica de principios mínimos de buen gobierno corporativo para poder generar confianza en los inversionistas.

Por otro lado, dicha preparación podría suponer un proceso difícil debido a que son empresas familiares de estructura cerrada. Asimismo, este proceso suele demorar en promedio entre siete y doce meses dependiendo de la preparación previa de la empresa, la calidad de información disponible, la recopilación de la misma y el cumplimiento de los requisitos. Estos elementos podrían explicar el poco dinamismo de este nuevo mercado, el cual está conformado por doce empresas registradas a diciembre del 2016, número que se encuentra por debajo de lo esperado en el mercado.

A pesar de la flexibilidad que ofrece este segmento de mercado en relación a la oferta de títulos valores, esto puede ser desfavorable para los potenciales inversionistas interesados en adquirir los mismos, debido a que la simplificación de requisitos en cuanto a la presentación de información financiera sobre la empresa puede –incluso- aumentar la asimetría de información entre acreedor y deudor. Los inversionistas son aquellas personas jurídicas y naturales que administran fondos con la finalidad de obtener rentabilidad con determinados niveles de riesgo asociados a través de las diferentes alternativas de inversión existentes en el mercado. En tal sentido, los adquirentes de los instrumentos emitidos en el MAV han sido, predominantemente, inversionistas retail, los cuales no demandan grandes cantidades ni realizan un estudio riguroso financiero sobre la opción en la que van a invertir y cajas municipales. Asimismo, dado que los montos emitidos por la empresas que pertenecen a este segmento son relativamente pequeños en comparación a los fondos que manejan los inversionistas institucionales, estos no son muy atractivos, al tener que destinarse recursos humanos y económicos que no justifican la inversión, una segunda razón, vienen a ser los plazos de los valores emitidos en el MAV – por lo general ICP- los cuales no calzan con los periodos de inversión de los institucionales que tienen un horizonte de largo plazo. En contraste, la reglamentación vigente permite a los inversionistas institucionales, lo que significa un cambio respecto a la regulación anterior debido al riesgo asociado en las emisiones de estas empresas. Asimismo, de acuerdo con el Reglamento de mercado de los Inversionistas Institucionales, los emisores están facultados a optar por realizar ofertas públicas dirigidas exclusivamente a inversionistas institucionales bajo este régimen. Así Pineda (2013) describe algunos motivos, por los cuales los inversionistas no se ven interesados en apostar por emisiones en este segmento de mercado:

- Sesgo de los inversionistas (AFP). Existe un sesgo sobre las medianas empresas como poco transparentes y que el cambio que estas realizan lo hacen de cara a su pronta emisión.
- Cambio de mentalidad del emisor. Existe la percepción que a las medianas empresas les cuesta entender que cuando captan dinero de inversionistas, se obligan no solo a devolver el dinero y los intereses, sino a informar sobre el destino del mismo.
- Falta de controles de dinero. Los controles para disposición de dinero son reducidos, pues no existen llaves de doble firma, así como tampoco políticas expresas de préstamos a los accionistas y empresas vinculadas.
- Dificultad de fiscalización. Como parte de una política de riesgos, cada cierto tiempo las AFP hacen seguimiento a las empresas en las que invierten (actualiza el perfil de riesgo). En la medida que este tipo de emisores tiene controles muy laxos para la disposición de dinero, para las AFP esto implica un grado de desconfianza. Además, con la flexibilización del MAV se permite la entrega de los estados financieros semestralmente y con eso se pierde estacionalidad, pues ya no se pueden comparar picos de venta en determinados periodos con años anteriores, lo cual implica una disminución en la capacidad de reacción de las AFP.
- Emisiones de reducidas cantidades. Se refiere a que las emisiones de las medianas empresas suelen tener un monto pequeño para ser consideradas atractivas para las AFP (que suelen incursionar en emisiones a partir de 25 o 30 millones de soles).

En el Perú, los inversionistas institucionales están conformados principalmente por fondos de inversión, fondos mutuos, administradoras de pensiones y compañías de seguro (SMV, 2012).

En cuanto a información recogida de diferentes participantes en el mercado de capitales, no existe consenso acerca de la posibilidad de los inversionistas institucionales como potenciales inversionistas para destinar fondos a la adquisición de valores del MAV, sin embargo coinciden en que las principales razones se encuentran la poca liquidez, la escala de inversiones y la asimetría de información.

De acuerdo con Jorge Sousa, gerente de ADCAP Securities, la debilidad de este mercado se encuentra por el lado de los inversionistas con apetito de riesgo. Existe un vacío entre segmento de bolsa con emisiones de bajo riesgo y las de mayor especulación. Esto es resultado de una disociación entre los inversionistas institucionales y las medianas empresas con potencial para obtener financiamiento en el mercado de capitales. Debido a que las emisiones en el MAV tienen perfiles de riesgo menor al AAA, los inversionistas requieren mayores spreads. En tal sentido, es necesaria la creación de fondos que apunten a empresas con ratings más bajos.

Es necesario crear- a través de la regulación- un equilibrio entre la flexibilización en la presentación de información y la necesidad de los potenciales inversionistas sobre el conocimiento del real estado financiero de la empresa y su capacidad de pago.

En el siguiente apartado, se detallan los principales requisitos formales de acuerdo con el reglamento para que las empresas puedan acceder a MAV.

4.1 Reglamento del Mercado Alternativo de Valores

De acuerdo con el Reglamento del Mercado Alternativo de Valores – MAV, emitido por la SMV, las empresas que decidan financiarse deben cumplir las siguientes condiciones según la Resolución SMV N° 025-2012-SMV/01:

- Sus ingresos anuales promedio por venta de bienes o prestación de servicios en los últimos tres (3) ejercicios, no deben exceder de trescientos cincuenta (350) millones de Soles o su equivalente en dólares americanos, según la información financiera anual disponible o declaraciones anuales de impuestos, o del monto por ventas contenido en la definición de créditos corporativos establecido en la Resolución SBS N° 11356-2008 y sus modificatorias o la norma que la sustituya; el que resulte mayor (Artículo 4).
- Si la empresa cuenta con menos de tres (3) años de operaciones, se considerarán sus ingresos anuales promedio por venta de bienes o prestación de servicios durante el periodo disponible. Si la empresa cuenta con menos de un (01) año de haber iniciado operaciones, se considerarán los ingresos por los citados conceptos en el período disponible (Artículo 4).
- No tener valores inscritos en el Registro o admitidos a negociación en algún MCN administrado por las Bolsas o mercados organizados extranjeros, salvo en el caso que la inscripción en el Registro sea en el marco del Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales (Artículo 4).
- Empresas que no estén obligadas a inscribir valores en el Registro (Artículo 4).

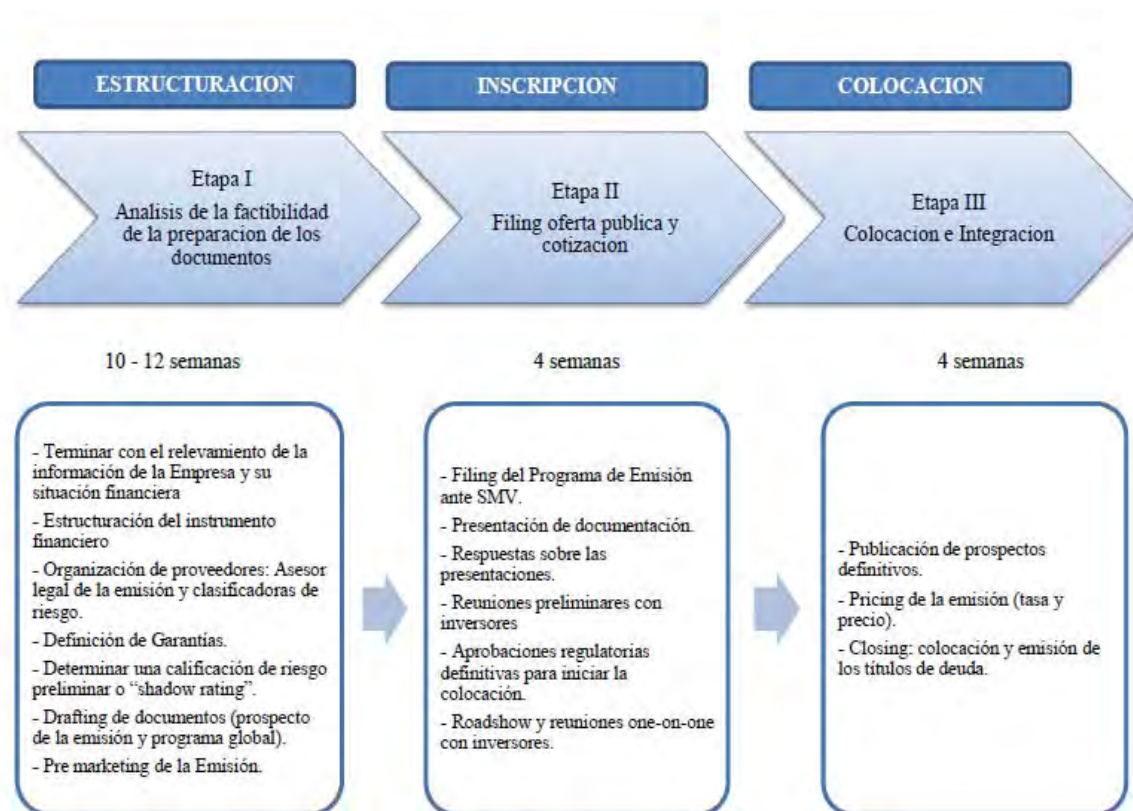
En el 2015, se ha reducido el número de años de operación exigidos de (03) años a (0) años, con la finalidad de poder incluir a empresas que inicien con sus actividades; sin embargo, no se estaría considerando el tiempo real que le podría tomar a una empresa prepararse para cumplir con los requisitos exigidos por la norma. En cuanto a la información exigida, se tiene mayor flexibilidad en la presentación de documentación respecto al mercado principal.

4.2 Funcionamiento del MAV

De acuerdo con el reglamento del MAV, se pueden ofertar valores representativos de capital social, instrumentos de corto plazo y bonos en el mercado primario y secundario. En la investigación realizada por Mendiola et al., (2014), se explica de manera breve cuales es el procedimiento que deben seguir las empresas para hacer una oferta pública primaria y secundaria en el MAV. En el caso de una oferta pública en el mercado primario los instrumentos de corto plazo deben tener la condición de «valores típicos». La colocación de los valores puede efectuarse en rueda de bolsa, o bien fuera de ella, a través de un intermediario autorizado. Para el caso de los instrumentos de corto plazo, la empresa emisora podrá colocar dichos valores directamente, y se les aplicarán las obligaciones, responsabilidades y prohibiciones correspondientes a los intermediarios (Mendiola et al., 2014).

Respecto al cumplimiento de los requisitos formales, las empresas siguen un proceso mediante el cual recopilan la información y coordinan el trabajo con las SAB, la clasificadora de riesgos, el estudio de abogado, entre otros. A continuación, la Sociedad Agente de Bolsa Andes Advanced, presenta un gráfico que muestra el proceso que podrían seguir una empresa para cumplir con los requisitos formales, en las siguientes tres etapas: estructuración, inscripción y colocación, tal como se describe en la figura 5.

Figura 5: Proceso para el acceso al MAV



Fuente: Sociedad Agente de Bolsa Andes Advanced

En la primera etapa, la empresa revisa y elabora los prospectos y completan los anexos, de acuerdo a los formatos que facilita la Superintendencia de Mercado de Valores. En estos, se presentan la información, comercial, societaria, legal financiera de la empresa. Asimismo, se deciden los términos de financiamiento como el tipo de valor, el monto, el plazo y la moneda, el cual es conocido como estructuración de los instrumentos financieros.

En la segunda etapa, la empresa inscribe el valor en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV y en el registro de Valores de la BVL. La inscripción del valor y del programa en el registro puede hacerse mediante un trámite general o un trámite anticipado, según corresponda. En ambos casos, el plazo máximo con el que cuenta la IGSC (Intendencia General de Supervisión de Conductas de la SMV) para disponer la inscripción es de quince días (Mendiola et al., 2014, p.49). En este último texto, se detalla la información precisa sobre la documentación necesaria, dentro de la cual se encuentran los prospectos informativos, memoria anual, información financiera individual auditada y estados financieros individuales.

De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 18° y 24° del Reglamento del Mercado Alternativo de Valores, el Emisor MAV debe entregar oportunamente a la SMV su información financiera, memoria anual y otra que se le requiera (SMV,2015). Asimismo, las empresas que participen en el

MAV deben comunicar sus hechos de importancia e información reservada de conformidad con la normativa convencional para el régimen general (Mendiola et al., 2014:51).

En la colocación, la empresa hace pública la oferta mediante una subasta del valor en el mercado. Por último, se da la emisión en la que se crea el valor y se obtienen el financiamiento deseado por la empresa (Bolsa de Valores de Lima, 2015).

4.3 Evolución de Financiamiento en el Mercado Alternativo de Valores

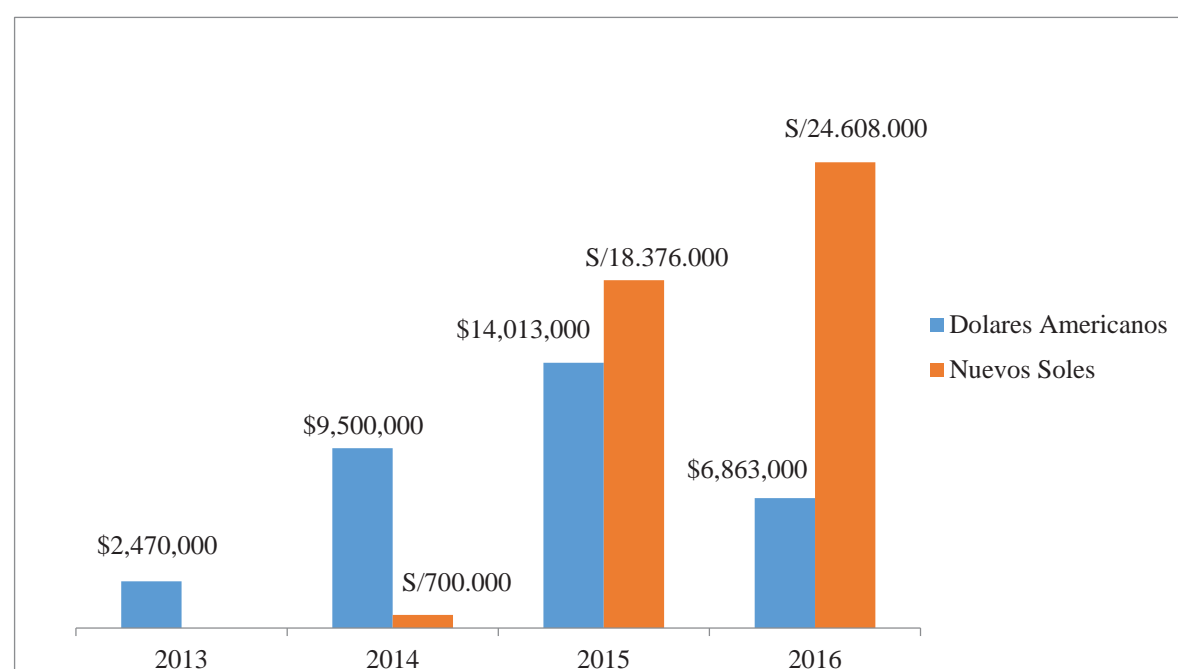
Desde la creación del MAV hasta diciembre del 2016 se han colocado tanto Instrumentos de corto como de Largo Plazo.

Como se mencionó líneas arriba, los requisitos para acceder a este mercado son más flexibles. Algunos de estos fueron cambiados desde su creación:

- 1) Inicialmente, un requisito para poder acceder al MAV era que las empresas tenga un ingreso promedio máximo en sus 3 últimos años de S/200 millones de soles o su equivalente en dólares; esto en 2016 cambio a S/350 millones de soles.
- 2) Asimismo, con el fin de dar a las empresas una mayor flexibilidad en el MAV y reducir con ello los costos de emisión, en julio 2016 se aprobó que para la emisión de obligaciones de corto plazo no se exija una clasificación de riesgo independiente, siempre que el emisor haya sido clasificado dentro de la categoría normal, en los últimos cuatro trimestres, por la Central de Riesgos de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.
- 3) Inicialmente tenía que tener la empresa un promedio de existencia de 3 años, esto fue modificado a 0 años, como se mencionó y detallo líneas arriba.

Respecto a la evolución en cuanto a montos de emisión tanto de ICP y bonos, se muestra la tendencia en el siguiente gráfico:

Figura 6: Total de emisiones de deuda por año en el MAV



Fuente: BVL
Elaboración propia

Se puede observar que desde el 2013 hasta el 2015 se ha incrementado notablemente los montos de emisión en moneda americana; sin embargo, en el 2016 este ha sido reemplazado en parte por la moneda local, esto debido al constante financiamiento de Electrovia que colocó en soles. Asimismo hasta diciembre 2016 se han emitido tanto en ICP como en Bonos, un total de \$34,6 millones de dólares y S/ 43,6 millones de nuevos soles.

4.4 Empresas emisoras del MAV

Desde su promoción hasta el mes de diciembre del 2016, son doce empresas peruanas de diferentes sectores las que pueden financiarse a través de colocaciones de instrumentos a corto plazo (ICP), bonos y acciones en el Mercado Alternativo de Valores. A continuación en la tabla 6, se muestra un resumen con la información relevante sobre las primeras colocaciones que realizaron:

Tabla 6: Clasificación de empresas que accedieron al MAV hasta diciembre 2016

No.	Empresa	Sector	Tipo de valor emitido	Primera tasa al emitir
1	Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar S.A.	Agropecuario	Papeles Comerciales	6.00%
2	A.Jaime Rojas Representaciones Generales S.A.	Comercio	Papeles Comerciales	6.00%
			Bonos	7.47%
3	Triton- Trading S.A.	Servicios	Papeles Comerciales	6.00%
4	Medrock Corporation S.A.C.	Industrial	Papeles Comerciales	3.40%
5	Edpyme Inversiones la Cruz S.A.	Financiero	Papeles Comerciales	6.35%
			Bonos	9.90%
6	Tekton Corp S.A.C.	Inmobiliario	Papeles Comerciales	4.50%
7	Ciudaris Consultores Inmobiliarios S.A.	Inmobiliario	Bonos	7.50%
8	BPO Consulting S.A.C.	Servicios	Papeles Comerciales	8.50%
9	Electrovia S.A.C.	Servicios	Papeles Comerciales	8.50%
10	Globokas Perú S.A.	Servicios	Acciones	-
11	Gerens escuela de Gestión y Economía S.A.	Servicios	Papeles Comerciales	8.50%
12	Viaconsumo S.A.C.	Servicios	Papeles Comerciales	8.63%

Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores

Elaboración propia

4.5 Costos de la emisión a través del MAV

Como se mencionó anteriormente, el acceso al MAV supone un proceso de preparación, estructuración, inscripción, colocación y emisión, los cuales se traduce en costos y tiempo. Por lo cual, se consideró relevante presentar los principales costos, tanto los costos fijos o de naturaleza única como también los costos variables o periódicos; que la empresa debe asumir para acceder al MAV; de manera que, puedan servir como referente para las empresas potenciales que vean atractivo este mercado.

Se ha estimado un promedio de estos costos a partir de las entrevistas realizadas a los gerentes, accionistas y/o gerentes de las empresas que formaron el grupo de estudio; así como, los costos propuestos en la tesis “Las medianas empresas en el mercado bursátil en el Perú” realizada por

Pineda (2013) en donde presenta los costos promedios asociados a la primera emisión. La información obtenida en la tabla 7 corresponde a los datos obtenidos a partir de las entrevistas a los participantes y la información presentada en la tesis de Pineda (2013).

Tabla 7: Clasificación de costos fijos y variables para acceder al MAV

Gasto	Concepto	Fuente	MAV
Preparación de la emisión	Estructuración	BNB Valores	\$30,000
	Gastos legales	Estudio de abogados	\$6,000
	Auditoria Externa	DPO consulting	\$10,000
	Costo clasificadora de Riesgos	Pacific Credit Rating	\$8,500
Gastos para efectuar OPP	Inscripción en la SMV	Tarifario	\$1,975
	Comisión SMV	Tarifario	\$1,975
	Inscripción BVL	Tarifario	0,01875% del monto colocado
	Inscripción CAVALI	Tarifario	\$85
	Comisión de la colocación SAB	BNB Valores	50 pts. Básicos
	Gastos de publicación, Registrales e impresión	Costo de mercado Aprox.	\$1,750
	KitDigital	Tarifario	\$320
Gastos anuales de mantenimiento de la emisión	BVL	Tarifario	Mensual 0,001% monto (Min \$30)
	CAVALI mantenimiento	Tarifario	Mensual 0,001% monto (Min \$100 - Max \$300)
	Contribución SMV	Tarifario	Mensual 0,0035%
	Auditoria externa	DPO consulting	Semestral \$5,000
	Clasificadora de Riesgos	Pacific Credit Rating	Anual \$4,500

Fuente: John Pineda 2013 y empresas inscritas en el MAV
Elaboración Propia

Los costos de naturaleza única presentada en el cuadro anterior pueden variar dependiendo de los costos de los servicios de involucrados en el proceso; por ejemplo, de la sociedad agente de bolsa, la clasificadora de riesgos y estudio de abogados que contrate la empresa emisora.

5. Factores Críticos de Éxito

En esta sección se hará una revisión de las definiciones sobre FCE recogidas de distintos autores y las características de los mismos para su identificación; sin embargo se optó por la definición de FCE según Caralli (2004) debido a su componente estratégico, el cual se detalla en en los siguientes líneas.

5.1 Definición de los FCE

A través de la revisión de literatura, se ha encontrado diferentes definiciones acerca de los Factores Críticos de Éxito (FCE). Así, Ronald (1961) los define como un conjunto de acciones cuyo resultado es una combinación de entradas o recursos que logran incrementar la rentabilidad de una empresa. Por otro lado, para Leidecker (citado por Villegas, 1997) son características, condiciones o variables que cuando están debidamente soportadas, conservadas o administradas tienen un impacto significativo en el éxito de una empresa que compite en una industria específica. Asimismo, Eccles (1993) lo define como condiciones internas o externas claves para la estrategia de la empresa sea exitosa (citado en Romero, 2009).

La investigación, de acuerdo a sus propósitos y objetivos, busca conocer los Factores Claves de Éxito (FCE) en el acceso de las empresas al Mercado Alternativo de Valores (MAV). Los FCE son los elementos claves que hacen que la empresa tenga éxito o fracase en la consecución de un objetivo. Para el presente estudio se hará uso del enfoque de Caralli. De acuerdo con el autor, los FCE son definidos como:

Áreas clave de rendimiento que son esenciales para la organización para cumplir su misión. Los administradores implícitamente conocen y consideran estas áreas clave cuando se fijan metas y actividades o tareas que son importantes para el logro de objetivos. Cuando estas áreas clave de rendimiento se hacen explícitas, proporcionan un punto de referencia común para toda la organización debe asegurarse de lograr un elevado rendimiento se hacen explícitas, proporcionan un punto de referencia común para toda la organización. Por lo tanto, cualquier actividad o iniciativa que se comprometa la organización debe asegurarse de lograr un elevado rendimiento en estas áreas clave; de lo contrario, la organización no puede ser capaz de alcanzar sus objetivos y, por lo tanto, puede no cumplir con su misión (Mendiola et al., 2013, p. 57).

Para el presente estudio se usará la definición de FCE propuesta por Caralli debido a que el autor plantea que para la identificación de los mismos, es necesaria la opinión de expertos en el sector y las personas involucradas en el proceso dentro de la organización:

Existen expertos internos y externos a la industria cuya valiosa opinión recoge elementos de la sabiduría convencional o intuición, que aportan a la identificación y valoración de factores críticos de éxito y son difíciles de identificar con métodos más formales (Mendiola 2014 et al., p. 58).

Asimismo, se considera conveniente usar como fuentes secundarias la documentación pública de las empresas para cimentar la información obtenida en las entrevistas; si bien se hará uso de Caralli para la definición de los FCE, no se empleará la metodología propuesta por el autor.

En la presente investigación, bajo las definiciones de los autores, se plantea que el ingreso al MAV es un objetivo que establecieron las actuales empresas inscritas en este mercado -en el marco de un proceso estratégico- y que existieron FCE que permitieron a dichas organizaciones la consecución del mismo. Por ende, se optó por usar el enfoque de Caralli debido al componente estratégico que propone este autor y el uso de instrumentos de investigación como entrevistas dirigidas a la plana gerencial quienes dirigen estratégicamente y están encargadas de las áreas claves que permiten a través del cumplimiento de objetivos y metas la consecución de la misión general la organización. A través de estas entrevistas se conocerán las motivaciones y procesos que han seguido las empresas para cumplir con su misión. Asimismo, será necesario el estudio de la documentación de las empresas y el entorno en el cual se desenvuelven.

Los FCE son una parte importante dentro del plan estratégico de la organización que busca la consecución de objetivos. Un FCE puede influenciar o afectar la consecución de muchos diferentes objetivos o simplemente enfocarse, específicamente, en sólo uno. Algunos objetivos pueden ser establecidos, muchas veces, sin tener en cuenta la misión. Existen algunos elementos que determinarán los FCE para las organizaciones, ya que en función de estos se establecerán los objetivos y metas de la organización. Las fuentes de los FCE pueden provenir tanto del exterior como interior de la organización, debido a que los altos mandos pueden estar más preocupados por el entorno mientras los gerentes operativos por las actividades diarias de la organización.

5.2 Características de los FCE

Los FCE muchas veces están presentes de manera implícita en la organización, sin que se le preste la atención del caso, sin embargo, es necesario hacerlos explícitos para que puedan guiar a la organización hacia la consecución de sus objetivos.

Las metas y los FCE se complementan para lograr la misión de la organización, ambos son componentes del plan estratégico de la organización y están directamente relacionados con las decisiones tomadas por los directivos. Cuando los gerentes establecen metas, también consideran implícitamente lo que tienen que hacer para tener éxito en el logro de las metas.

De acuerdo con la publicación Delphos (2016), se han establecido una serie de características propias de los factores críticos:

1. Son temporales y subjetivos
2. Están relacionados íntimamente con la supervivencia exitosa o competitividad de la entidad a que se refieren.
3. Son específicos para cada negocio, organización, entidad o individuo.

5. Reflejan las preferencias o puntos de vista respecto las variables claves en un determinado momento.
6. Se constituyen asimismo como elementos cruciales para el éxito de una organización durante el horizonte de planeación.
7. Son variables claves cuyo valor tiene un nivel crítico que al ser superado se considera como satisfactorio o exitoso. Lo contrario compromete seriamente la razón de ser de la entidad o la estrategia evaluada.
8. El éxito de las estrategias organizacionales, los planes, objetivos, esfuerzos y acciones estratégicas giran en torno a su concreción satisfactoria.
9. Un plan o proceso se considera estratégico para una organización cuando afectan a sus FCE.
10. Están directamente relacionados con el concepto de éxito de quienes los diseñen, su grado de comprensión del entorno o ámbito en que se formulan y de la naturaleza del negocio, así como del grado de madurez organizacional alcanzado.
11. Son influenciados por el contexto o entorno económico, socio-político, cultural, geográfico, y por el acceso y disponibilidad de recursos.
12. Están directamente relacionados con el reconocimiento de las debilidades, oportunidades, fortalezas y amenazas que la organización posee.
13. Su criticidad está en relación directa con el tiempo e importancia que se le destina en la organización para su evaluación y ejecución; el impacto de su no satisfacción o sobre su desempeño exitoso; su impacto actual o futuro sobre los recursos de la organización; el impacto actual o futuro sobre la cantidad y calidad de los sistemas, procesos, funciones, productos, servicios o individuos con los que se relaciona; el nivel de compromiso que tiene con la organización o entidad a la que se refiere y el nivel de impacto sobre el medio en que se desenvuelve la organización.
14. Las metas organizacionales están directamente relacionadas con la superación de los valores críticos de los FCE. Por otro lado, los objetivos organizacionales se logran cuando se cumplen las metas, y así la misión y la visión de la organización se logran cuando se cumplen los objetivos organizacionales.

Estos 14 puntos, presentados por Delphos, apoyarán la tarea para el reconocimiento de los FCE, no contradiciendo, sino más bien aportando con la definición sobre FCE propuesta por Richard Caralli.

En conclusión, en el presente capítulo se ha realizado la revisión de la literatura como también del contexto de los temas que se van a abordar en la presente investigación con el fin de tener un panorama más amplio para el lector. Temas como la mediana empresa en el Perú, sus fuentes de financiamiento, el Mercado de Valores, el Mercado Alternativo de valores y la definición de FCE. En

el siguiente capítulo se explicará la metodología que se siguió para llegar a cumplir los objetivos de la presente investigación.

CAPÍTULO 3: MARCO METODOLÓGICO

1. Diseño Metodológico

La presente investigación se realizó bajo un enfoque cualitativo con alcance exploratorio, cuyas técnicas de recojo de información se basan principalmente en entrevistas semiestructuradas y revisión de archivos. Estas entrevistas permitieron obtener información necesaria para explorar, comprender y analizar los Factores Críticos de Éxito para el acceso de las empresas medianas al Mercado Alternativo de Valores.

De acuerdo con Hernández, et al., (2014, p. 364), un “enfoque cualitativo se selecciona cuando se busca comprender la perspectiva de los participantes (individuos o grupos pequeños de personas a los que se investigará) acerca de los fenómenos que los rodean, profundizar en sus experiencias, perspectivas, opiniones y significados, es decir, la forma en que los participantes perciben subjetivamente su realidad”. De esta manera, las entrevistas estuvieron direccionadas a obtener información acerca de las experiencias, de las perspectivas y opiniones de las personas que estuvieron involucradas en el proceso de preparación de la empresa para que pueda financiarse a través este nuevo segmento de la Bolsa de Valores de Lima. En ese sentido, para la presente investigación se contó con la participación de los principales actores en este proceso; es decir, los gerentes, directores y/o accionistas de las empresas que lograron el ingreso al MAV; los ejecutivos de las Sociedades Agente de Bolsa que estructuraron y colocaron los instrumentos de financiamiento en el MAV; y por último, agentes de la entidad reguladora del mercado de capitales en el país como la Superintendencia de Mercado de Valores.

La revisión previa de literatura acerca de los factores críticos de éxito para el acceso de medianas empresas al Mercado Alternativo de Valores (MAV) demuestra que ha sido un fenómeno poco estudiado en nuestro país. En ese sentido, en el libro de Hernández, et al., (2014, pp. 79-86), se habla de un alcance exploratorio cuando “el objetivo es examinar un tema o problema de investigación poco estudiado” y cuando “la literatura puede revelar que no hay antecedentes sobre el tema en cuestión o que no son aplicables al contexto en el cual habrá de desarrollarse el estudio”. Hasta el momento, no se ha encontrado investigaciones teóricas donde se planteen factores críticos de éxito para el acceso a este nuevo segmento de mercado; por lo que, la presente investigación tuvo un alcance exploratorio.

El diseño de la presente investigación es de tipo fenomenológico debido a que se enfoca en las experiencias de los participantes como centro de indagación; en este caso, en la experiencia de las medianas empresas que participaron en el acceso al Mercado Alternativo de Valores. De acuerdo con Creswell (1998), Álvarez-Gayou (2003) y Mertens (2005) (citados en Hernández et al., 2010, pp. 515-

516), la fenomenología “pretende describir y entender los fenómenos desde el punto de vista de cada participante y desde la perspectiva construida colectivamente”; además, “se basa en el análisis de discursos y temas específicos, así como en la búsqueda de sus posibles significados”.

Cabe señalar que esta investigación no pretende generalizar de manera probabilística los resultados hallados (Hernández et al., 2010, p. 10). Sin embargo, se pretende entender la relación de las características y las similitudes entre las empresas estudiadas en los resultados obtenidos, para posteriormente, encontrar los principales Factores Críticos de Éxito que facilitaron el financiamiento de las medianas empresas peruanas a través del MAV. En ese sentido, el presente estudio se basa en un diseño fenomenológico. De acuerdo con Dantas y Moreira (2009), todo el proceso de la investigación es ampliamente viabilizado cuando la descripción fenomenológica es privilegiada. La descripción del fenómeno es la senda mayor para tener acceso al campo fenoménico del sujeto colaborador. Justamente de ahí surge la idea de utilizarse, en esta metodología de pesquisa, un sujeto colaborador que haya vivido la experiencia: se presupone que existe una relación dialógica constituida por el interés en aprender, con el otro, el significado del fenómeno en cuestión. En ese sentido, la presente investigación se basa en el diseño fenomenológico pues busca conocer las experiencias de los principales actores y entender el significado que tuvo para ellos el enfrentar el proceso de preparación, estructuración y colocación en el acceso al MAV.

2. Proceso de Investigación

En este apartado se describe el proceso que siguió la investigación, no obstante es necesario precisar que, tratándose de una investigación cualitativa el orden de investigación no está previamente definido y no necesariamente sigue una secuencia lineal, por lo que las fases de la investigación pueden realizarse de forma paralela. En el caso del proceso cualitativo, la muestra, la recolección y el análisis de datos son fases que se realizaron, prácticamente, de manera simultánea.

En la primera fase fue necesaria la delimitación de la problemática, la cual estuvo relacionada con las limitadas alternativas de financiamiento para las medianas empresas. Así se realizaron entrevistas exploratorias a expertos en temas de financiamiento a través del mercado de capitales para determinar la viabilidad del tema de investigación y su relación con el campo de la gestión empresarial.

Una vez garantizada la viabilidad del tema, se realizó el recojo de información a través de la revisión de fuentes secundarias tales como revistas científicas y libros relacionados a temas de fuentes de financiamiento para empresas de este tipo, el contexto actual de las medianas empresas en el Perú y sobre la gestión financiera de las mismas; además, de la experiencia de mercados alternativos tanto a nivel local como internacional, esto con la finalidad de validar el problema de investigación. De esta

forma se plantearon los objetivos específicos de la investigación los cuales giran en torno al objetivo principal. Posteriormente se realizó el marco teórico en función a la revisión de literatura existente acerca de los temas planteados

En la segunda fase se definió la técnica de investigación que son las entrevistas semiestructuradas, la revisión de archivos y triangulación de datos para la validación e identificación de los FCE; para después definir la muestra. Cabe recalcar que se realizó una selección de los participantes mediante un mapeo de los actores que estuvieron involucrados en el proceso preparatorio, estructuración, inscripción, colocación y emisión de cada empresa para acceder al MAV. Para esto se contó con la ayuda de un experto en el tema, quien laboró como ejecutivo en una Sociedad Agente de Bolsa estructurando y colocando valores en la bolsa; por lo tanto, nos ayudó a identificar al personal clave, en cada empresa inscrita, que podía colaborar en la presente investigación.

Posteriormente se elaboró un instrumento que permita la recolección de datos que consistió en guías de entrevistas dirigidas a los grupos de muestras: empresas que accedieron al MAV (Anexo A), agentes intermediarios (Anexo B) y agentes reguladores (Anexo C).

En la tercera fase, que es el análisis de datos, se procesa y organiza la información recabada de las entrevistas, en otras palabras, se transcribe y se coloca en la base de datos, para después realizar la categorización, codificación y sistematización de la información obtenida lo que nos permitirá encontrar hallazgos para el análisis. Se presenta la tabla 8 como modelo de ejemplo de este último proceso.

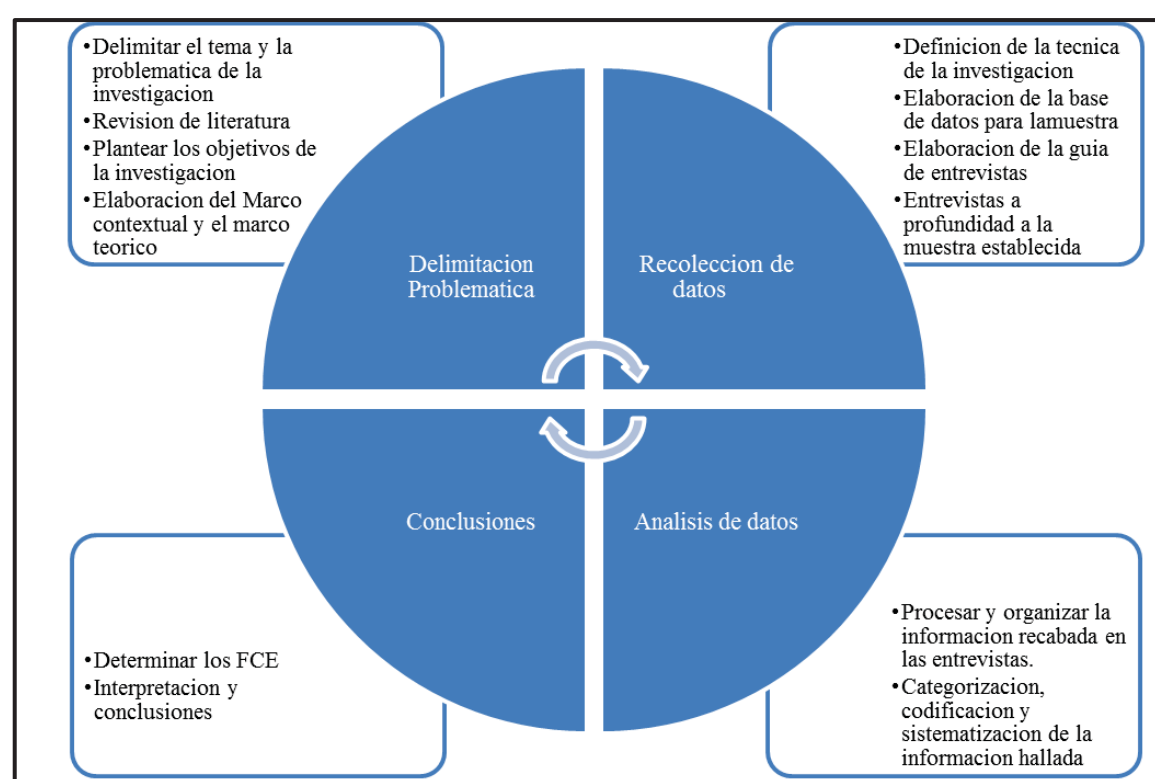
Tabla 8: Ejemplo para la categorización, codificación y categorización a 2do nivel

Pregunta	Parte de la transcripción	Categorización	Codificación	2do nivel
Pregunta 1	"..."	Categoría 1	Código 1	Categoría 1 FCE
	"..."	Categoría 2	Código 1	Categoría 1 FCE
	"..."	Categoría 3	Código 2	Categoría 2 FCE
Pregunta 2	"..."	Categoría 4	Código 2	Categoría 2 FCE

En la cuarta fase, se procedió a categorizar, codificar y sistematizar la información por niveles tanto de cada empresa como de los expertos para después hacer el cruce mediante la triangulación de datos y determinar los Factores Críticos de Éxito, el cual será elaborado y mostrado a través de la elaboración de matrices.

Como resultado de los procesos anteriores se obtendrán las principales conclusiones de la investigación en torno a la determinación de los factores críticos para el acceso de las medianas empresas peruanas al MAV. En la figura 6 se muestra el proceso seguido en la presente investigación:

Figura 7: Proceso de la investigación cualitativa



3. Población y Muestra

En los estudios cualitativos el tamaño de la muestra no es importante desde una perspectiva probabilística, pues el interés del investigador no es generalizar los resultados de su estudio a una población más amplia. Lo que busca la indagación cualitativa es profundidad; por otra parte, el tamaño de la muestra no se fija a priori (previo a la recolección de datos), sino que se establece un tipo de unidad de análisis y a veces se perfila un número relativamente aproximado de casos, pero la muestra final se conoce cuando las unidades que van adicionando no aportan información o datos novedosos, a esto se le llama “Saturación de categorías” o “Punto de saturación” (Hernández et al., 2014)

Para abordar la investigación, se ha realizado la estrategia de muestreo mixta. Dicha estrategia está establecida, primero, en la muestra a expertos y, segundo, la muestra de casos-tipo. Esto estará más detallado en el punto 4.2.

3.1 Población

Antes de definir la muestra es necesario presentar la población de donde se obtendrá ésta. Para la presente investigación existen dos tipos de poblaciones potenciales. Primero, las medianas empresas que están dentro del Mercado Alternativo de Valores que hasta diciembre 2016 fueron doce. Y segundo, la otra población está conformada por las personas externas a la organización y expertas en el Mercado Alternativo de Valores que son los Ejecutivos de las Sociedades Agentes de Bolsa y de la SMV. Cabe señalar que los Factores Críticos de Éxito se relacionan con la etapa preparatoria y los procesos de estructuración y colocación que las empresas tuvieron que seguir para acceder al financiamiento a través del Mercado Alternativo de Valores. En ese sentido para la investigación no se considera, como parte de la población, la participación de inversionistas debido a que no participaron de manera directa en las etapas mencionadas y por lo tanto no tienen influencia en ellas ya que toman sus decisiones de inversión en base a los márgenes de rentabilidad de las empresas emisoras.

3.2 Tipo de Muestra mixta: Muestra de Expertos y Muestra de Casos-Tipo

En esta investigación se vio conveniente utilizar un tipo de muestra mixta, la cual comprende una muestra de expertos y muestra de casos tipo. Asimismo se puede establecer que la muestra es no probabilística, debido a que la elección de los elementos no depende de la probabilidad, sino de causas relacionadas con características de la investigación (Hernández et al., 2014).

3.2.1 Muestra de expertos

La muestra de expertos se considera relevante debido a que para ciertos estudios es necesaria la opinión de individuos con conocimientos del tema de investigación ya sea para validar la problemática o para fortalecer la viabilidad del estudio (Hernández et al., 2014). Para la presente investigación, esta muestra estuvo conformada por dos grupos: Expertos Reguladores (SMV) y expertos intermediarios (Sociedades Agente de Bolsa). Ambos grupos están integrados por especialistas en el Mercado de Valores, quienes a través de sus opiniones apoyaron en la identificación de los Factores Críticos de Éxito.

A continuación, en la tabla 9 se detalla la muestra de expertos entrevistados:

Tabla 9: Clasificación de la muestra de expertos entrevistados

Muestra de expertos	Organización	Unidad
Reguladores	Superintendencia de Mercado de Valores	Intendente
		Superintendente
Intermediarios: Sociedades Agentes de Bolsa	BNB Valores	Ejecutivo
	Kallpa SAB	Ejecutivo
	Adcap Securities	Ejecutivo

La elección de estas personas se debió a la accesibilidad para lograr los objetivos de la investigación. Además se valió de la red de contactos de uno de los integrantes del equipo de investigación, quien labora en Cavali y mantiene contacto con los expertos participantes.

3.2.2 Muestra de Casos Tipo

El objetivo de este tipo de muestra es la riqueza, profundidad y calidad de la información, no la cantidad ni la estandarización (Hernández et al., 2014). En esta investigación, este tipo de muestra comprendió a las empresas que accedieron al MAV y que fue limitada de acuerdo al punto de saturación. Así también, este tipo de muestra incluirá al menos una empresa de cada sector del total que accedieron al MAV, tal como se detalla en la tabla 10:

Tabla 10: Clasificación de la muestra de Casos - tipo (empresas entrevistadas)

Muestra de Casos - Tipo	Organización	Sector	Unidad
Empresas dentro del MAV	Agroexportadora Chavin de Huántar	Agropecuario	Gerente Financiero
	A.Jaime Rojas	Comercio	Gerente Financiero
	Triton- Trading	Servicios	Gerente Financiero
	Laboratorio Medrock	Industrial	Vicepresidente
	Edpyme Inversiones la Cruz	Financiero	Gerente CFO
	Tekton Corp	Inmobiliario	Gerente Financiero
	Ciudaris Consultres Inmobiliarios.	Inmobiliario	Gerente Financiero
	Globokas Perú	Servicios	Vicepresidente Comercial
	9Gerens	Servicios	Gerente de administración y Finanzas

4. Técnicas de recolección de datos

Las técnicas empleadas para la recolección de datos fueron la entrevista semiestructurada con esquema, la revisión de archivos, y la triangulación de datos; asimismo, los instrumentos utilizados incluyeron una guía de entrevista y documentación pública de la empresa. Las entrevistas se realizaron entre los meses de julio y diciembre del 2016.

4.1 Entrevista semiestructurada

La elección de la entrevista semiestructurada como herramienta de recojo de información, se fundamenta en la flexibilidad que esta ofrece. En este tipo de entrevistas se determina de antemano cual es la información relevante que se quiere obtener. Se hacen preguntas abiertas dando oportunidad

a recibir más matices de la respuesta, permite ir entrelazando temas, pero requiere de una gran atención por parte del investigador para poder encauzar y estirar los temas (Casas, Repullo & Donado, 2003).

Las entrevistas estuvieron dirigidas a las personas que fueron determinantes para el ingreso de las medianas empresas al MAV, este grupo se circunscribe a aquellas personas que tomaron la decisión y/o fueron partícipes directos del proceso de acceso a financiamiento a través de este mercado, como los directores y/o los gerentes encargados de la gestión financiera; un segundo grupo estuvo integrado por las sociedades agentes de bolsa que participaron en el proceso de preparación, estructuración y colocación de las empresas; asimismo, también se contempló necesario contar con la validación de agentes del mercado de capitales peruano como ejecutivos la SMV, quienes regulan al MAV.

Debido a que estas empresas tienen la particularidad de que la propiedad, la dirección y la gestión de las mismas puede recaer en una misma persona, las entrevistas también estuvieron dirigidas a un accionista – se buscó que este sea mayoritario-. Cabe precisar que el accionariado estas empresas está concentrado en pocas personas. En resumen las personas entrevistadas serán accionistas mayoritarios, gerentes financieros de cada empresa o directores, para algunos casos en los que estos cargos sean ocupados por una misma persona en cada empresa.

4.2 Revisión de archivos

Los tipos de acceso a los diferentes materiales, documentos, registros pueden ser clasificados de acuerdo a si este se realiza con o sin necesidad de solicitar a los participantes tal información (Hernández et al., 2014).

Para esta investigación se obtuvo la información sin que esta sea solicitada directamente a los participantes, es decir, fueron datos no obstrusivos.

Por el lado de las fuentes secundarias, se realizó el recojo de información a través de la revisión de archivos, los cuales abarcaron información elaborada por las organizaciones mismas y que es de conocimiento público como: estados financieros auditados, memorias anuales; así como información solicitada a las empresas emisoras como los prospectos marcos realizados por las sociedades agentes de bolsa para los potenciales inversionistas, entre otros. Parte de esta documentación se elaboró en el marco del acceso a este segmento de mercado dado que en su etapa previa las empresas no contaban con este tipo de información, por un tema regulatorio y cumpliendo con la necesidad de enviar señales al mercado sobre la real situación en la que se encuentran, estas organizaciones han tenido que adecuarse al cumplimiento de la difusión de esta documentación.

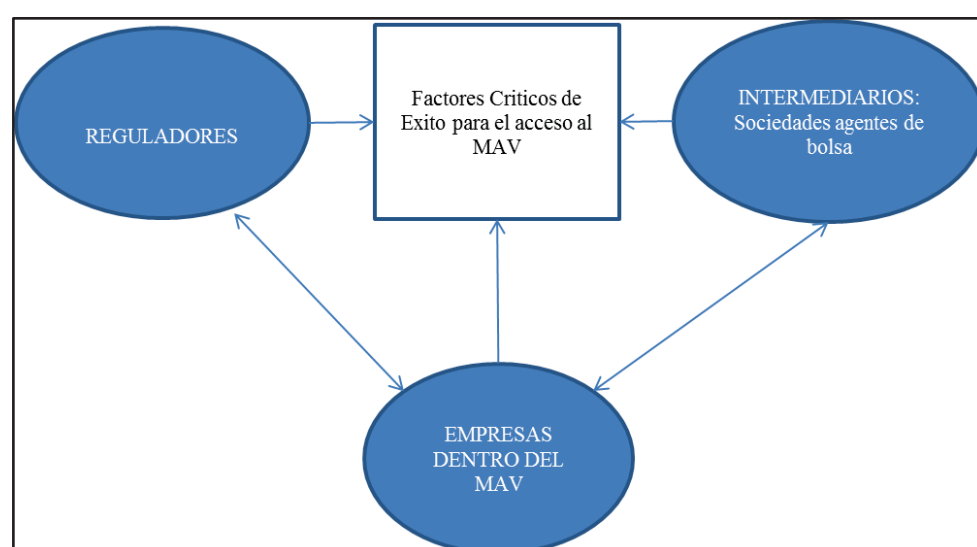
4.3. Triangulación de datos tipo fuente

Para los fines de esta investigación, se planteó hacer uso de una triangulación de datos, en la cual se recurre a diferentes fuentes con el fin de contrastarlas y a partir de las similitudes o diferencias que se encuentren en ellas, obtener información relevante. Según Hernández et al. (2014, p. 439), la triangulación de datos aportará mayor riqueza, profundización y amplitud a la indagación cualitativa, si los datos provienen de diferentes actores del proceso y de distintas fuentes. De esta forma, para la presente investigación, la muestra está interrelacionada en tres esferas, a través de las cuales se identificó los FCE para el acceso de las medianas empresas al Mercado Alternativo de Valores. Estas tres esferas están comprendidas por: empresas emisoras, agentes reguladores y agentes intermediarios, tal como se muestra en la figura 7.

Esta triangulación, comprendida por tres esferas, cuenta con un proceso para la identificación de los FCE, el cual se detalla a continuación:

- 1) Se identificarán los FCE por cada empresa caso de estudio, estas serán identificadas según la teoría y según la crítica del entrevistado.
- 2) Los FCE identificados por cada empresa, serán validados por las sociedades agentes de bolsa y por los agentes de la Superintendencia de Mercado de Valores, debido a que éstas son entidades expertas que conocieron el proceso de preparación, estructuración, inscripción, colocación y emisión de las empresas y quienes regulan la norma del Mercado Alternativo de valores, respectivamente. La validación e identificación de los FCE se hará mediante un cruce de las tres esferas.

Figura 7: Triangulación de datos (3 muestras)



Cabe resaltar que si bien la participación de los inversionistas es relevante para la colocación de los valores, estos no han sido incluidos como parte de la muestra, debido que sus decisiones serán consecuencia del proceso de preparación y estructuración que siguió cada empresa, en el cual no tuvieron un rol activo.

5. Técnicas para el procesamiento de investigación

5.1 Categorización, codificación y sistematización

La estrategia de análisis seguida en esta investigación estuvo guiada por el estudio de Hernández et al., (2014), según el autor los datos obtenidos a través de la recolección enfocada (entrevista y documentos) se encuentra en grandes volúmenes y de forma desorganizada; por lo que, los hallazgos irán surgiendo a partir del análisis de los datos.

Una vez realizada las transcripciones de las entrevistas, de tal forma que la información obtenida en estas, fue organizada a través de un criterio, dependiendo del participante: empresa, intermediario o reguladores. Así, dado el empleo de tres fuentes distintas de información, esta investigación empleó una triangulación de datos.

Posteriormente a la selección de unidades de análisis y su respectiva codificación, se establecieron categorías en base a las opiniones recogidas en las entrevistas a los participantes en relación a los factores críticos que permitieron a las empresas inscritas actualmente en el MAV acceder a este mercado. Dado que este estudio tiene un alcance exploratorio, es necesario precisar que, no se contaban con factores definidos a priori encontrados en la revisión de literatura, los cuales permitirían hacer una evaluación de aquellos que tuvieron incidencia en cada empresa de forma particular.

Una vez realizada la categorización en primer plano, se procedió a hacer una comparación entre las categorías encontradas, las cuales se fueron reduciendo debido a la saturación que se encontró en estas, así se realizó un proceso de agrupamiento entre categorías, a partir de las cuales se estableció temas, los mismos que se sistematizaron en matrices de tal forma que se presente la información de forma ordenada y comparada, para su posterior análisis.

6. Aspectos Éticos

Cada participante de cada muestra sea de expertos o de Tipo-Caso, antes de comenzar la entrevista ha recibido una breve explicación acerca del tema y los objetivos de la investigación, luego

se le consultó sobre su consentimiento para ser grabado y, en relación a sus disposición, se iniciaron con las preguntas de acuerdo a la guía de entrevista.

6.1 Consentimiento Informado

Al finalizar la entrevista, cada participante firmó un documento denominado “Consentimientos Informados” (Anexo H) mediante el cual confirma su participación en la presente investigación y acepta la divulgación de la información recolectada con fines académicos.

6.2 Confidencialidad

Como se detalló en el punto anterior, toda información recogida a través de las entrevistas, se ha utilizado con fines estrictamente académicos. Para esto, en el proceso de la investigación, la información de cada empresa fue manejada solo por el grupo de investigación, sin compartir con otras empresas relacionadas.

CAPÍTULO 4: PRESENTACIÓN DE RESULTADOS Y DISCUSIÓN

En el presente capítulo se muestran los resultados de la investigación que comprenden principalmente la identificación y el análisis de los FCE que han facilitado el acceso de las empresas estudiadas al MAV. En primer punto, se realizó el análisis individual de las empresas casos de estudio; segundo, se identificó los FCE obtenidos a través de crítica de expertos -intermediarios y agentes de la SMV- y, por último, el análisis de los FCE para el acceso al MAV validados por el método de la triangulación de datos propuesto en la metodología.

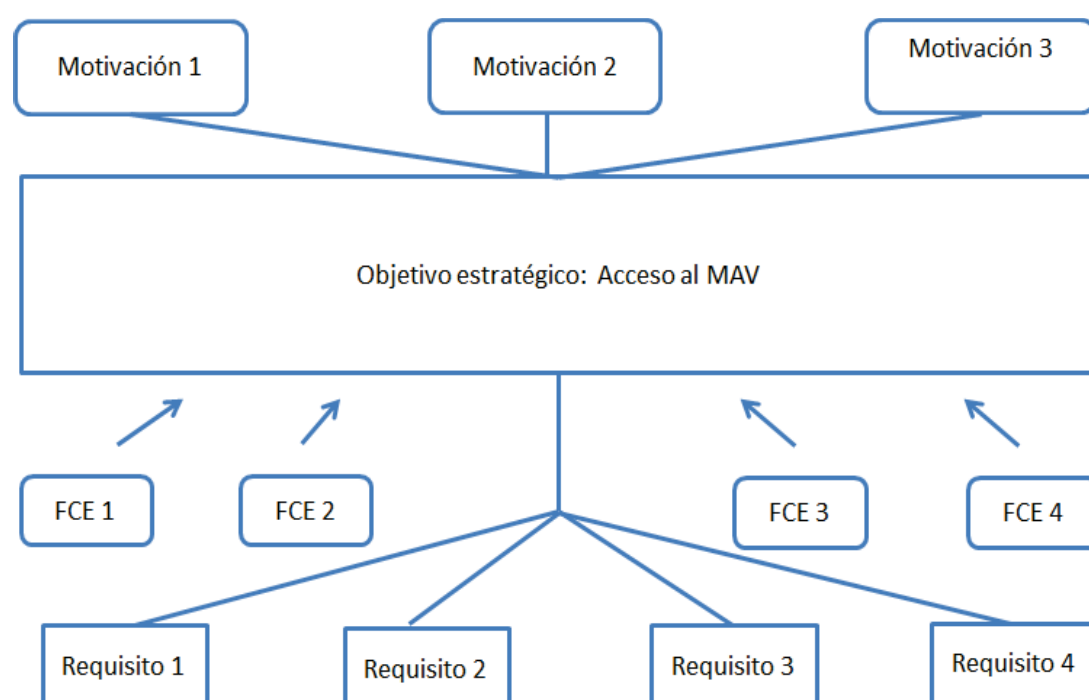
1. Empresas caso de estudio

En las siguientes líneas se realiza la descripción del perfil económico de las empresas que forman parte del estudio; las motivaciones que tuvieron para ingresar a este mercado, las emisiones con las que ingresaron dentro de sus respectivos programas aprobados y los factores críticos de éxito, de cada empresa, que facilitaron su acceso al MAV. Cabe recalcar que las nueve (09) empresas estudiadas accedieron al MAV dentro del periodo de fechas que comprende desde la creación de la norma vigente desde el 2012 hasta diciembre 2016.

Por consiguiente, se ha considerado relevante abordar los siguientes elementos:

- 1) El perfil económico de la empresa para conocer el giro del negocio o el sector en que se encuentra. Este acercamiento permitirá una aproximación a características tales como sus niveles de facturación, esto debido a que como se señaló anteriormente, todas las empresas no corporativas no están en la capacidad de asumir los costos que implican la etapa preparatoria para ingresar al MAV, por lo que será necesario que estas cumplan con cierto nivel de ingresos; asimismo, se clasificará si la empresa es familiar o no, esto en función a si la gestión, dirección y/o propiedad recaen en miembros de la familia.
- 2) Las motivaciones que determinan el objetivo de la empresa que busca acceder al MAV. Es necesario explicar que las actuales empresas inscritas en este mercado, para su acceso al mismo, tuvieron que tener una o más motivaciones, los cuales conllevaron a un objetivo estratégico: Acceder al MAV, y para el cumplimiento de este, existieron Factores Críticos de Éxito (FCE) que facilitaron el proceso, tal relación se puede apreciar en la figura 8:

Figura 8: Proceso estratégico - FCE



Del gráfico anterior, se puede observar que los FCE se distinguen de los requisitos planteados en la norma. En tal sentido, el cumplimiento de los requisitos formales no asegura necesariamente el éxito de la emisión, pues se considera que es necesaria la existencia de los FCE para alcanzar el objetivo estratégico.

3) La descripción de las emisiones tiene como finalidad conocer cómo accedió cada empresa en términos de tasas, plazos, monto o nota de calificación de riesgo. Este hito determina el éxito en el acceso al Mercado Alternativo de Valores, al haberse realizado la emisión y la adjudicación de los valores por parte de los inversionistas

Después de haber desarrollado previamente estos tres puntos, en el punto 4, se determinan cuáles fueron los factores críticos de éxito de cada empresa identificados de acuerdo a la metodología planteada. Estos se mostrarán mediante matrices donde se explicará la influencia de cada FCE para la consecución del objetivo estratégico: Acceder al Mercado Alternativo de Valores.

1.1. Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar S.A.

1.1.1. Perfil de la empresa

Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar S.A. (en adelante Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar) es una empresa dedicada a la producción y comercialización de frutas y vegetales tanto frescos como congelados, en el mercado extranjero. Fue fundada en el año 1998 con capitales

peruanos. Pertenece al Grupo Económico Salazar Vergaray. El accionariado de la empresa recae en los hermanos: i) Mario Salazar Vergaray con una participación de 50% y, ii) Mónica Salazar Vergaray con el 50% restante, quienes se desempeñan como Presidente de Directorio y Gerente General respectivamente (Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar, 2013)

Las ventas durante el 2013, año de acceso, alcanzaron más de 33 millones de soles. En el primer semestre del 2016 se registraron 22 millones soles. Asimismo los activos de la empresa al cierre del año 2013 ascendieron a más de 68 millones de soles (Memoria, 2013)

1.1.2. Motivaciones

A pesar del buen desempeño financiero de Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar, el contexto, en general, del sector agrícola se encontraba afectado por restricciones crediticias bancarias que dificultaban obtener financiamiento de estas entidades, además de la exigencia de las garantías para el otorgamiento de créditos. Dada la complejidad del sector y el riesgo que implica su exposición a fenómenos naturales y a la volatilidad del tipo de cambio al ser una empresa que obtiene sus ingresos en dólares americanos, la dificultad para acceder a líneas de crédito se puede ver justificada.

El acceso a este segmento de mercado responde a una necesidad de diversificar fuentes de financiamiento por parte de la empresa, respecto al financiamiento tradicional obtenido en banca, esto enmarcado dentro de un plan estratégico definido por la empresa. Adicionalmente, contaban con pagos anticipados por sus clientes y los pagos diferidos a sus proveedores.

Asimismo, esta empresa contempló la posibilidad de obtener financiamientos a mayores plazos a través de una emisión de bonos, para lo cual debía hacerse con un *Track record* en el mercado de valores.

1.1.3. Emisiones

Las emisiones realizadas por la empresa se enmarcan dentro del primer programa de ICP inscrito el 5 de abril del 2013, el cual tenía una vigencia inicial de 2 años y un monto máximo en circulación de \$2 millones o su equivalente en soles; sin embargo tales plazos y montos se han ido ampliado según requerimientos de la empresa y a través de la normativa vigente en el reglamento del Mercado Alternativo de Valores.

Los recursos obtenidos en la colocación de los instrumentos de Corto Plazo fueron destinados principalmente a financiar el capital de trabajo para financiamiento de inventarios y otras necesidades de capital operativo, de acuerdo con el prospecto Marco de la empresa.

Desde abril de 2013 hasta la fecha la empresa se ha financiado en este mercado por un monto mayor a \$ 7,000,000, siendo la primera emisión, una de papeles comerciales, como se muestra en la tabla 11:

Tabla 11: Características de la primera emisión ICP de Chavín de Huántar

Emisión	Serie	Clasificación de Riesgo	Monto colocado	Plazo	TNA	Fecha
1ra.	A	P2	\$500,000	180	6.0%	Abr-13

Fuente: Portal SMV

Elaboración propia

1.1.4 Factores críticos de Éxito de Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar

A continuación, en la tabla 12 se presenta la matriz con los resultados obtenidos en la entrevista realizada al Presidente de Directorio y accionista mayoritario de la empresa:

Tabla 12: Matriz de Factores Críticos de Éxito para Chavín de Huáncar

Entrevistado	Factores Críticos de Éxito	Influencia
Mario Alberto Salazar Vergaray (Presidente del Directorio y accionista)	Planeamiento estratégico financiero	La empresa cuenta con un plan de expansión en el aumento de la exportación de sus productos enmarcado en un planeamiento estratégico financiero el cual estaba orientado a la diversificación de fuentes de financiamiento y obtención de financiamiento a largo plazo. Esto supone una adecuada planificación en el área financiera de la empresa, generando así mayor confianza en el inversionista.
	Práctica de Buen Gobierno Corporativo: EEFF auditados adecuados a las NIIF	La presentación previa de EEFF auditados de acuerdo a las NIIF demuestra el orden y transparencia de la situación financiera de la empresa. Contaban con EEFF desde antes como exigencia del artículo N. 5 de la ley 29720-2011 debido a sus altos ingresos anuales, por lo que tenían la práctica previa en la elaboración y presentación de los mismos. Esto ofrece la posibilidad al inversionista de leer en un lenguaje internacional la situación financiera de la empresa y hacerla comparable con otras.
	Certificación en toda la cadena de gestión de alimentos	Certificación en toda la cadena de gestión de alimentos como ventaja competitiva en el sector. Las certificaciones son Global GAP, USGMP y GMP, Certificación Orgánica, HACCP, BRC (Seguridad Alimentaria) y Kosher. Dichas certificaciones garantizan la inocuidad, calidad y seguridad de sus alimentos, ofreciendo al inversionista la confianza en la calidad de los procesos.
	Perfil del empresario: liderazgo y visión a largo plazo	Perfil del empresario caracterizado por visión a largo plazo y el liderazgo en la toma de decisiones que apunten al crecimiento de la empresa, Empresario con estudios universitarios en el extranjero. Esto permite al inversionista tener la seguridad de que la empresa es gestionada por ejecutivos calificados.
	Apertura de accionistas para transparentar información	Empresario sin problemas en divulgar y transparentar la información interna de la empresa. Percepción de la empresa en la divulgación de la información como beneficio para empresa para generar mayor confianza en los inversionistas.
	Práctica de Buen Gobierno Corporativo: Profesionalización de los cargos gerenciales y directorales	Empresa familiar en donde prima la selección de los altos cargos en función a las competencias, sin ser relevante para ellos la condición del miembro de la familia; generando confianza en el inversionista, al ser ocupados los puestos gerenciales por miembros profesionales externos a la familia para la toma de decisiones que afectan a la empresa.

1.2 A. Jaime Rojas Representaciones Generales S.A.

1.2.1 Perfil de la empresa

A. Jaime Rojas Representaciones Generales S. A. (en adelante “Jaime Rojas”) es una empresa peruana con más de 40 años de experiencia en el sector salud, su fundador, Don Abelardo Emiliano Jaime Rojas, desde el principio, orientó todos sus esfuerzos en hacer de la empresa una de las principales proveedoras de equipamiento integral médico en el país (A. Jaime Rojas Representaciones Generales S. A., 2015). La empresa, caracterizada como familiar, es de propiedad de los hermanos

Rojas Vega, quienes controlan el total del accionariado, asimismo, ocupan puestos en las distintas gerencias y tienen presencia en el Directorio.

En el año 2013 sus ingresos en ventas ascendieron a más de 35 millones de soles, En el primer semestre del 2016 las ventas alcanzaron más 14 millones de soles. Los activos de la empresa al cierre del 2013 alcanzaron los 72 millones de soles

1.2.2 Motivaciones

Jaime Rojas, en la etapa previa a su ingreso al MAV, contaba con proyectos que estaban ajustados a las líneas de crédito que les ofrecía el sistema bancario; no obstante, la empresa, a partir de la entrada en vigencia de las licitaciones llave en mano, obtuvo adjudicaciones de buena pro para nuevos grandes proyectos de equipamiento de hospitales, sin embargo la empresa no estaba en condiciones en rechazar estos proyectos, primero, porque fue una gran oportunidad para el plan de crecimiento de la empresa y, segundo, porque al negar el cumplimiento de contrato con el estado, podrían generarse penalidades e impedirían su participación en futuras licitaciones públicas; bajo este contexto, su fuente principal de financiamiento- el sistema bancario- no le permitió aprobar el aumento de las líneas para los nuevos proyectos.

Fue en ese momento que Jaime Rojas decide acceder al MAV en busca de financiamiento, en otras palabras, su principal motivación fue la necesidad de obtener financiamiento en un contexto de restricciones crediticias en el sistema bancario.

1.2.3. Emisiones

Jaime Rojas entró al Mercado Alternativo de Valores el con un programa, presentado el 13 de enero del 2014, denominado “Primer programa de emisión de Instrumentos de corto plazo”, que le permitió a la empresa emitir hasta un monto máximo en circulación de S/ 10.000,000.00 o su equivalente en dólares americanos.

Los recursos obtenidos en la colocación de los instrumentos de Corto Plazo fueron destinados principalmente a financiar nuevos proyectos hospitalarios como el Hospital de Andahuaylas y sus posteriores emisiones que fueron para el equipar el Hospital de Ate y el hospital Cerro de Pasco.

Hasta la fecha, la empresa ha logrado emitir más de 5.3 millones de dólares. A continuación, en la tabla 13 se presenta el detalle de la primera emisión de ICP que realizó Jaime Rojas en su acceso al MAV:

Tabla 13: Características de la primera emisión ICP de Jaime Rojas

Emisión	Serie	Clasificación de Riesgo	Monto colocado	Plazo	TNA	Fecha
1ra.	A	Cp2	\$1,000,000	180	6.0%	Ene-14

Posteriormente, después de generar un Track record y confianza en los inversionistas, Jaime Rojas, como una de sus motivaciones por la cual accedió al MAV, realizó la emisión de bonos el 02 de febrero del 2016 en el programa llamado “Primera emisión del Primer Programa de emisión de Bonos corporativos”, que le permitió a la empresa emitir hasta un monto máximo en circulación de \$3, 000,000 o su equivalente en Nuevos soles. Los recursos obtenidos en la primera emisión de bonos corporativos fue destinado para proyectos de largo plazo.

A continuación, en la tabla 14 se presenta el detalle de la primera emisión de Bonos corporativos que realizó Jaime Rojas:

Tabla 14: Características de la primera emisión bonos corporativos de Jaime Rojas

Emisión	Serie	Clasificación de Riesgo	Monto colocado	Plazo	TNA	Fecha
1ra.	A	A-	\$ 608,000.00	720 días	7.5%	Mar-16

1.2.3 Factores Críticos de Éxito de A Jaime Rojas

A continuación, en la tabla 15 se presenta la matriz con los resultados obtenidos en la entrevista realizada al Gerente de Administración de la empresa:

Tabla 15: Matriz de Factores Críticos de Éxito para Jaime Rojas

Entrevistado	Factores Críticos de Éxito	Influencia
Fernando Huamanchumo Quiroz (Gerente de Administración)	Práctica de buen Gobierno Corporativo : Existencia de Directorio	Existencia de Directorio previo al MAV en donde se presentan, se evalúan y se aprueban o desaprueban los proyectos que afecten a la empresa, con poder decisión equitativo para cada Director. Este PBGC demuestra una adecuada gestión en la toma de decisiones para el futuro o sostenibilidad de la empresa, lo cual genera confianza para sus stakeholders, incluido los inversionistas.
	Práctica de buen Gobierno Corporativo : Protocolo familiar	Protocolo Familiar previo al MAV como política interna de la empresa en donde se presenta los criterios para propiciar la participación y las limitaciones de los miembros de la familia en las funciones de Dirección y gestión, lo cual elude conflictos que pueden surgir entre la familia y la empresa, y más bien transmite tranquilidad y confianza en los inversionistas.
	Planeamiento estratégico financiero	La empresa, caracterizada por ser una empresa con visión a largo plazo, pone énfasis en el planeamiento estratégico financiero, el cual está diseñado en base a los presupuestos realizados para los futuros proyectos, como también en función a la diversificación de fuentes de financiamiento. Esto supone una adecuada gestión en el área financiera de la empresa, generando así mayor confianza en el inversionista.
	Práctica de Buen Gobierno Corporativo: EEFF auditados adecuados a las NIIF	Presentación previa de EEFF auditados de la empresa de acuerdo a las Normas Internacionales de Información Financieras, lo cual demuestra orden y transparencia de la situación financiera de la empresa ante sus inversionistas, generando mayor confianza en el inversionista.
	Auditor externo internacional	Empresa auditada por More Stephens, empresa con presencia en los 5 continentes, El estar auditada por una empresa reconocida respalda el dictamen emitido sobre racionalidad de la información financiera presentada y genera confianza en el potencial inversionista.
	Certificación ISO 9001	En Agosto del 2009, la empresa obtiene la Certificación ISO 9001, convirtiéndose en una de las primeras y pocas empresas certificadas en el Perú en el sector de equipamiento , demostrando su compromiso de asegurar la calidad en todos sus procesos: Importación, Almacenaje, Comercialización Distribución y Servicio técnico de Mantenimiento Post-venta. Esto ofrece al inversionista un garantía de la adecuada calidad en los procesos de la empresa.
	Historia y trayectoria de la Empresa	Prestigio de la empresa laborando en el mercado de equipamiento de laboratorios u hospitales por más de 40 años, presentando sus proyectos a nivel nacional, trabajando tanto con entidades privadas en clínicas como también con el estado en hospitales. Obteniendo una participación de mercado actual del 15 % aproximadamente. Por lo tanto ofrece una buena gestión de la empresa, lo cual despreocupa el riesgo sobre su continuidad en el mercado generando mayor confianza en sus inversionistas.

	Práctica de Buen Gobierno Corporativo: Profesionalización de los cargos gerenciales y directorales	Jaime Rojas había superado el paradigma de ser una empresa conservadora y es administrada actualmente por la segunda generación, caracterizados por ser jóvenes con estudios universitarios completos, por tener una visión a largo plazo conscientes del mundo globalizado, y generando ideas innovadoras, contribuyendo con el crecimiento de la empresa generando confianza en el inversionista. Así también generando confianza en puestos gerenciales con miembros profesionales externos a la familia para la toma de decisiones que afectan a la empresa.
--	--	--

1.3 Medrock Corporation S.A.C.

1.3.1. Perfil de la empresa

Medrock Corporation S.A.C.(en adelante “Medrock Corporation”) es un laboratorio dedicado a producir y vender una serie de productos farmacéuticos, los cuales están representados según su estado en: medicamentos sólidos y medicamentos líquidos. El destino de su producción es el territorio nacional a través de alianzas estratégicas, pero también realiza exportaciones, principalmente, a nivel Latinoamérica. El accionista mayoritario de la empresa es el señor Ratnakar Rao Rohit con un 89% de participación y Marco Antonio Hurtado Pazos con el porcentaje restante, ambos ocupan puestos en el directorio de la empresa (Medrock Corporation, 2015).

En el 2014 sus ingresos en ventas ascendieron a más de 36 millones de nuevos soles. En el primer semestre del 2016 las ventas alcanzaron más de 23 millones de nuevos soles. Los activos de la empresa a finales del 2014 superaban los 129 millones de nuevos soles.

1.3.2. Motivaciones

Medrock Corporation tenía planificado desde el 2010 acceder al Mercado principal para esto se venía preparando en el programa Avanza BVL, un programa creado por la BVL, en donde permitía poder familiarizar a las empresas con la Bolsa de Valores,

De acuerdo a la entrevista al Vicepresidente de Medrock Corporation, se afirma que la empresa tuvo como principal motivación la diversificación sus fuentes de financiamiento, y vio como una mejor opción entrar al MAV, ya que en ese momento recién se estaba creando, presentaba mayores facilidades de acceso frente al mercado principal y era menos costoso que entrar al mercado principal,

Por otro lado, la motivación de diversificar sus fuentes de financiamiento surge debido a que la empresa, en ese momento, contaba con el sistema bancario como su principal fuente de financiamiento y éste no se ajustaba a las necesidades de Medrock Corporation que eran de largo plazo, para eso vio como una gran alternativa emitir bonos -a largo plazo- en el MAV, primero, para

que se ajuste a las necesidades de la empresa y, segundo, también considerado como una motivación secundaria, disminuir las tasas en el futuro con el sistema financiero

1.3.3 Emisiones

Medrock Corporation entró al Mercado Alternativo de Valores el 25 de junio del 2014 con el Programa llamado “Primer programa de emisión de Instrumentos de Corto Plazo” que posibilita la emisión hasta un máximo en circulación de S/10, 000,000 o su equivalente en dólares americanos; con la respectiva clasificación de riesgo denominada “Estable”

Su primera emisión fue de \$1, 000,000 con una tasa de 3,70%, la tasa más baja obtenida por las empresas en este mercado. Hasta el 2016 la empresa ha logrado financiarse por un monto mayor a los 25 millones de soles. A continuación, en la tabla 16 se presenta el detalle de la primera emisión de ICP que realizó Medrock Corporation:

Tabla 16: Características de la primera emisión ICP de Medrock

Emisión	Serie	Clasificación de Riesgo	Monto colocado	Plazo	TNA	Fecha
1ra.	A	CP1	\$1,000,000	180 días	3.7%	Ago-14

1.3.4 Factores críticos de éxito de Medrock Corporation

A continuación, en la tabla 17 se presenta la matriz con los resultados obtenidos en la entrevista realizada al Vicepresidente del directorio de la empresa:

Tabla 17: Matriz de Factores Críticos de Éxito para Medrock Corporation

Entrevistado	Factores Críticos de Éxito	Influencia
Gino Martin Michelini Moran (Vicepresidente del directorio)	Práctica de Buen Gobierno corporativo: Existencia de Directorio	Existencia de Directorio previo al MAV en donde se presentan, se evalúan y se aprueban o desaprueban los proyectos que afecten a la empresa, con poder decisión equitativo para cada Director. Este PBGC demuestra una adecuada gestión en la toma de decisiones para el futuro o sostenibilidad de la empresa, lo cual genera confianza para sus stakeholders, incluido los inversionistas.
	Planeamiento estratégico financiero	Medrock Corporation tenía como planeamiento estratégico financiero ingresar al mercado principal, desde hace 4 años antes de ingresar al MAV; dentro de la herramienta que usaban para la planificación estratégica, se encontraba el análisis Porter. Esto supone una adecuada planificación en el área financiera de la empresa, generando así mayor confianza en el inversionista.
	Práctica de Buen Gobierno Corporativo: EEFF auditados adecuados a las NIIF	Presentación previa de EEFF auditados de Medrock de acuerdo a las Normas Internacionales de Información Financieras, lo cual demuestra orden y transparencia de la situación financiera de la empresa. Esto ofrece la posibilidad al inversionista de leer en un lenguaje internacional la situación financiera de la empresa y hacerla comparable con otras.
	Auditor externo internacional	La empresa contaba con asesoramiento y auditoría de los EEFF por la empresa PWC. El estar auditada por una empresa reconocida respalda el dictamen emitido sobre racionalidad de la información financiera presentada y genera confianza en el potencial inversionista.
	Asesoramiento externo: Programa Avanza BVL	La empresa con la intención de ingresar al mercado principal, optó por recibir asesoría en el programa Avanza BVL, en donde se pudieron tanto nutrir de conocimientos sobre la naturaleza del mercado de valores como aplicar lo aprendido en cuanto a los principios de buen gobierno corporativo.
	Certificación BPL	Certificado BPL, Buenas Prácticas Laborales, como ventaja competitiva en el sector. Hasta ese momento en el acceso al MAV, solo 4 laboratorios en el país, incluyendo Medrock contaban con dicha certificación, ofreciendo al inversionista la confianza en la calidad de los procesos.
	Apertura de accionistas para transparentar información	Accionistas con predisposición a divulgar y transparentar la información interna de la empresa. Percepción de los directores sobre la divulgación de la información como beneficio para empresa al generar mayor confianza en los inversionistas.

1.4 Tritón Trading S.A.

1.4.1. Perfil de la empresa

Tritón Trading S.A. (en adelante “Tritón Trading”) es una empresa que tiene como actividad económica principal la venta de maquinaria y repuestos, alquiler de maquinaria y servicio técnico. Por otro lado, realiza actividades como servicios especializados de logística y administración, servicios de movilización de bultos con equipos, maquinarias y/u operadores, y tercerización de servicios (outsourcing), servicios de mantenimiento preventivos y correctivos.

El accionariado, así como la dirección y gestión de la empresa recaen en los hermanos Vargas Loret de Mola, acumulando entre ellos un 48% de participación y el 52% pertenece a la empresa VLM S.A.C.

En cuanto a las ventas, la empresa registró ingresos el 2014 por un total de 91 millones de soles y en el primer semestre del 2016 facturó más de 41 millones de soles. Los activos de la empresa ascendieron a 96 millones en el 2014 (Triton Trading S.A.,2015).

1.4.2. Motivaciones

De acuerdo con información brindada por el Gerente de Administración de la empresa, el acceso al MAV respondió a diferentes motivaciones tales como: i) aminorar el costo crediticio bancario a través del mayor poder de negociación y ii) la diversificación de fuentes de fondeo. La empresa busca ingresar al mercado principal para la emisión de deuda de largo plazo, por lo que acceder a este segmento de mercado serviría como una preparación previa, otorgaría conocimientos del funcionamiento del mercado bursátil y obtendrían un Track record. El financiamiento para la adquisición de activos destinados a la venta se realiza a través de operaciones de arrendamiento financiero, las cuales afectan el capital de trabajo de la empresa, de esta forma la mayor flexibilidad en cuanto a la estructuración de un bono le permite a Tritón un tener un mejor calce de sus flujos.

Asimismo, Tritón tenía acceso a tasas preferenciales en el 2014 con sus bancos por préstamos con vencimientos menores a un año, las cuáles se encuentran en un rango de entre 3% y 7.8%, por lo que se confirma que la principal motivación de la empresa fue la diversificación de fuentes de financiamiento y un plan estratégico financiero que le permita emitir deuda de largo plazo, descartando la posibilidad de que la empresa haya afrontado problemas de acceso a financiamiento barato.

1.4.3. Emisiones

Las emisiones realizadas por la empresa se enmarcan dentro del Primer Programa de emisión de Instrumentos de Corto Plazo aprobado por la SMV, el cual fue inscrito el 10 de febrero de 2014 en el registro público del Mercado de Valores y fue por un monto de hasta \$ 2 millones en circulación.

A través de las diferentes emisiones, la empresa ha logrado financiarse en el MAV por una cantidad superior a los \$ 4 millones a través de papeles comerciales. A continuación, en la tabla 18 se detalla la primera emisión con la que logró acceder al MAV:

Tabla 18: Características de la primera emisión ICP de Triton Trading

Emisión	Serie	Clasificación de Riesgo	Monto colocado	Plazo	TNA	Fecha
1ra.	A	CP2	\$500,000	180 días	6.0%	Feb-14

1.4.4. Factores críticos de Éxito de Tritón trading

A continuación, en la tabla 19 se presenta la matriz con los resultados obtenidos en la entrevista realizada al Gerente de Administración y Finanzas de la empresa:

Tabla 19: Matriz de Factores Críticos de Éxito para Triton Trading

Entrevistado	Factores Críticos de Éxito	Influencia
Juan Carlos Delgado Ganoza (Gerente de Administración y Finanzas y Representante Bursátil)	Práctica de buen Gobierno Corporativo: Existencia de Directorio	Empresa cuenta con órgano de dirección integrado por miembros independientes de prestigio profesional para la toma de decisiones estratégicas en la empresa para la generación de valor. Se facilita que el potencial inversionista confíe en la imparcialidad del Directorio.
	Planeamiento estratégico financiero	Estrategia financiera de la empresa orientada a la diversificación de fuentes de financiamiento, reducción de los costos financieros y la mejora de ratios de solvencia y liquidez. De esta forma el inversionista percibe una gestión preocupada por la mejora de resultados financieros y por ende posibilitar el repago de deuda
	Práctica de Buen Gobierno Corporativo: EEFF auditados adecuados a las NIIF	El examen de los estados auditados no implicó un costo de recursos debido a que ésta práctica ya había sido adoptada por la empresa previamente por el acceso a la banca corporativa, lo que facilitó la decisión de ingresar al MAV. Asimismo, ofrece la posibilidad al inversionista de leer en un lenguaje internacional la situación financiera de la empresa y hacerla comparable con otras.
	Preparación y estructuración previa : Banca corporativa	Acceso a financiamiento bancario de tipo corporativo en relación a tasas. Esto le sirvió como una preparación previa, al tener mayores exigencias en la presentación de información financiera.
	Perfil del empresario: Liderazgo y visión a largo plazo	Perfil del empresario caracterizado por visión a largo plazo y el liderazgo en la toma de decisiones que apunten al crecimiento de la empresa. Esto permite al inversionista tener la seguridad de que la empresa es gestionada por ejecutivos competentes enfocados en la generación de valor.
	Apertura del empresario para transparentar información	Divulgación de información financiera a los diferentes actores del mercado, en los cuales puede repercutir las decisiones de la empresa. Percepción del empresario de la divulgación de la información como beneficio para empresa para generar mayor confianza en los inversionistas.

1.5 Edpyme Inversiones La Cruz S.A.

1.5.1. Perfil de la empresa

Edpyme Inversiones La Cruz S.A (en adelante “Inversiones La Cruz”) es una empresa constituida en el año 2010 en base al negocio iniciado por la empresa Inversiones La Cruz S.R.L., tiene como objetivo realizar operaciones de financiamiento, preferentemente, de crédito de consumo en las modalidades de microcrédito prendario y personal, así como otorgar microcréditos solicitados por personas naturales o pequeñas microempresas. Al cierre del 2015 el accionariado de la empresa estaba conformado por Inversiones La Cruz S.R.L. con una participación de 99.99% y Carlos Eduardo Polo Parada con 0.01 % (Memoria, 2015).

Respecto a sus ventas, la empresa registró ventas en el 2014 por más de 83 millones de soles. En el primer semestre del 2016, la empresa alcanzó ventas superiores a los 51 millones de soles. Por otro lado, al cierre del 2014, los activos de la empresa alcanzaban los 149 millones de soles (Memoria, 2015).

1.5.2. Motivaciones

Dentro de la planificación estratégica de la empresa, un objetivo trazado fue el de diversificación de fuentes de financiamiento, por esta razón la empresa decidió acceder a este segmento de mercado. Asimismo dada la naturaleza del negocio, al ser considerada riesgosa por el tema prendario, esta empresa representa, en cierta medida, competencia para el sector bancario, por lo que han atravesado dificultades para acceder a financiamiento a través de esta vía. De acuerdo con el gerente financiero de la empresa: “El nuestro era un caso especial, porque nuestro negocio de alguna u otra forma es estigmatizado por el tema de prendario: el dejar tu joya es competencia para la banca o para el sistema financiero”

Si bien la empresa contaba con líneas de crédito en los bancos y cajas, los costos obtenidos a través de estas entidades era alto. El año 2014, la empresa mantenía un préstamo de más de 9 millones, lo que representaba un 20% sobre el total, con el Banco financiero a una tasa de 12.5%. De esta forma otro objetivo que buscó la empresa es obtener financiamiento a menores tasas.

Además de los bancos y cajas, la empresa se financiaba con cooperativas; sin embargo, por un tema regulatorio esta última fuente no tenía limitaciones en cuanto a montos. Así al cierre del 2014. Asimismo la deuda que mantenía con las diferentes cooperativas ascendía a más del 44% del total, por lo que existía la necesidad de un refinanciamiento.

1.5.3 Emisiones

Las emisiones realizadas por la empresa le han permitido financiarse por un monto mayor a los S/ 30 millones a través de valores de corto y largo plazo; sin embargo, la empresa marcó un hito al ser la primera en emitir bonos y estos a su vez fueron por el mayor monto hasta el momento. La oferta inicial por los bonos fue por S/ 10 millones; sin embargo, este monto se amplió a S/ 12 millones

debido a la demanda de inversionistas, los cuales fueron inversionistas institucionales, principalmente, el fondo de inversión HMC Capital, así como cajas municipales.

A continuación, en la tabla 20 se detallan la primera emisión de instrumentos de corto plazo:

Tabla 20: Características de la primera emisión ICP de EDPYME Inversiones la Cruz

Emisión	Serie	Clasificación de Riesgo	Monto colocado	Plazo	TNA	Fecha
1ra.	A	P1-	S/7,000,000	180 días	6.4%	Dic-14

A continuación, en la tabla 21 se detalla la primera emisión correspondiente a bonos corporativos:

Tabla 21: Características de la primera emisión Bonos corporativos de EDPYME Inversiones la Cruz

Emisión	Serie	Clasificación de Riesgo	Monto colocado	Plazo	TNA	Fecha
1ra.	A	A+	S/12,000,000	1080 días	9.9%	Dic-15

1.5.4. Factores críticos de Éxito de Edpyme Inversiones la Cruz

A continuación, en la tabla 22 se presenta la matriz con los resultados obtenidos en la entrevista realizada al Chief Financial Officer:

Tabla 22: Matriz de Factores Críticos de Éxito para EDPYME Inversiones la Cruz

Entrevistado	Factores Críticos de Éxito	Influencia
Luis Percy Ramirez Rafael (Chief Financial Officer)	Planeamiento o estratégico financiero	Empresa con planeamiento estratégico en donde prima la diversificación de fuentes de fondeo. Utilización de herramienta Balance Scorecard. La empresa cuenta con un plan de desarrollo y expansión del negocio. Esto supone una adecuada gestión y planificación en el área financiera de la empresa, generando así mayor confianza en el inversionista.
	Preparación previa por regulación de la SBS	Institución que opera bajo la regulación de la SBS, la cual exige suministrar periódicamente información al mercado, limitar el endeudamiento con cooperativas, cumplir con ratios de endeudamiento y contar con un área de riesgo. De esta forma la empresa puede estar preparada para afrontar eventos adversos y poder cumplir con las obligaciones crediticias contraídas con sus inversionistas inversionistas
	Apertura del empresario para transparentar información	Apertura progresiva del empresario para transparentar información ante los diferentes actores del mercado y adecuarse a las exigencias en la presentación periódica de información financiera exigida por la normativa de la SBS. Reducción de asimetría entre la empresa emisora y el inversionista, a través de participación de Road Show, de tal forma que el último pueda tomar una decisión que sopesa los costos y beneficios de invertir en el valor emitido.
	Historia de la empresa y/o años operando	Empresa con experiencia, líder en el mercado de créditos prendario con una participación del 36% y un crecimiento sostenido en los últimos años, con perspectivas económicas futuras de crecimientos. Esto da señales al inversionista que la empresa estará en la capacidad de cumplir con sus obligaciones crediticias.
	Indicadores financieros favorables	Empresa con ratio de capital ampliamente superior al exigido por la regulación. Cuenta con bajo nivel de apalancamiento a nivel del sector financiero. Esto da señales de una gestión financiera que es atractiva para el inversionista.
	Reputación y reconocimiento del Directorio en el sector financiero	El directorio y la plana gerencial están integrados por ejecutivos reconocidos en el sector financiero y en el giro del negocio. Lo que da cuenta de una gestión financiera eficiente orientada en la generación de valor para la empresa, ofreciendo confianza en el inversionista.

1.6 Tekton Corp S.A.C.

1.6.1. Perfil de la empresa

Tekton Corp S.A.C. (en adelante "Tekton Corp") tiene como objetivo dedicarse al Desarrollo de Negocios Inmobiliarios y afines. Está en capacidad de analizar terrenos, diseñar y aprobar proyectos, construcción de obras de Ingeniería Civil, acondicionamiento o terminación de edificios, así como alquiler de los equipos de construcción (Ciudaris Consultores Inmobiliario S.A., 2015). El accionariado de la empresa está conformado por dos arquitectos: i) José Luis Dupuy Benavides, quien cuenta con una participación de 50%, quien además se desempeña como Director y Gerente de Obras de la compañía y por; ii) Adolfo Moran Bringas el 50% restante, quien a su vez se desempeña como Director, Gerente Financiero y Representante Bursátil .

Respecto a sus ventas, en el año 2015, éstas ascendieron a más de S/.45 millones. Al igual que Ciudaris, al ser una empresa perteneciente al rubro inmobiliario, el reconocimiento contable de los ingresos se hace efectivo con la entrega de las unidades inmobiliarias de los proyectos en curso (Ciudaris Consultores Inmobiliario S.A., 2015).

1.6.2. Motivaciones

Tekton Corp financia sus proyectos inmobiliarios principalmente con entidades bancarias y cajas. En ese sentido, el acceso al MAV responde a objetivos estratégicos de la empresa, tales como diversificar sus fuentes de financiamiento, obtener mejores tasas de financiamiento y ser más eficientes con la gestión de sus fuentes de financiamiento. Asimismo, la empresa se había financiado de diversos bancos y cajas por lo que consideró conveniente reemplazar la deuda que mantenía con dichas entidades por un financiamiento a través del MAV.

Es decir, la principal motivación de TEKTON para ingresar al MAV se relaciona con obtener un menor costo de financiamiento, debido a que se cancelan los pasivos que mantenía con diversos bancos y cajas a tasas de interés elevadas.

1.6.3. Emisiones

Las emisiones realizadas por la empresa se enmarcan dentro del primer programa de ICP inscrito el 16 de marzo del 2015, el cual tenía una vigencia inicial de seis (06) años y un monto máximo en circulación de \$2.5 millones o su equivalente en soles.(Prospecto marco SMV)

La empresa se ha financiado en este mercado por un monto de \$ 500,000, realizando una sola emisión de papeles comerciales, tal como se muestra en tabla 23:

Tabla 23: Características de la primera emisión ICP de Tekton

Emisión	Serie	Clasificación de Riesgo	Monto colocado	Plazo	TNA	Fecha
1ra.	A	P2-	\$500,000	270 días	4.5%	Dic-15

1.6.4. Factores críticos de éxito de Tekton Corp

A continuación, en la tabla 24 se presenta la matriz con los resultados obtenidos en la entrevista realizada al Gerente de Financiero, Director y accionista mayoritario de la empresa:

Tabla 24: Matriz de Factores Críticos de Éxito para Tekton Corp.

Entrevistado	Factores Críticos de Éxito	Influencia
Adolfo David Moran Bringas (Accionista, Director y Gerente Financiero)	Planeamiento estratégico financiero	La empresa tiene el objetivo de seguir construyendo futuros proyectos inmobiliarios que tiene en cartera. La empresa, al ingresar al MAV, contaba con un planeamiento estratégico financiero el cual estaba orientado principalmente a la obtención de financiamiento a largo plazo. Esto supone una adecuada planificación en el área financiera de la empresa, generando así mayor confianza en el inversionista.
	Práctica de Buen Gobierno Corporativo: EEFF auditados adecuados a las NIIF	La adecuación de los EEFF a las NIIF no implicó un costo de aprendizaje debido a que ésta práctica ya había sido adoptada por la empresa previamente. Esto ofrece la posibilidad al inversionista de leer en un lenguaje internacional la situación financiera de la empresa y hacerla comparable con otras.
	Auditor externo internacional	El estar auditada por Pricewaterhousecoopers, una empresa reconocida internacionalmente, respalda el dictamen emitido sobre veracidad de la información financiera presentada, generando así mayor confianza en el potencial inversionista.
	Apertura del empresario para transparentar información	Apertura progresiva del empresario para transparentar información ante los diferentes actores del mercado y adecuarse a las exigencias en la presentación periódica de información financiera exigida por la normativa. Reducción de asimetría entre la empresa emisora y el inversionista, de tal forma que, esta última pueda tomar una decisión que sopesa los costos y beneficios de invertir en el valor emitido.
	Garantía específica: Carta fianza bancaria	Adicionalmente a la garantía genérica, la empresa utilizó una carta fianza emitida por el banco Interbank por un monto de hasta 2.5 millones de dólares para garantizar el pago de sus obligaciones, mitigando el riesgo por incumplimiento al inversionista.

1.7 Ciudadaris Consultores Inmobiliarios S.A.

1.7.1 Perfil de la empresa

Ciudadaris Consultores Inmobiliarios S.A. (en adelante “Ciudadaris Consultores Inmobiliarios”) es una organización con experiencia en el mercado inmobiliario, que integra en su cadena de valor, los procesos de diseño, venta, gerenciamiento y servicio al cliente. El accionariado de la empresa está conformado por: i) Ricardo Javier Arbulú, quien cuenta con una participación de 48%, quien además se desempeña como Gerente General y Presidente del Directorio de la compañía y por la empresa Plusvalía Consultores Inmobiliarios S.A., con el 52 % restante (Memoria, 2015).

Las ventas durante el 2015, ascendieron a más de S/. 12 millones. En el primer semestre de 2016, las ventas registradas fueron de 1.4 millones de soles, disminución explicada principalmente al no reconocimiento contable de los ingresos explicado por la entrega pendiente de las unidades inmobiliarias de los proyectos en curso. En el 2015 los activos de la empresa tenían un valor de 51 millones de soles (Memoria, 2015)

1.7.2. Motivaciones

De acuerdo a la entrevista realizada al Gerente de Planeamiento y Control, el acceso a este mercado responde al objetivo de diversificar sus fuentes de financiamiento como parte de la estrategia de la empresa. Además, buscaban obtener financiamiento que calce con su ciclo operativo, que por lo general, estaban relacionados a proyectos inmobiliarios que se realizan en no menos de tres (03) años. Por ello, la empresa buscaba nuevas alternativas para financiar futuros proyectos con deuda de largo plazo, por lo que supo que debía hacerse de un *Track record* en el mercado, encontrando en el MAV una atractiva alternativa.

1.7.3. Emisiones

Las emisiones realizadas por la empresa se enmarcan dentro del Primer Programa de Emisión de Bonos Corporativos inscrito el 18 de diciembre del 2015, el cual tiene una vigencia de seis (06) años de mediante el cual podía acceder a un financiamiento de hasta S/20 millones o su equivalente en dólares. Los recursos obtenidos serán para capital de trabajo de proyectos inmobiliarios específicos cada uno respaldados por los flujos cedidos a un fideicomiso.(Marco prospecto SMV)

La empresa ha logrado financiarse en el MAV por una cantidad \$ 1.15 millones a través de una sola emisión de bonos corporativos, tal como se detalla en la tabla 25:

Tabla 25: Características de la primera emisión Bonos corporativos de Ciudadaris

Emisión	Serie	Clasificación de Riesgo	Monto colocado	Plazo	TNA	Fecha
1ra.	A	PA-	\$1,200,000	1080 días	7.5%	Oct-15

Fuente: Portal SMV

1.7.4. Factores críticos de éxito Ciudadaris Consultores Inmobiliarios

A continuación, en la tabla 26 se presenta la matriz con los resultados obtenidos en la entrevista realizada al Gerente de Planeamiento y Control de la empresa:

Tabla 26: Matriz de Factores Críticos de Éxito para Ciudadaris inmobiliaria

Entrevistado	Factores Críticos de Éxito	Influencia
Rodolfo Alonso Namuche Reyes (Gerente de Planeamiento y Control)	Historia y trayectoria de la Empresa	Reconocimiento de la empresa por su participación y desempeño en el sector inmobiliario; así como por los diversos proyectos culminados y entregados en la ciudad de Lima y provincias. Esto da señales de estar siendo gestionada de manera eficiente, generando así mayor confianza en el inversionista.
	Práctica de buen Gobierno Corporativo: Existencia de Directorio	Existencia de Dirección donde se presenta, evalúa y aprueba o desaprueba proyectos inmobiliarios que afectan la sostenibilidad y crecimiento de la empresa. La toma de decisiones en el Directorio responde a las necesidades e intereses que afectan a toda la organización. Por lo que, se considera una práctica sana de BGC y que a su vez es valorada por inversionistas.
	Planeamiento estratégico financiero	La empresa con el objetivo de seguir implementando a futuro proyectos inmobiliarios contaba con un planeamiento estratégico financiero el cual estaba orientado principalmente a la diversificación de fuentes de financiamiento y obtención de financiamiento a largo plazo. Esto supone una adecuada planificación en el área financiera de la empresa, valorada por el inversionista.
	Consultoría externa para planeamiento estratégico de la empresa	Previo a la decisión de acceder al MAV, la empresa recibió asesorías de especialistas externos con la finalidad de capacitarse en planeamiento estratégico.
	Práctica de Buen Gobierno Corporativo: EEFF auditados adecuados a las NIIF	La presentación previa de EEFF auditados de acuerdo a las NIIF demuestra el orden y transparencia de la situación financiera de la empresa. Esto ofrece la posibilidad al inversionista de leer en un lenguaje internacional la situación financiera de la empresa y hacerla comparable con otras.
	Auditor externo internacional	Empresa con información financiera auditada por Grant Thornton ,auditora reconocida internacionalmente, este proceso era un requisito que les exigía los fondos de inversión. De esa manera, la empresa recalca que estar auditada por una consultora de ese nivel es importante y , genera mayor confianza en los inversionistas sobre la veracidad de la situación financiera de la empresa.
	Preparación y estructuración previa : Fondos de inversión	Cumplimiento de exigencias en la preparación de información societaria, financiera, legal por financiamiento previo a través de Fondo de Inversión. Esto influye de manera positiva en la decisión del empresario para acceder al MAV.
	Certificación ISO 9001	Empresa cuenta con certificación de calidad ISO 9001 en toda la cadena de valor. Dicha certificación garantiza la calidad de los proyectos y el servicio post venta, ofreciendo al inversionista la confianza en la calidad de los bienes y servicios que prestan al mercado.
	Reputación y reconocimiento en el sector inmobiliario del gerente general	Reputación del Gerente General, Director y Accionista de la empresa en el sector inmobiliario, así como su reconocida participación en diversos gremios y asociaciones relacionadas con el sector. Cabe señalar que el Gerente General es Director de la Cámara Peruana de la Construcción, elemento valorado por los inversionista.
	Apertura del	Apertura progresiva del empresario para transparentar información ante

	empresario para transparentar información	los diferentes actores del mercado y adecuarse a las exigencias en la presentación periódica de información financiera exigida por la normativa. Reducción de asimetría entre la empresa emisora y el inversionista, de tal forma que, esta última pueda tomar una decisión que sopesa los costos y beneficios de invertir en el valor emitido.
	Formación de Track record: Fondos de inversión y sistema bancario	El historial crediticio de la compañía incluye financiamiento de grandes proyectos mediante financiamientos bancario y de fondos de inversión de capital extranjero. Es decir la empresa cuenta con reputación sobre su comportamiento de pago, ofreciendo confianza al inversionista sobre el cumplimiento de sus obligaciones crediticias.

1.8. Globokas

1.8.1 Perfil de la empresa

Globokas Perú S.A. (en adelante “Globokas”) es una empresa subsidiaria de GTV Globokas Net LLC. Cuya sede está en Maryland EE.UU. Fue fundada en el Perú en el año 2007 para extender la presencia y cobertura de las entidades financieras y comerciales a nivel nacional. El propietario de la empresa es la persona jurídica de origen estadounidense GTV Globokasnet L.L.C (Globokas Perú S.A, 2016). Cabe señalar que los puestos de dirección y gestión se encuentran diversificados entre diferentes miembros.

Sus servicios son:

- Optimizar sus canales de distribución.- Ampliando la cobertura hacia nuevas localidades, con menores tiempos de atención en sus rutas de recaudos y distribución, eliminando el efectivo, generando órdenes de compra y permitiendo la prospección preliminar de clientes o consumidores.
- Descongestionar las redes de agencias.- Creando Agentes KasNet en todas las localidades que se requieran.
- Bancarizar.- Mediante cobertura rural única en el Perú con la posibilidad de elegir ubicaciones entre más de 7,000 localidades a nivel nacional y también mediante cobertura adicional urbana y semi-urbana en todo el país.

Durante el primer semestre del 2016, la empresa obtuvo ingresos por más de 14 millones de soles y sus activos ascendían a más de 34 millones de soles.

1.8.2. Motivación

Globokas era una empresa, que antes de ingresar al MAV, contaba con financiamiento a través del sistema bancario y de fondos de inversión de capital extranjero; sobre este último, de acuerdo a declaraciones del Vicepresidente Comercial y de Proyectos, para poder pertenecer y acceder a él, se habían realizado y cumplido muchos requisitos similares que exige el acceso al MAV; lo que

facilitó la decisión de acceder a este mercado, el financiamiento previo a través del fondo de inversión contribuyó a facilitar el proceso preparatorio realizado por la empresa. La empresa tuvo como principal motivación la diversificación de sus fuentes de financiamiento.

La razón por la que quería diversificar sus fuentes de financiamiento fue que la empresa tenía un alto crecimiento de ingresos en los últimos años, y en un futuro, para mitigar los riesgos iban a necesitar varias alternativas de financiamiento. Dado el plan de expansión seguido por la empresa, el cual se refleja en la adquisición de empresas competidoras del mismo sector, contemplaron la posibilidad de realizar un aumento de capital a través de una Oferta Pública Primaria (OPI)

1.8.3. Emisiones

En el caso de Globokas, la empresa inscribió sus acciones en el Registro Público del Mercado de Valores para buscar financiamiento; sin embargo, hasta el cierre del 2016 no se ha logrado realizar una OPI y, por consiguiente, la negociación de las acciones, debido a que, como se mencionó, pretenden hacerlo en un futuro de acuerdo a su plan estratégico de expansión.

1.8.4. Factores Críticos de Éxito de Globokas

Para el caso de Globokas, esta empresa solo llegó hasta el proceso de la inscripción de sus valores, renta variable, más estos no han llegado a ser listados, debido a la estrategia de la empresa de realizar un aumento de capital de acuerdo a sus necesidades de inversión; sin embargo, se encontraron FCE comunes y relevantes a las demás empresas que fueron importantes para que acceda e inscriba sus valores en el MAV.

A continuación, en la tabla 27 se presenta la matriz con los resultados obtenidos en la entrevista realizada al Gerente comercial y de proyectos de la empresa:

Tabla 27: Matriz de Factores Críticos de Éxito para Globokas

Entrevistado	Factores Críticos de Éxito	Influencia
Hillmer Reyes Murillo (Vicepresident e Comercial y proyectos)	Prácticas de buen Gobierno Corporativo: Existencia de Directorio	Existencia de Dirección donde se presenta, evalúa y aprueba proyectos de inversión que afectan o incurren la sostenibilidad y crecimiento de la empresa. Esta PBGC demuestra una adecuada gestión en la toma de decisiones para el futuro o sostenibilidad de la empresa, lo cual genera confianza para sus stakeholders, incluido los inversionistas.
	Planeamiento estratégico financiero	El planeamiento estratégico financiero de la empresa plantea objetivos relacionados principalmente a la diversificación de fuentes de financiamiento. Esto supone una adecuada planificación en el área financiera de la empresa, generando así mayor confianza en el inversionista.
	Práctica de Buen Gobierno Corporativo: EEFF auditados adecuados a las NIIF	Empresa auditaba de forma previa sus EEFF para tener una contabilidad confiable y con un sistema con información oportuna y así cumplir con los requerimientos que les exigen los fondos de inversión en EEUU que financian sus proyectos. Esto ofrece la posibilidad al inversionista de leer en un lenguaje internacional la situación financiera de la empresa y hacerla comparable con otras.
	Auditor externo internacional	Empresa audita su información financiera con Pricewaterhousecooper, una consultora de prestigio internacional, debido a que se considera que esto generará mayor aceptación del inversionista.
	Preparación y estructuración previa : Fondos de inversión	Cumplimiento de exigencias de divulgación de información por financiamiento previo a través de Fondo de Inversión. Contaban con cierta reputación sobre su comportamiento de pago y su responsabilidad para cumplir con sus obligaciones financieras, lo cual ofrece garantía de que en un futuro seguirá cumpliendo con los futuros inversionistas.
	Apertura del accionista para transparentar información	Accionariado domiciliado en el exterior con experiencia en financiamiento a través Mercado de Capitales; por lo que, consideran la transparencia de información una práctica sana y necesaria para el éxito de la empresa y sobre todo para generar confianza con los inversionistas.
	Liderazgo en la participación en el sector	Empresa líder en el sector de cajas corresponsales en el Perú., Es un principio muy valorado por los inversionistas al apostar por una empresa que tenga la mayor participación del mercado en su sector.
	Crecimiento económico sostenible de la empresa	Empresa cuenta con altos índices de crecimiento en los últimos dos años, lo cual demuestra una eficiente gestión de la empresa, esto supone que los inversionistas confían en el potencial de crecimiento de la misma

1.9 Gerens Escuela de Gestión y Economía S.A.

1.9.1. Perfil de la empresa

Gerens Escuela de Gestión y Economía S.A. (en adelante “Gerens Escuela de Gestión y Economía”) es una institución académica de postgrado especializada en brindar servicios educativos para el desarrollo profesional. Fue establecida en noviembre de 1998, cuando un grupo de profesionales con destacada trayectoria gerencial y amplia experiencia en consultoría decidieron trabajar juntos con el objetivo de contribuir a que las organizaciones impulsen la creación de valor, y logren alcanzar su visión. El accionariado está comprendido por: i) Franjo Kurtovic con una

participación de 22.03%, ii) Rodrigo Priale, con el 16.27%, ii) Ana Adaniya con el 16.27%, iii) Victor Gobitz con el 14.64%, iv) Armando gallegos, con el 14.24% y, v) Ivo Ucovich con el 9.22% restante.

En el año 2015, los ingresos por ventas de Gerens ascendieron a S/3,268,600 (Gerens Escuela de Gestión y Economía S.A., 2016). Asimismo los activos de la empresa al cierre del año 2015 ascendieron a más de 35 millones de soles.

1.9.2. Motivaciones

Gerens financia sus proyectos principalmente con entidades bancarias y capital propio. En ese sentido, el acceso al MAV responde a objetivos estratégicos de la empresa, tales como diversificar sus fuentes de financiamiento, obtener mejores tasas de financiamiento y ser más eficientes con la gestión de sus fuentes de financiamiento. Asimismo, la empresa se había financiado de diversos bancos y cajas por lo que consideró conveniente reemplazar la deuda que mantenía con dichas entidades por un financiamiento a través del MAV, tal como lo señaló el Gerente de Administración.

1.9.3. Emisiones

Las emisiones realizadas por la empresa se enmarcan dentro del primer programa de ICP inscrito el 09 de agosto del 2016, el cual tenía una vigencia inicial de seis (06) años y un monto máximo en circulación de S/ 28.05 millones o su equivalente en dólares (Gerens Escuela de Gestión y Economía S.A., 2016).

Los recursos obtenidos en la colocación de los instrumentos de Corto Plazo fueron destinados principalmente a financiar sus proyectos de inversión educativos y otras necesidades de capital de operativo, de acuerdo con el prospecto Marco de la empresa).

La empresa se ha financiado en este mercado por más de 4 millones de soles, a través de sólo una emisión, una de papeles comerciales, tal como se muestra en la tabla 28:

Tabla 28: Características de la primera emisión ICP de Gerens

Emisión	Serie	Clasificación de Riesgo	Monto colocado	Plazo	TNA	Fecha
1ra.	A	P2-	S/ 4,675,000	360 días	8.5%	Set-16

1.9.4. Factores críticos de Éxito de Gerens

A continuación, en la tabla 29 se presenta la matriz con los resultados obtenidos en la entrevista realizada al Gerente de Administración de la empresa:

Tabla 29: Matriz de Factores Críticos de Éxito para Gerens

Entrevistado	Factores Críticos de Éxito	Influencia
Rodrigo Priale Zeballos (Gerente de administración)	Práctica de buen Gobierno Corporativo: Existencia de Directorio	Existencia de Dirección donde se presenta, evalúa y aprueban proyectos de inversión que afectan la sostenibilidad y crecimiento de la empresa. Se considera una práctica sana de BGC que a su vez es valorada por inversionistas
	Planeamiento estratégico financiero	El planeamiento estratégico financiero de la empresa plantea objetivos relacionados principalmente a la diversificación de fuentes de financiamiento y obtención de financiamiento a largo plazo. Esto supone una adecuada planificación en el área financiera de la empresa, generando así mayor confianza en el inversionista.
	Práctica de Buen Gobierno Corporativo: EEFF auditados adecuados a las NIIF	Empresa elabora sus EFFF mensualmente y los audita de forma voluntaria para tener una contabilidad confiable y con un sistema con información oportuna y veraz que se encuentran a disposición de sus Directores. Sus EEFF se auditan de acuerdo a las NIIF, con lo que ofrece la posibilidad al inversionista de leer en un lenguaje internacional la situación financiera de la empresa y hacerla comparable con otras.
	Preparación y estructuración previa : Private equities	Preparación previa para obtener financiamiento a través de Private equities. Lo que significó una preparación previa de de la información societaria, financiera, legal, entre otras, influyendo de manera positiva en la decisión del accionista para acceder al MAV.
	Apertura de accionistas para transparentar información	Apertura progresiva del Directorio para transparentar información ante los diferentes actores del mercado y adecuarse a las exigencias en la presentación periódica de información financiera exigida por la normativa. Reducción de asimetría entre la empresa emisora y el inversionista, de tal forma que la última pueda tomar una decisión que sopesa los costos y beneficios de invertir en el valor emitido.

2. Expertos casos de estudio

Una vez identificado los FCE de cada empresa en el punto uno, En esta sección, se identificará los FCE para el acceso de medianas empresas al MAV, por parte de los expertos que son, según nuestra metodología: los intermediarios, conformados por las sociedades agentes de bolsa; y los reguladores representada por la Superintendencia de Mercado de Valores:

2.1. Reguladores: Superintendencia de Mercado de Valores

Para esto se realizaron entrevistas al Intendente General de supervisión de Conductas y al Superintendente Adjunto de Investigación y Desarrollo, de las cuales se identificaron los FCE presentados en las tablas 30 y 31, según el proceso metodológico planteado:

Tabla 30: Matriz de Factores críticos de éxito del Experto SMV 1

Entrevistado	Factores Críticos de Éxito
Alix Godos (Intendente General de Supervisión de Conductas - SMV)	- Conocimiento previo del mercado bursátil por parte del empresario y/o accionista
	- Práctica de Buen Gobierno Corporativo: Profesionalización de los cargos gerenciales y directorales
	- Práctica de Buen Gobierno Corporativo: EEFF auditados adecuados a las NIIF
	- Planeamiento estratégico financiero
	- Formación de Track record previo
	- Proyección de crecimiento económico de la empresa
	- Presentación de garantía específica
	- Reputación y capacidad de los cargos gerenciales y/o directorio

Tabla 31: Matriz de Factores críticos de éxito del Experto SMV 2

Entrevistado	Factores Críticos de Éxito
Carlos Fabián Rivero Zevallos (Superintendente Adjunto de Investigación y Desarrollo - SMV)	- Apertura de accionistas para transparentar información
	- Práctica de Buen Gobierno Corporativo: Existencia de Directorio integrado por miembros independientes
	- Perfil del empresario: liderazgo y visión a largo plazo
	- Práctica de Buen Gobierno Corporativo: EEFF auditados adecuados a las NIIF
	- Práctica de Buen Gobierno Corporativo: Profesionalización de los cargos gerenciales y directorales

2.2. Intermediarios: Sociedades agentes de bolsa

Para este grupo de expertos se entrevistó a ejecutivos de tres (03) Sociedades Agentes de Bolsas diferentes: BNB Valores Perú, Kallpa y Adcap securities. Fue importante entrevistar a estas tres SAB's, debido a que son las que han estructurado y colocado a once (11) de las doce (12) empresas actuales en el MAV, con excepción de Gerens que fue estructurada y colocada por la SAB Seminario. Así también, los ejecutivos entrevistados fueron los que acompañaron más de cerca en el proceso preparatorio para el acceso de las once (11) empresas al MAV.

A continuación, en las tablas 32 y 33 se presentan las matrices de los FCE obtenidos a partir de las entrevistas a los principales intermediarios, que fueron identificados según el proceso metodológico propuesto anteriormente.

1) BNB VALORES PERU:

Tabla 32: Matriz de Factores críticos de éxito del Experto SAB - BNB VALORES

Sociedad Agente de bolsa	Entrevistado	Factores Críticos de Éxito
BNB Valores Perú - Chavín de Huántar - A Jaime Rojas - Ciudadaris - Tekton	Gustavo Saavedra Albuquerque (Ejecutivo de BNB Valores Perú SAB)	- Historia y trayectoria de la Empresa
		- Reputación y capacidad de los cargos gerenciales y/o directorio
		- Formación de Track record previo
		- Práctica de Buen Gobierno Corporativo: EEFF auditados adecuados a las NIIF
		- Práctica de Buen Gobierno Corporativo: Existencia de Directorio

2) ADCAP SECURITIES

Tabla 33: Matriz de Factores críticos de éxito del Experto SAB - ADCAP

Sociedad Agente de Bolsa	Entrevistado	Factores Críticos de Éxito
ADCAP Securities - Medrock	Jorge Souza (Gerente de Mercado de Capitales - Adcap Securities SAB)	- Práctica de Buen Gobierno Corporativo: Existencia de Directorio
		- Práctica de Buen Gobierno Corporativo: Empresa con sistema de gestión de riesgos
		- Indicadores financieros favorables
		- Historia y trayectoria de la Empresa
		- Perfil del empresario: liderazgo y visión a largo plazo
	Marvin Duran Castillo (Analista de Banca de Inversión - Adcap Securities)	- Apertura de accionistas para transparentar información
		- Formación de Track record previo
		- Apertura del empresario para transparentar información
		- Práctica de Buen Gobierno Corporativo: EEFF auditados adecuados a las NIIF
		- Práctica de Buen Gobierno Corporativo: Profesionalización de los cargos gerenciales y directorales
- Planeamiento estratégico financiero		

3) KALLPA

Tabla 34: Matriz de Factores críticos de éxito del Experto SAB - KALLPA

Sociedad Agente de bolsa	Entrevistado	Factores Críticos de Éxito
KALLPA - Tritón	Mariano Bazán Vásquez (Analista de Operaciones - Kallpa SAB)	- Formación de Track record previo
		- Práctica de Buen Gobierno Corporativo: Existencia de Directorio
		- Planeamiento estratégico financiero
		- Reputación y capacidad de los cargos gerenciales y/o directores
		- Apertura de accionistas para transparentar información

3. Factores Críticos de éxito para el acceso al MAV

Como siguiente y último paso en el desarrollo del presente estudio, y luego de analizar la información contenida en las matrices anteriores, se ha procedido a derivar de ellas los principales FCE, los cuales han sido validados por el método de la triangulación de datos el cual se detallara en los siguientes puntos.

3.1 Validación de los FCE: triangulación de datos

Para identificar los FCE para el acceso al mercado alternativo de valores, esto se vio reforzado con el método de la triangulación de datos, el cual consistió, primero en identificar los FCE por cada empresa de estudio, y segundo, para la validación de estas, se tuvo que acudir a expertos que fueron, por un lado, los ejecutivos de las sociedades agente de bolsa y, por otro lado, un Intendente y un Superintendente de la Superintendencia de Mercado de Valores. Para esto se realizó el cruce en donde todos los FCE de éxito de las empresa que se redujeron a doce (Anexo G), caracterizados como FCE para que la mediana empresa, independientemente del sector en que se encuentra, pueda acceder al MAV, el cual es el objetivo general de la presente investigación.

A continuación, en la tabla 35 se presentan el resumen de la matriz con los FCE de éxito que se identificaron con la triangulación de datos:

Tabla 35: Cuadro Factores críticos de éxito para el acceso al MAV (Triangulación de datos)

Triangulación de datos: actores	Factores críticos de éxito
Factores Críticos de Éxito para acceder al MAV obtenido a partir del análisis de las entrevistas realizadas a las empresas emisoras, Sociedad Agente de Bolsa y a la Superintendencia de Mercado de Valores	- Apertura de accionistas para transparentar información
	- Auditor externo con presencia internacional
	- Proyección y crecimiento económico sostenible de la empresa
	- Formación de Track record previo
	- Historia de la empresa y/o años operando
	- Perfil del empresario: Liderazgo y visión a largo plazo
	- Planeamiento estratégico financiero
	- Práctica de Buen Gobierno Corporativo: EEFF auditados adecuados a las NIIF
	- Práctica de Buen Gobierno Corporativo: Directorio integrado por miembros independientes
	- Práctica de Buen Gobierno Corporativo: Profesionalización de los cargos gerenciales y directorales
	- Presentación de garantía específica
	- Reputación del Directorio y/o Gerente General

3.2 Análisis de los Factores Críticos de Éxito

3.2.1 Apertura para transparentar información

Apertura progresiva del empresario para transparentar información ante los diferentes actores del mercado y adecuarse a las exigencias en la presentación periódica de información financiera exigida por la normativa. Asimismo, está relacionado con la decisión del Directorio sobre la calidad y la cantidad de información que la empresa va a compartir con miembros externos a la organización. Respecto con la literatura consultada, donde diversos autores afirman que las empresas son celosas de su información, los directores y/o gerentes entrevistados consideran que la transparencia de la información es un elemento necesario para lograr el crecimiento de la empresa y para poder obtener mayores fuentes de financiamiento.

Esto responde a que en el mercado de capitales en general, la transparencia de la información es valorada por los inversionistas pues en base a eso deciden si participan o no en la compra de los ICP, bonos o acciones. Por ello, se considera que debe haber una reducción de asimetría de la información entre la empresa emisora y el inversionista, de tal forma que, esta última pueda tomar una decisión que sopesa los costos y beneficios de invertir en el valor emitido.

En esa sentido, se considera que la apertura a mostrar toda información relevante para los accionistas y/o inversionistas es un factor crítico de éxito que debe considerar el Directorio, accionistas y/ gerente general cuando vea al MAV como una alternativa adicional de financiamiento.

3.2.2 Auditor externo con presencia internacional

Las empresas que formaron parte del estudio tenían como práctica de buen gobierno corporativo, previo al acceso al MAV, auditar periódicamente sus Estados Financieros. Para ello, se recibe asesoría y/o auditoría de una consultora externa, con el propósito de validar la veracidad de los resultados contables y la situación financiera de la empresa. Cabe señalar que, en el mercado existen diversas empresas consultoras, algunas más conocidas que otras, que prestan estos servicios de auditoría; sin embargo, se considera que los inversionistas valoran más la auditoría de una consultora con presencia internacional. Los entrevistados mencionaron como empresas reconocidas según su prestigio a las “Big Four” conformadas por PwC (PricewaterhouseCoopers), Deloitte, Ernst & Young y KPMG.

De acuerdo con los resultados, las empresas contrataron los servicios de consultoras de prestigio internacional porque consideran que el estar auditada por una empresa de este nivel, respalda el dictamen emitido sobre la racionalidad de la información financiera presentada y genera confianza en el potencial inversionista. Esta práctica previa de auditoría proviene de la necesidad de tener su información financiera a disposición de sus Stakeholders, principalmente para sus inversionistas. En el caso de Ciudadaris, Edpyme Inversiones la Cruz y Globokas son empresas que financian sus proyectos a través de fondos de inversión de capital extranjero, lo cuales les exigen información financiera confiable auditada por una consultora reconocida a nivel internacional.

En este punto es importante considerar que al tratarse de empresas no corporativas, la decisión del inversionista se concentra en mayor medida en la veracidad y exactitud de la información financiera de la empresa debido a que éstas, por lo general, tienden a tener menos información disponible. En ese sentido, las empresas han considerado auditar sus EEEF con consultoras reconocidas de alguna manera rompería la percepción para el inversionista de que la información financiera de una empresa no corporativa posea el mismo grado de confiabilidad de una empresa corporativa.

Por lo tanto, la auditoría de la información financiera realizada por una consultora de presencia internacional es un factor crítico de éxito para acceder a este mercado; debido a que, generará mayor confianza en los inversionistas sobre la veracidad de la situación financiera de la empresa.

3.2.3. Proyección y crecimiento económico sostenible de la empresa

Las proyecciones financieras y de crecimiento de una empresa son muy importantes al momento de buscar el financiamiento para un proyecto. Esto de alguna manera demuestra que la empresa se está gestionando de manera eficiente, asimismo, esto se puede ver reflejado en diversas variables, tales como: los activos, la producción, el nivel de ventas, las utilidades, la participación en el mercado, etc.

A manera de ejemplo, en el caso de la empresa Globokas, ésta presentó un incremento considerable en el nivel de sus ventas con una variación de hasta el 100% aproximadamente en el 2014, respecto al 2013. Este incremento genera una sensación de tener posibilidades de desarrollo futuro, asimismo puede inferirse que la empresa tiene ventaja competitiva en su sector respecto a sus competidoras.

De igual manera, el crecimiento sostenible de la empresa es un elemento que toma en cuenta el inversionista cuando decide financiar un proyecto, pues asegura la continuidad de la empresa en el mercado y por tanto, una mayor probabilidad de cumplir con las obligaciones financieras.

Por lo tanto, las proyecciones y el crecimiento sostenible de la empresa es un factor crítico que facilita el acceso la MAV pues asegura el pago y la rentabilidad esperada por los inversionistas.

3.2.4. Formación de Track record previo

Las empresas contaban con un Track record obtenido por los financiamientos de sus proyectos obtenidos previamente al acceso al MAV. Este factor está relacionado al historial crediticio obtenido de la empresa por su financiamiento a través de entidades bancarias y fondos de inversión, asimismo, demuestra qué tan responsable es la compañía con sus obligaciones financieras. De acuerdo con los resultados, las empresas financiaban sus operaciones y/o proyectos a través de deuda externa; por lo que, ya contaban con un historial crediticio en el mercado. En el caso de la empresa Ciudadaris, ésta contaba con financiamiento de capital exterior así de entidades bancarias que habían financiado grandes proyectos inmobiliarios. Este Track record generado, a través de los años que viene operando la compañía, hizo que los bonos colocados de la compañía tuviera la aceptación por parte de los inversionistas.

En ese sentido, el Track record muestra el comportamiento de pago y la responsabilidad de la empresa en cumplir con sus obligaciones financieras. Entonces, la formación de un buen Track record presentará una mejor imagen de la empresa frente a sus inversionistas y con ello una mayor

aceptación de los valores ofertados. Por lo tanto, este se considera un factor crítico de acceso al MAV, pues se entiende que la empresa va a mantener el mismo comportamiento y cumplirá con los pagos y/o rentabilidad espera por los inversionistas.

3.2.5. Trayectoria de la empresa y/o años operando

La trayectoria de la empresa está relacionada con el desempeño que ha tenido en el mismo a lo largo del tiempo; asimismo representa señales de su continuidad y sus proyecciones en el futuro. El performance que ha tenido la empresa en el tiempo genera confianza en sus Stakeholders, dentro de ellos, se encuentran sus potenciales inversionistas. El inversionista se verá atraído por un buen plan de negocios y un Track record de negocio que haya sido consistente en el tiempo, dentro de un contexto de empresas que se caracterizan por su inestabilidad. La trayectoria de la empresa da indicios de la correcta gestión que se ha realizado, ya que sin ella, los años en el sector no hubiesen sido posibles. Por otro lado, el historial generado por la empresa y su experiencia, ofrece una imagen retrospectiva de la empresa lo que puede servir como fundamento para la toma de decisiones estratégicas. En el caso de las empresas analizadas, estas llevan operando, al menos, una década, siendo Jaime Rojas la empresa con mayor antigüedad, acumulando al día de hoy más de cuarenta (40) años en el sector de equipamiento médico. En este mismo grupo de estudio, se ha podido hallar que las empresas que cuentan con antigüedad en sus operaciones han podido conseguir importantes participaciones en los sectores en los que se desenvuelven, muestra de ello es la empresa Edpyme Inversiones La Cruz y Globokas líderes en el sector de créditos prendarios y agentes corresponsales, respectivamente; asimismo, el resto de empresas cuentan con interesantes participaciones de mercado respecto a sus competidores.

La trayectoria de estas empresas da cuenta del éxito de proyectos realizados y la tenencia en cartera de proyectos futuros como es el caso de las inmobiliarias Ciudadaris y Tekton, lo que representa cierta garantía para el cumplimiento de sus obligaciones crediticias.

Asimismo, una característica, en común, que presentan varias de estas empresas, es que han iniciado con una capitalización pequeña en el caso de las empresas familiares y gracias a su eficiente gestión, a través de la profesionalización de sus cargos, han podido lograr su crecimiento y encontrarse ahora en una etapa de expansión con visión a largo plazo. Estas empresas cuentan con la fortaleza de tener un potencial de crecimiento alto.

3.2.6. Perfil del empresario: Liderazgo y visión a largo plazo

El perfil de líder del agente decisor fue un factor determinante para el acceso al MAV, en la mayoría de casos de estas empresas, la iniciativa surge a nivel de la gerencia financiera, siendo sometida y aprobada la propuesta en la junta de accionistas. De esta forma queda evidenciado, el riesgo asumido por el empresario al tomar una decisión estratégica para su empresa, optando por una fuente de financiamiento poco convencional en empresas de reducida capitalización. Marcando

distancia de aquel empresario con una posición más cautelosa que decide mantenerse en su status quo, siguiendo con el tradicional financiamiento bancario.

Por otro lado, existe una intención de continuidad del negocio y una visión a largo plazo. Como ha quedado demostrado en las entrevistas, el empresario busca emitir deuda de largo plazo para el financiamiento de proyectos futuros e incluso el ingreso al mercado principal, para lo cual se ha servido de un proceso de aprendizaje y preparación previo en el Mercado Alternativo de Valores. Si una empresa no tiene visión a largo plazo, el mercado de capitales no forma parte en sus variables de toma de decisión. Ha existido un cambio de paradigma en el empresario en el que no sólo quiera mantener el estado actual de su empresa con una visión cortoplacista, sino perspectivas a futuro.

Asimismo, es importante destacar la importancia de contar con una gerencia profesional que tenga conocimiento sobre el funcionamiento del mercado bursátil, de tal forma que pueda ponderar los costos y beneficios del financiamiento en el mercado de valores y elevar la propuesta a las personas encargadas de la toma de decisión.

Para ejemplificar algunos casos, Jaime Rojas, el liderazgo ha surgido a partir de la segunda generación familiar, con un perfil menos conservador que el primero y un mayor nivel de profesionalización. Asimismo, el accionista mayoritario de Ciudadaris, tiene participación activa y ha asumido cargos directivos en los principales gremios del sector. Por otro lado, en el caso de Chavín de Huántar, fue el mismo dueño de la empresa quien lideró el equipo de trabajo de preparación. Por el lado de Tritón, sus accionistas forman parte de la plana gerencial de Andino Investment, empresa que cotiza en el mercado principal, lo que habla de un conocimiento sobre el mercado bursátil.

3.2.7. Planeamiento estratégico financiero

La decisión de acceder al MAV, se enmarca dentro del planeamiento estratégico financiero de la empresa, el cual responde a diferentes objetivos trazados por las compañías tales como: la diversificación de fuentes de financiamiento, la reducción de costos financieros o la captación de recursos para solventar un plan de desarrollo y expansión del negocio. El planeamiento estratégico es una herramienta que permite a las organizaciones la toma de decisiones que afectan a la organización en su conjunto y a largo plazo. Las empresas, usualmente necesitan financiamiento en el corto plazo, por lo que se necesita planificación debida a que para acceder el tiempo de preparación puede ir de 6 meses hasta el año, dependiendo del estado inicial en el que se encuentren las mismas.

Es común que las medianas empresas desarrollen sus operaciones, sin una planificación financiera previa por lo que acceso a financiamiento respecto a montos, plazos y costos no necesariamente se ajustan a sus necesidades lo que puede afectar su capacidad de crecimiento.

Al contar con una fuente de financiamiento alternativo la empresa ha mitigado su riesgo de dependencia del sistema bancario, ante un posible escenario de estrés crediticio, además de un otorgarle un mayor poder de negociación frente a éste.

El acceso al MAV supone el desembolso de costos iniciales que pueden desincentivar el acceso de las empresas; sin embargo, estas han internalizado la necesidad de asumirlos para generar un Track record en el mercado bursátil y que a su vez estos se irán diluyendo con futuras emisiones.

3.2.8. *EEFF auditados adecuados a las NIIF*

El común de las empresas que han logrado acceder a este Mercado, previamente, han contado previamente con sus estados financieros auditados ceñidos a las Normas Internacionales de Información financiera ya sea por regulación, de forma voluntaria o al ser exigida para obtener financiamiento a través de un fondo de inversión. Esto facilitó la decisión de ingreso al no tener que asumir un costo adicional para contar con personal calificado, un costo de aprendizaje al recabar la información o simplemente aceptar someterse a los plazos que toma el proceso. Este tipo de proceso supone un gran esfuerzo en la modificación de los sistemas de información.

Al haber adecuado su información a las normas internacionales, la empresa lleva una contabilidad y una gestión de la información financiera de calidad y de forma más ordenada, así como hacerla comparable con otras empresas a fin de que el inversionista pueda tomar una mejor decisión. Por otro lado el inversionista tiene la posibilidad de seguir la situación financiera de la empresa en cuanto sus niveles de rentabilidad, liquidez y apalancamiento. Este último es de especial importancia para él debido a que se relaciona con la capacidad de repago de las obligaciones crediticias contraídas.

3.2.9. *Práctica de Buen Gobierno Corporativo: Directorio con miembros independientes*

La importancia de tener un Directorio para acceder al MAV ha sido un FCE para las empresas actuales, con excepción de TEKTON, que en su momento del acceso aún estaba en la formación. Este FCE es validado por las 3 sociedades agentes de bolsa, quienes mencionan. Cabe recalcar que en los PBGC, según el artículo del 2013, se menciona la conformación del directorio en el principio 15 y los directores independientes en el principio 19.

La Conformación de Directorio es un FCE, debido a que tiene como función aprobar y dirigir la estrategia corporativa de la sociedad, establecer objetivos, metas, y planes de acción que atañen a la empresa a través de una buena gestión de la toma de decisiones, y este es reforzado aún más si es que se cuentan con directores independientes, debido a que tienen la características de ser expertos en el sector y trayectoria profesional lo cual contribuye con su crítica en la toma de decisiones (Stok 2014). Esto conlleva a que la empresa demuestra orden y solidez, lo cual genera una externalidad positiva

hacia los inversionistas que les genera mayor confianza al ver que la empresa ya cuenta con PBGC, como se menciona en la teoría:

Los inversionistas consideran cada vez más la aplicación de prácticas de buen gobierno como un elemento de suma importancia para preservar el valor real de sus inversiones en el largo plazo, en la medida que conlleva a eliminar la información desigual entre quienes administran la empresa y sus inversionistas (Flores & Rozas, 2008, p.7).

3.2.10. Práctica de Buen Gobierno Corporativo: Profesionalización de los cargos gerenciales y los cargos de los directores.

Este FCE se identificó en las empresas casos de la investigación que tienen como característica de ser empresas familiares. Se sostiene este FCE de las Prácticas de Buen Gobierno Corporativo (artículo 2013) en el principio del principio F4 “Gestión” en donde se afirma que la empresa tiene preferencia a la selección de directivos y funcionarios en función de las competencias, sin ser relevante para ello su condición de ser miembro de la familia. Estos casos surgen de las empresas Chavín de Huántar, Jaime Rojas, Tritón Trading y Ciudadaris Inmobiliaria.

En cada entrevistado de cada empresa familiar afirma que el tema de la confianza y el trabajo con personas calificadas profesionalmente, externos a la familia, contribuye a una profesionalización por parte de los cargos gerenciales y cargos directorales, ya que se enfatiza en la selección en personas de acuerdo a la su trayectoria profesional, experiencia en el sector, en otras palabras en sus competencias y no por ser necesariamente miembro familiar.

Este FCE es validado por el superintendente de la SMV en donde afirma que una característica común de las empresas familiares es que mayormente la toma de decisiones es centralizada en los padres, quienes usualmente son los dueños de la empresa, y no por trabajadores que no forman parte de la familia, el cual limita a la empresa a su crecimiento o expansión en el mercado, ya que no prefieren confiar en personas externas en la toma de decisiones de la empresa, quienes pueden tener mayores competencias que los miembros de la familia.

En conclusión, la aplicación de la profesionalización de los cargos gerenciales y directorales, el cual forma parte de los principios de las Prácticas de buen gobierno corporativo, es un factor decisivo para acceder al MAV en las empresas familiares, ya que es una atracción para el inversionista en este tipo de empresas para comprar los valores, debido a que son empresas en donde existe la confianza en la toma de decisiones descentralizada en personas profesionales con competencias, quienes no necesariamente tiene que ser de la familia, el cual demuestra prioridad en la gestión de la empresa antes que la familia.

3.2.11. Presentación de garantía específica

Las garantías específicas como Factor Crítico de Éxito ha sido derivado de las empresas que obtuvieron una llegaron acceder al mercado con una tasa competitiva a comparación de las demás empresas. En la tabla 36, se presentan las garantías presentadas por las empresas Medrock Corporatio y Tekton Corp:

Tabla 36: Clasificación de empresas con respectiva garantía específica

Empresa	Garantía	Primera Tasa
Medrock Corporation	Carta fianza de fiel cumplimiento emitida por el Banco de Crédito del Perú hasta por el monto de las emisiones.	3,7%
Tekton Corp	La empresa utilizó una carta fianza emitida por el banco Interbank por un monto de hasta 2.5 millones de dólares para garantizar el pago de sus obligaciones. Dicha garantía fue sustituida por un fideicomiso en Administración y garantía sobre unidades inmobiliarias	4,5%

En ambos casos se presentó una carta fianza, el cual contribuyó para una buena nota en la clasificadora de riesgo para el acceso al MAV con una colocación con tasas competitivas.

Este factor crítico de éxito es validado por el Intendente de la SMV, en donde afirma que si una empresa tiene predispuesto una garantía como la carta fianza, en vez de un fideicomiso, será de gran aporte para acceder al mercado, debido a que contribuye con la percepción del inversionista ante cualquier contingencia de impago. Entonces se concluye que el tipo de garantía específica presentada por el emisor, contribuye significativamente el acceso al MAV, y es comprobada por la teoría:

Por un lado, debería permitirse que se puedan emitir valores con garantías específicas. En relación con este punto, muchas de las pequeñas y medianas empresas que recurran a este mercado presentarán un apalancamiento significativo. En este sentido, permitir la constitución de garantías específicas puede mejorar significativamente la clasificación de riesgo que obtengan. En el caso del mercado alternativo argentino, la normativa no impide la constitución de garantías específicas (Vizcarra & Collantes, 2013:9).

3.212. Reputación del Directorio y/o Gerente General

En este FCE se explica el hallazgo y la importancia que se ha considerado en la mayoría de las empresas casos de estudio, el cual hace referencia a la Reputación sea del gerente general o del directorio. En la tabla 37, se presenta el desarrollo de dicho factor respecto a los resultados obtenidos en las entrevistas a las empresas Tritón Trading, Ciudadaris Consultores Inmobiliarios y Globokas Perú:

Tabla 37: Clasificación de empresas con respectiva reputación del directorio o gerente general

Empresa	Reputación del Directorio o Gerente General
Tritón Trading	Conformado por 3 directores, hermanos, el cual un se encarga de la administración de Tritón, y los otros dos tienen cargos gerenciales Tanto en Andino como en CFG Investment, empresas que cotizan en el mercado principal
Ciudadaris Consultores Inmobiliarios	El Director, a la vez accionista y Gerente general, de la empresa mantiene un gran reconocimiento en el sector inmobiliario, debido a que es Director de la Cámara Peruana de la construcción (CAPECO); por ende, mantiene constante participación en diversos gremios y asociaciones relacionadas al sector
Globokas Perú	Contaban con un directorio, que a la vez eran accionistas del extranjero, en el cual uno de los directores era también director del Citibank y era reconocido en la banca retail a nivel mundial.

En estos tres casos se encontraron que la reputación del directorio o de la plana gerencial contribuye a que estas empresas puedan acceder al MAV, debido a que genera mayor confianza y percepción de estabilidad y menor riesgo en los inversionistas para comprar los valores de la empresa emisora. Esta confianza se refleja en la visión del inversionista en la reputación del directorio o los gerentes, ya que estos cuentan con un historial en el conocimiento del sector o que asume un gran cargo en el sector como es el caso de Ciudadaris como Director de la CAPECO.

CAPÍTULO 5: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

1. Conclusiones

Actualmente, la mayoría de las medianas empresas en el Perú dependen principalmente del sistema bancario para el financiamiento de sus proyectos de crecimiento o para sostener su capital de trabajo; sin embargo, estas medianas empresas son calificadas, por el sistema bancario, como entidades muy riesgosas, con baja transparencia de información, o en algunos casos, entidades que no cuentan con una planificación a largo plazo; lo que conlleva a darles líneas de crédito con montos bajos, tasas altas y plazos cortos.

Bajo este escenario, en el 2012 la SMV aprobó el reglamento del Mercado Alternativo de Valores, una alternativa de financiamiento dirigido a empresas no corporativas; no obstante, no todas las empresas no corporativas están en la capacidad de acceder a este mercado, ya que existen barreras relacionadas a los costos de naturaleza única en empresas de reducida capitalización, como son las micro y pequeñas empresas, no están en la capacidad de poder asumir.

De tal forma, el público objetivo del MAV son las empresas no corporativas que tienen la capacidad de asumir los costos de naturaleza única sin afectar ni poner en riesgo la operatividad de la empresa, que comprenden principalmente a las medianas empresas.

Para el acceso al MAV, si bien existen requisitos formales planteados en su Reglamento, no basta sólo con el cumplimiento de estos, sino que es necesaria una decisión previa, la cual ha surgido, por lo general, en el área financiera de la empresa y ha sido, finalmente, tomada dentro del grupo de control de la misma. Asimismo, es de destacar, que esta decisión ha respondido a diferentes motivaciones, teniendo en común, que están dentro de un plan estratégico.

Los resultados obtenidos en cuanto a las motivaciones confirman lo que dice la teoría respecto al acceso al financiamiento a través del mercado principal, las empresas ingresan a este mercado principalmente por los siguientes objetivos: diversificación de fuentes de financiamiento, reducción de costos financiero, captación de recursos para desarrollar proyectos importantes, consolidación de deuda, formación track record en el mercado bursátil, capacidad de financiamiento a largo plazo, presencia corporativa, expansión y crecimiento de la empresa.

Cabe señalar que se pudo identificar como principal motivación común el deseo de poder contar con una alternativa adicional de financiamiento; debido a que, el acceso al MAV supone una serie de ventajas y/o beneficios, tales como obtener menores de tasas de interés para financiamiento, tener mayor poder de negociación con entidades bancarias y poder financiarse a futuro en el MAV a largo plazo mediante bonos corporativos.

En tal sentido, el ámbito de análisis de la investigación comprendió el periodo que abarca desde la intención de cumplir con un objetivo que determina la decisión de acceder al MAV, pasando por un proceso preparatorio, la estructuración del financiamiento, la inscripción, la colocación y emisión de los valores.

Dentro de este periodo ha sido necesaria la coexistencia de FCE que faciliten el acceso de la empresa a dicho mercado. Como se ha mencionado anteriormente, el sólo cumplimiento de los requisitos de la normativa no garantizan un acceso exitoso al MAV. La estrategia seguida, últimamente, por la SMV de flexibilizar aún más los requisitos de ingreso podría favorecer a las empresas a allanar el camino de acceso; sin embargo, puede ser contraproducente para los demandantes de los valores emitidos. Según la declaración de un funcionario de tal institución, este manifestó que la flexibilización de los requisitos puede atraer una mayor cantidad de empresas, pero no necesariamente serán valoradas por los inversionistas al momento de la emisión, lo que se puede reflejar en tasas elevadas en la emisión o que el monto a colocar no sea adjudicado en su totalidad, siendo perjudicial para la empresa.

Luego de la identificación y análisis de los resultados de cada una de las empresas estudiadas y haber hecho la validación con los expertos, se concluyó que existen 12 FCE para el acceso al MAV, los cuales serán resumidos en las siguientes líneas.

- Apertura de accionistas para transparentar información: Respecto a la apertura para transparentar información, ésta se encuentra relacionada a la predisposición de la empresa para hacer pública su información financiera y toda información relevante para los inversionistas. En ese sentido, las empresas consideran que fueron asimilando progresivamente la importancia de facilitar información de la organización a miembros externos a la organización.
- Auditor externo con presencia internacional: A pesar de los altos costos que representa contar con los servicios de una auditora de prestigio internacional, los entrevistados indicaron que tienen como práctica previa al ingreso al MAV auditar su información financiera con una empresa de prestigio internacional; debido a que, generará mayor confianza en los inversionistas sobre la veracidad de la situación financiera de la empresa.
- Proyección y crecimiento sostenible de la empresa: Estos son signos de que existe una adecuada gestión de la empresa; de alguna manera, da señales de que seguirá operando en el mercado en el largo plazo y, por tanto, cumplirá con sus obligaciones financieras. Esto se soporta con algunos indicadores muy valorados por los potenciales inversionistas tales como, los activos, nivel producción, el nivel de ventas, indicadores financieros, participación en el mercado, etc.

- Formación del track record previo: Antes de ingresar al MAV, las empresas financiaban sus operaciones y/o proyectos a través de deuda externa mediante deuda bancaria y/o fondos de inversión; por lo que, contaban con un historial crediticio y/o Track record en el mercado. Es decir, las empresas contaban con cierta reputación sobre su comportamiento de pago y su responsabilidad para cumplir con sus obligaciones financieras, en ese sentido se entiende que la empresa va a mantener el mismo comportamiento y cumplirá con los pagos y/o rentabilidad esperada por los inversionistas.
- Historia y/o Trayectoria de la empresa: Las empresas cuentan con una historia y/o trayectoria en el mercado, relacionada a los años que vienen operando, a los proyectos realizados, a su reconocimiento en el sector, entre otros. De acuerdo a los resultados, se puede inferir que la historia de la compañía influyó en la decisión del inversionista para la compra de los valores, debido a que su trayectoria da señales de que se tiene una adecuada gestión de la empresa y asegura, de alguna manera, su continuidad en el mercado y por tanto, el cumplimiento de sus obligaciones financieras.
- Liderazgo y visión a largo plazo: En cada empresa, el agente decisor sabía cuál era el camino que debía seguir para alcanzar el objetivo. Para lograrlo, tuvo que asumir el rol de líder, de manera que debía comunicar la visión de la empresa, motivar y guiar a los participantes involucrados en el camino para obtener una colocación exitosa.
- Planeamiento Estratégico Financiero: Todas las empresas contaban con un planeamiento estratégico financiero, del cual desprenden los objetivos financieros que se traza la organización. En ese sentido, se puede inferir que la planificación estratégica financiera fue un elemento que influyó en la decisión del emisor para acceder al MAV, en tanto reconoció la importancia y necesidad de contar una fuente de financiamiento alternativa. Asimismo, una empresa que tenga una adecuada planeación financiera genera mayor confianza en el inversionista debido a que da señales de contar con una gestión ordenada y eficiente con intención de continuar en el mercado a largo plazo.
- Adecuación de los Estados Financieros a las NIFF: Aun cuando presentar su información financiera adecuada a las NIFF sea un requisito formal para acceder al MAV de acuerdo al reglamento de la SMV, la práctica previa de las empresas en la adopción de estas normas en su contabilidad hizo que el proceso preparatorio fuera menos tedioso. De acuerdo a los resultados, este factor influyó de manera positiva en la decisión del emisor para acceder al MAV, debido a que las empresas estudiadas contaban con experiencia previa en la preparación y presentación de su información financiera evitando así mayores costos relacionados al aprendizaje y diseño de nuevos procesos para la organización.

- Profesionalización de los cargos gerenciales y cargos de dirección: Los resultados indican que las empresas familiares tuvieron un cambio progresivo de pensamiento sobre la designación de los puestos gerenciales y los cargos directores de la organización. Esto significó, la participación en la toma de decisiones y la ocupación de puestos gerenciales a personas según sus competencias, no siendo relevante el parentesco familiar. Dicho FCE responde a un principio de Buen Gobierno Corporativo valorado por los inversionistas, pues supone que la dirección de la empresa responde principalmente a los intereses de la compañía y de los inversionistas.

- Presentación de garantía específica: Como ha sido el caso de las cartas fianzas, estas mitigan el riesgo de incumplimiento de impago que asume el inversionista al adjudicarse un valor. Este tipo de garantía a comparación de la garantía general, tiene un mayor nivel de liquidez lo que la hace atractiva para el inversionista. Como se ha evidenciado en algunas emisiones realizadas en este mercado, el respaldo de una garantía ha posibilitado a las empresas obtener tasas atractivas, de esta forma queda evidenciado el principio de inversiones de menor riesgo, menor rentabilidad (inversionista).

- Existencia de directorio con miembros independientes: La adopción de esta práctica de buen gobierno corporativo por parte de las empresas emisoras, les ha permitido lograr una mejora en la toma de decisiones dentro de un planeamiento estratégico, la presencia de miembros independientes, con experiencia y capacidad en el sector, está orientada a la generación de valor y mayor competitividad para la empresa y confianza dentro de sus stakeholders, los cuales incluyen a los inversionistas.

- Reputación del Directorio y/o Gerente General: De acuerdo a los resultados, algunas de las empresas cuentan con un Directorio y/o Gerente que goza de reputación y es referente en el sector en el que opera la empresa. A pesar de tratarse de empresas no corporativas, dicha reputación ha sido considerada, por los entrevistados, un elemento valorado por los inversionistas y por tanto, un factor clave en el éxito de la emisión de la valores.

- Finalmente, los FCE antes mencionados facilitaron el acceso de las empresas al MAV debido a que son elementos que estuvieron presentes en la etapa previa a la emisión, los mismos que fueron valorados por los inversionistas.

2. Recomendaciones

De acuerdo a los resultados obtenidos en la investigación en el que se proponen los Factores Críticos de Éxito que facilitan el acceso de empresas no corporativas al MAV, se ha considerado relevante plantear algunas recomendaciones a fin de que las empresas que ven al MAV como una fuente de financiamiento para sus operaciones y/o futuros proyectos puedan considerarlas en el proceso preparatorio. Las recomendaciones se detallan a continuación:

- No todas las empresas que califican como no corporativas pueden acceder a este mercado para financiarse, dependerá además de la real necesidad de financiamiento en relación a sus operaciones. Es importante en este punto señalar que la empresa debe evaluar cuidadosamente la conveniencia de acceder al MAV en función a su capacidad económica para asumir los costos de naturaleza única y el tiempo que toma el proceso preparatorio.
- Asimismo, es importante que la compañía tenga una visión, misión, valores, objetivos, y estrategias establecidas. En ese sentido, independientemente de la clasificación de las empresas, corporativa o no corporativa, el contar con un adecuado planeamiento estratégico permitirá el reconocimiento de las necesidades y de las acciones que deben tomar la empresa a seguir.
- Al tratarse de empresas no corporativas, es común observar que las posiciones de Gerente General, Presidente del Directorio y accionistas son ocupados por una misma persona. Por lo que, se considera que esta persona debe contar con la capacidad de realizar una gestión eficaz tomando en cuenta que el poder de decisión recae sobre él, siendo así, necesaria su total apertura a mostrar información que sea relevante y de interés de potenciales inversionistas.
- El empresario y/o gerente debe considerar que las empresas que han accedido a este mercado han seguido un proceso que suele tomar entre seis (06) y doce (12) meses. Por lo que, se considera importante contar con un equipo de trabajo dirigido por una persona que tenga un perfil de líder y la convicción de poder lograr una emisión exitosa.
- Por otro lado, al tratarse de empresas que recién se están iniciando en el mercado bursátil, deben considerar que existe una mayor probabilidad de financiarse a través de Instrumentos de Corto Plazo. Si una empresa tiene como objetivo ingresar al MAV para obtener financiamiento a largo plazo; es decir mediante bonos corporativos, debe considerar que en la práctica, las empresas primero deben hacerse de un track record mediante la colocación de papeles comerciales. De esa manera, al crear un historial confiable, genera mayor confianza en el inversionista por ende la empresa tendría mayor probabilidad de obtener mejores plazos y tasas en el futuro.

- Las empresas deben ser responsables con el cumplimiento de sus obligaciones financieras; es decir, contar con un historial crediticio o track record previo, a través del sistema bancario y/o fondos de inversión, que respalde el buen comportamiento de pago la empresa.

Finalmente, estas recomendaciones se justifican como relevantes en el mercado debido a que responden a las experiencias de los actores involucrados en el proceso de acceso de empresas peruanas al MAV y a expertos en el tema. Por lo tanto, podrían ser de interés e importancia para las empresas que busquen este tipo de financiamiento.

REFERENCIAS

- Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar. (2013). *Memoria anual y estados financieros correspondientes a los ejercicios terminados el 31 de diciembre del 2013*. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/eeff/J40267/20140505212602/MEJ402672013AIA01.PDF>
- Álvarez, J. & Meneses, C. (2014). *Propuesta de un modelo de gestión financiera para una asociación de Mypes del sector metalmeccánico con el objetivo de aumentar su producción, competitividad y mejorar su gestión para poder abastecer grandes pedidos*. (Tesis de Licenciatura, Universidad de Ciencias Aplicadas, Lima, Perú). Recuperado de http://repositorioacademico.upc.edu.pe/upc/bitstream/10757/317438/3/meneses_pc.pdf
- Arrate, R. (2011). Financiamiento de inversiones estratégicas y el mercado de capitales en el Perú. *Revista de la Facultad de Ciencias Contables*, 18(35), 117-141. Recuperado de http://ateneo.unmsm.edu.pe/ateneo/bitstream/123456789/2904/1/Quipukamayoc09v18n35_2011.pdf
- Banco de Desarrollo de América Latina. (2012). *Gobierno Corporativo en América Latina: Importancia para las empresas de propiedad estatal*. Recuperado de <http://www.oecd.org/daf/ca/secondmeetinglatinamericasoenetworkcafwhitepaperspanish.pdf>
- Banco Interamericano de Desarrollo (2002). *Acceso de las pequeñas y medianas empresas al financiamiento*. Recuperado de <https://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/1685/Acceso%20de%20las%20peque%C3%B1as%20y%20medianas%20empresas%20al%20financiamiento.pdf?sequence=1>
- Blanco, C. (2008). Seguimiento al marco institucional del mercado de valores en Colombia. *Contexto*, 28(1), 77-102.
- Bojorquez, M., Pérez, A. & Basulto, J. (2012). *La Gestión Financiera de las Pymes No familiares de la Industria Textil en Yucateca*. Un análisis de sus diferencias. Recuperado de http://www.itson.mx/publicaciones/pacioli/Documents/no77/73c.-_la_gestion_financiera_en_las_pymes_familiares_de_la_industria_textil_en_yucatan.pdf
- Bolsa de Valores de Lima (BVL) (2015). *Mercado Alternativo de Valores*. Recuperado de http://www.bvl.com.pe/mav/bvl_mkt_mav_bro_v2.pdf
- Caralli, R. (2004). *The critical succes factor method: Establishing a foundation for enterprise security Management*. Pittsburgh: Carnegie Mellon University.

- Casas, J., Repullo, J., & Donado, J. (2003). La encuesta como técnica de investigación. Elaboración de cuestionarios y tratamiento estadístico de los datos (I). *Atención Primaria*, 31(8), 527-538.
- Cavali (2016). *Capitalización del mercado y valorización en CAVALI*. Recuperado de <http://www.cavali.com.pe/userfiles/cms/pagina/documento/2016dicapital.pdf>
- Ciudaris Consultores Inmobiliario S.A. (2015). *Memoria institucional*. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20Anual%202015_CIUDARIS.pdf
- Correa, J. & Jaramillo, F. (2007). Una aproximación metodológica y prospectiva a la gestión financiera en las pequeñas empresas. *Contaduría Universidad de Antioquia*, 50(1), 93-118. Recuperado de <http://aprendeenlinea.udea.edu.co/revistas/index.php/cont/article/view/2123/1733>
- Dantas, D. & Moreira, V. (2009). El Método Fenomenológico Crítico de Investigación con Base en el Pensamiento de Merleau-Ponty. *Terapia psicológica*, 27(2), 247-257. Recuperado http://www.scielo.cl/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0718-48082009000200010
- Decreto Supremo N.º 007-2008-TR. Ley de Promoción de la Competitividad, Formalización y Desarrollo de la Micro y Pequeña Empresa y del Acceso al Empleo Decente. Presidencia de la República del Perú (2008). Recuperado de <http://www.sunat.gob.pe/orientacion/mypes/normas/ds007-2008.pdf>
- DELPHOS (2016). *¿Qué son los factores críticos de éxito y como se vinculan con el BSC?* Recuperado de http://www.deinsa.com/cmi/documentos/Los_factores_criticos_del_exito.pdf
- Flink, P. (1986). *Derecho empresarial: casos y materiales para el estudio del derecho aplicado a la empresa*. Lima: Studium Ediciones.
- Flores, J. & Rozas, A. (2008). El gobierno corporativo: un enfoque moderno. *Quipukamayoc*, 15(9), 7-22. Recuperado de http://sisbib.unmsm.edu.pe/bibvirtualdata/publicaciones/quipukamayoc/2008_1/a02.pdf
- Gerens Escuela de Gestión y Economía S.A. (2016). *Prospecto marco*. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/PM%20GERENS.pdf>
- Globokas Perú S.A (2016). *Quienes somos*. Recuperado de <http://www.globokas.net/QuienesSomos>
- Hernández, R., Fernández, C. & Baptista, P. (2014). *Metodología de la Investigación* (6ta edición). México D.F.: McGraw-Hill.
- Hierro, S. (2001). *El Nuevo Mercado de Valores Tecnológicos (Estudios de Derecho Mercantil)*. Madrid: Civitas.

- Instituto Nacional de Estadística e Informática. (2015). *Perú: Características Económicas y Financieras de las Empresas, 2014*. Recuperado de https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/publicaciones_digitales/Est/Lib1373/index.html
- Inversiones de la Cruz (2015). *Entorno Económico*. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/MEMORIA%20EDPYME%20INVERSIONES%20LA%20CRUZ%202015.pdf>
- Iturralde, T., Maseda, A. & San José, L. (2010). Factores determinantes del número de relaciones bancarias. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 19(3), 113-126. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/3341211.pdf>
- Jaime Rojas Representaciones Generales S. A. (2015). *Quiénes somos*. Recuperado de <http://www.ajaimerojas.com.pe/quienes-somos.aspx>
- Ley N.º 27287. Reglas Generales Aplicables a los Títulos Valores. Presidencia de la República del Perú (2008). Recuperado de <http://www.leyes.congreso.gob.pe/Documentos/Leyes/27287.pdf>
- Lira, P. (2009). *Finanzas y financiamiento: Las Herramientas de gestión que toda pequeña empresa debe conocer*. Recuperado de http://www.cohep.com/contenido/biblioteca/portaldoc201_3.pdf?39224beb2ae143b1d9c9ceb6b579d92
- López, A. (2008). Problemas financieros en la micro, pequeña y mediana empresa de la ciudad de Celaya. *Ide@s CONCYTEG*, 3(35), 4-34. Recuperado de http://concyteg.gob.mx/ideasConcyteg/Archivos/35022008_PROB_FINANC_MICRO_PEUUE_MEDIANA_EMPRESA_CELAYA.pdf
- López, J. & Rojo, J. (2004). *Los mercados de valores: organización y funcionamiento*. Madrid: Pirámide.
- Mauricio, P. (2010). *Deficiencias estructurales de la oferta de activos financieros en el mercado de valores del Perú (2000 - 2008)*. (Tesis de doctorado, Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Lima, Perú). Recuperado de <http://cybertesis.unmsm.edu.pe/xmlui/handle/cybertesis/387>
- Medrock Corporation S.A.C. (2015). *Memoria anual y estados financieros correspondientes a los ejercicios terminados el 31 de diciembre del 2014*. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/eff/J40442/20150713154601/MEJ404422014AIA01.PDF>

- Mendiola, A., Aguirre, C., Chuica, S., Palacios, R., Peralta, M., Rodríguez, J. & Suárez, E. (2014). *Factores críticos de éxito para la creación de un mercado alternativo de emisión de valores para las pymes en el Perú*. Lima: ESAN Ediciones.
- Meneses, C. (2013). *Promoción del Mercado de Valores: Las Ofertas Híbridas como alternativa*. (Tesis de maestría, Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, Perú). Recuperado de <http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/handle/123456789/4726>
- Morales A. & Morales, J. (2010). *Planeación financiera*. México D.F.: Patria.
- Navas, J. & Ruíz, N. (2014). *Títulos de valores*. Recuperado de http://conacin.upeu.edu.pe/wp-content/uploads/2014/10/CEm_3030.pdf
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) (2004). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*. Recuperado de <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>
- Pineda, J. (2013). *Las medianas empresas en el mercado bursátil del Perú*. (Tesis de Maestría). Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima.
- Pineda, J. (2015). Lecciones de la experiencia europea mercado alternativos de valores para las medianas empresas. *Capitales*, 8(80), 10-11. Recuperado de https://works.bepress.com/john_pineda_galarza/15/
- Pineda, J. (2016). Cómo facilitar el acceso al mercado de valores: Financiamiento en el MAV frente al sistema bancario. *Capitales*, 9(101), 10-11. Recuperado de https://works.bepress.com/john_pineda_galarza/17/download/
- Resolución N° 025-2012-SMV/01. Resolución SMV. Superintendencia del Mercado de Valores. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/RSMV025-2012-MAV.pdf>
- Romero, R (2016). *Factores Críticos de Éxito: Una estrategia de competitividad*. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/3238572.pdf>
- Ronald, D. (1961). Management information crisis. *Harvard Business Review*, 39(5), 111-121. Recuperado de <https://www.econbiz.de/Record/management-information-crisis-daniel-ronald/10002058509>
- Ruiz, M. (2015). Fuentes y mecanismos de financiación en las pymes de Villavicencio (Colombia). *Revista Global de Negocios*, 3(3), 93-110. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2658354
- Stok, J. (2014). *Gobierno Corporativo: Por una práctica responsable*. Recuperado de <http://pad.edu/2014/02/27/gobierno-corporativo-por-una-practica-responsable/>

- Superintendencia de Banca y Seguros. (2016). *Tasa de interés promedio del sistema bancario*. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/app/pp/EstadisticasSAEEPPortal/Paginas/TIActivaTipoCreditoEmpres a.aspx?tip=B>
- Superintendencia del Mercado de Valores. (2012). *Reglamento del mercado alternativo de valores - MAV / Manual para el cumplimiento de los requisitos aplicables a las ofertas públicas de instrumentos de corto plazo emitidos por empresas en el MAV*. Recuperado de https://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=M0025201200025%20%20&C TEXTO=
- Superintendencia del Mercado de Valores. (2013). *Código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas*. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Uploads/CodBGC2013%20_2_.pdf
- Superintendencia del Mercado de Valores. (2013). *Reglamento del mercado de Inversionistas institucionales*. Recuperado de https://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=M0000201300021%20%20&C TEXTO=
- Torres, M. (2012). *La contratación del mercado de valores*. Lima: Grijley
- Tritón Trading S.A. (2016). *Relacionados*. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_Relacionados.aspx?data=641F7EE22E81085B4299C4822EC B5C209FFC9B77A1
- Triton Trading S.A. (2015). *Estado de situación financiera*. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20%20JUN15.pdf>
- Vega, C. (2012). *Análisis del financiamiento para las pymes en la región Piura (Perú)*. (Tesis de maestría, Universidad Internacional de Andalucía,). Recuperado de http://dspace.unia.es/bitstream/handle/10334/1793/0261_Vega.pdf?sequence=1
- Vera-Colina, M. (2012). *Metodología para el análisis de la gestión financiera en pequeñas y medianas empresas (Pymes)*. Bogotá: Centro Editorial –FCE.
- Villarán, F. (2007) *El mundo de la pequeña empresa*. Recuperado de http://www.sase.com.pe/consultores/files/2012/09/El_mundo_de_la_peque%25C3%25B1a_empresa-Fernando_Villaran-COPEME-CONFIEP-MINCETUR-Agosto2007-Carat.pdf
- Villegas, G. (1997). Gestión por factores críticos de éxito. *Revista EAFIT*, 33(105), 9-33. Recuperado de <http://publicaciones.eafit.edu.co/index.php/revista-universidad-eafit/article/view/1157/1047>

Vizcarra, J. & Collantes, C. (2013). El mercado alternativo de valores a la luz de su primera experiencia. *Capitales*, 6(59), 8-9. Recuperado de http://www.bnb.com.pe/informacion/Mercado_Alternativo_de_Valores_A_la_Luz%20de_s_u_Primer_Experiencia.pdf

ANEXOS

ANEXO A: CUESTIONARIO DE ENTREVISTA SEMIESTRUCTURADA A EMPRESAS

Cuestionario para empresas

Nombre del entrevistado:

Nombre de la empresa: Cargo de la persona entrevistada:

Correo electrónico:

1. ¿Los altos cargos han sido siempre ocupados por familiares? De no ser así, este cambio coincidió con el acceso al MAV? (dirigida a empresas familiares)
2. ¿Contaban con directorio antes de su ingreso al MAV? ¿Desde hace cuánto?
3. ¿Existen directores no vinculados (directores independientes) con el directorio principal?
4. ¿Cuál es el contexto financiero en el que se encontraba la empresa cuando decide ingresar al MAV?
5. ¿Con qué objetivo ingresaron al MAV? ¿Qué factores fueron determinantes para la toma de esta decisión?
6. ¿La teoría cuenta que es muy difícil hacer pública la información para la mediana empresa, pues se dice que son muy celosas de su información? ¿Qué opina al respecto?
7. ¿Cómo surge la iniciativa de acceder al MAV? ¿Hubo resistencia dentro del directorio para el acceso al MAV u opiniones divididas?
8. De acuerdo a evidencia empírica, las empresas familiares son más reacias a tomar financiamiento externo (bancario) y prefieren utilizar el aporte capital. ¿Que opina al respecto? (dirigida a empresas familiares)
9. ¿Con qué tipo de instrumento salieron al mercado? ¿Por qué optaron por ese?
10. Antes de ingresar al MAV ¿qué fuentes de financiamiento predominaban en la empresa?
11. Actualmente, del total de deuda qué porcentaje representa su deuda en el MAV y qué porcentaje en el sistema bancario ¿En visión al crecimiento de la empresa, considera seguir financiándose en el MAV, para futuros proyectos? ¿Cuál es la proyección de este porcentaje y por qué?
12. ¿Cuánto tiempo transcurrió a partir de la decisión de acceder al MAV hasta la emisión? ¿Por qué?
13. ¿Cambió el poder de negociación con los bancos antes y después de su ingreso al MAV?
14. ¿Cuál fue en promedio la tasa que manejaban con el banco?
15. ¿Cuáles son las principales barreras que encontró en el proceso preparatorio para el acceso al MAV?
16. ¿Contaban con EEFF adecuado a las NIIF en su etapa previa al MAV que les permitan tomar decisiones de inversión y financiamiento?

17. En la etapa previa a su ingreso ¿Qué normas de gestión habían adoptado para facilitar el acceso al MAV? ¿Cuál fue el fin de cada norma de gestión?
18. En cuestión del tema de buen gobierno corporativo ¿Se han adoptado algunas prácticas en la empresa? ¿Qué avances se han conseguido? En caso de no ser así ¿Se ha considerado la opción de adoptarlas en el futuro? Esto respondería a un tema de permanencia en el MAV o a una estrategia de la empresa.

ANEXO B: ENTREVISTA SEMIESTRUCTURADA A EJECUTIVOS DE SOCIEDADES AGENTES DE BOLSA

Cuestionario Intermediarios: Sociedad agente de Bolsa

Entrevistado:

Cargo:

Organización SAB:

- 1) ¿En su experiencia como ejecutivo que estructuro y coloco las empresas_____ para el acceso al MAV, nos puede comentar el motivo de las empresas por las que deciden entrar a este mercado? (Contexto financiero)
- 2) ¿Considera que cumplir solo con los requisitos que propone la norma son suficientes para el acceso a este mercado? ¿Por qué si o por qué no? ¿Existen otros factores?
- 3) La teoría y la práctica caracteriza a las empresas medianas como organizaciones que no cuentan mayormente con PBGC, ¿qué pasa si estas empresas deciden entrar al MAV? ¿Podrían acceder con solo cumplir las normas? ¿Porque sí o por qué no?
- 4) ¿La teoría cuenta que para la mediana empresa, es difícil hacer pública la información, pues se dice que son muy celosas de su información? ¿Qué puede opinar al respecto?
- 5) En su opinión ¿Qué tipos de barreras podría haber para acceder a este mercado?
- 6) De las empresas que estructuro y coloco qué factores les permitió el acceso al MAV?
- 7) ¿Cómo debería ser el perfil de una mediana empresa para acceder al MAV?
- 8) En su experiencia con los inversionistas, ¿Quiénes son los que compran usualmente los valores? ¿Estos consideran algunos factores inherentes a la empresa para la compra de sus valores? ¿Qué factores son?

**ANEXO C: CUESTIONARIO DE ENTREVISTA SEMIESTRUCTURADA A
FUNCIONARIOS DE LA SUPERINTENDENCIA DE MERCADO DE VALORES**

Cuestionario Reguladores

Entrevistado:

Cargo:

Organización: Superintendencia de Mercado de Valores

- 1) ¿Cómo surgió y con qué propósito se creó el MAV?
- 2) ¿Considera que los PBGC deberían ser tomados en cuenta por las medianas empresas antes de acceder a este mercado? ¿Por qué si o por qué no?
- 3) Más allá de los requisitos que exige la norma a las empresas, ¿considera que solo con el cumplimiento de estos la empresa puede financiarse sin problemas a través de este mercado? ¿Por qué si o por qué no?
- 4) ¿Qué barreras puede haber para el acceso a este mercado?
- 5) ¿Qué factores tiene que tener las empresas para acceder a este MAV?

ANEXO D: CATEGORIZACIÓN Y CODIFICACIÓN DE ENTREVISTAS SEMIESTRUCTURADAS A EMPRESAS

(Este será presentado en el CD adjunto)

**ANEXO E: CATEGORIZACIÓN Y CODIFICACIÓN DE ENTREVISTAS
SEMIESTRUCTURADAS A EJECUTIVOS DE SOCIEDADES AGENTES DE BOLSA**

(Este será presentado en el CD adjunto)

**ANEXO F: CATEGORIZACIÓN Y CODIFICACIÓN DE ENTREVISTAS
SEMIESTRUCTURADAS A FUNCIONARIOS DE LA SUPERINTENDENCIA DE
MERCADO DE VALORES**

(Este será presentado en el CD adjunto)

ANEXO G: TRIANGULACIÓN DE DATOS

(Este será presentado en el CD adjunto)

ANEXO H: CONSENTIMIENTOS INFORMADOS

(Este será presentado en el CD adjunto)

ANEXO I: PRINCIPIOS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO

(Este será presentado en el CD adjunto)

**ANEXO J: CATEGORIZACIÓN DE SEGUNDO NIVEL DE ENTREVISTAS
SEMIESTRUCTURADAS A EMPRESAS
(EN EL CD ADJUNTO)**

En este anexo se presenta con mayor detalle la categorización de segundo nivel, la cual consistió en agrupar las categorías encontradas en el primer nivel de acuerdo a información que estas tengan en común.