

Informe

Jornada sobre el desarrollo de mercados de renta fija y el financiamiento de las pymes en Iberoamérica

Del 24 al 28 de noviembre de 2014

Dicho evento fue organizado por el Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores (IIMV) y la Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID), en La Antigua, Guatemala.

Objetivos de la Jornada: Analizar la participación del Estado en estos mercados, el financiamiento de las pymes a través de los mercados de capitales, así como las acciones que desde los organismos reguladores y supervisores pueden implementarse para facilitar el acceso de emisores e inversores a los mercados de renta fija de la región.

Temas específicos de la Jornada:

- El Financiamiento de las pymes a través del Mercado de Capitales en Iberoamérica.
- La Estructura de los Mercados de renta fija (pública y privada) en Iberoamérica.

En la Jornada, participé como expositora los días 25 y 27 de noviembre, con los siguientes temas: “Estructura de los Mercados de renta fija en Panamá” y “Supervisión de emisores de renta fija en Panamá”.

Aspectos Relevantes:

Caso Perú – El Mercado Alternativo de Valores-MAV: Financiamiento de la mediana empresa en el mercado de valores peruano

Diagnostico de las Ofertas Públicas Primarias:

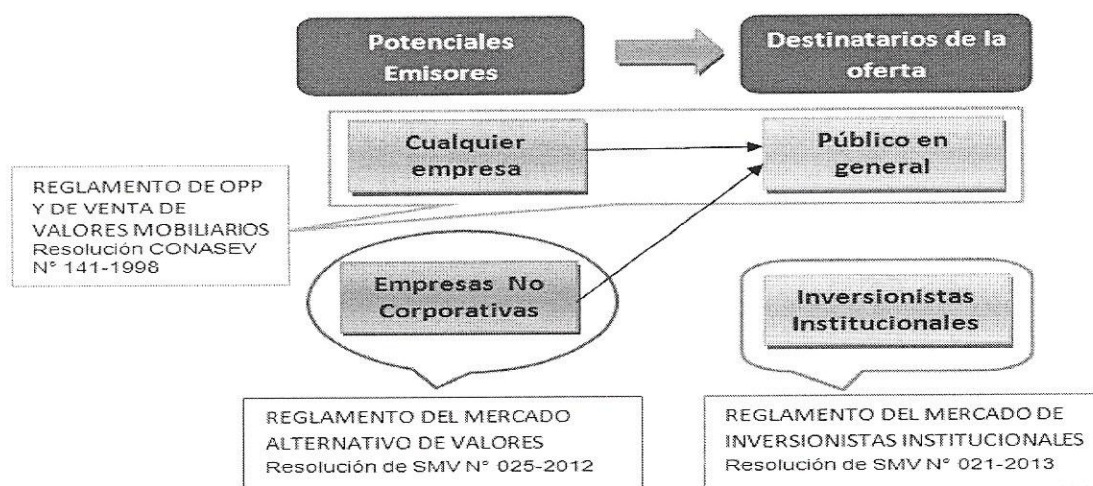
- La existencia de **costos fijos** de emisión hace inviable la incursión de mayoría de empresas del país.
- En cifras de 2013, sólo 30 de 63 emisores de deuda han efectuado emisiones por montos superiores a los US\$ 5 millones.
- Existencia de **costos fijos de análisis de inversión** que lleva a los institucionales a exigir montos mínimos de emisión (superior a US\$ 5 millones).
- **Descalce entre los niveles de riesgos** que exigen los institucionales y los que estarían asociados a las ofertas de empresas de menor tamaño.
- Las empresas consideran un desincentivo la obligación de revelar información, solo por los costos asociados, sino por el temor a la competencia.

- Las empresas encuentran las siguientes desventajas para listar en BVL:
 1. Costo de cumplir los permanentes requerimientos de información.
 2. Pérdida de parte del control en la empresa en el caso de acciones.
 3. Divulgación de información que podría ser reservada.
 4. Costo de listado, en caso decida listar sus valores en bolsa.

Acciones para fomentar el interés de financiarse:

- Agilidad en trámites.
- Menor o igual costo de financiamiento que ofrecen en los bancos.
- Información dirigida al emisor de fácil entendimiento.

Régimen de Oferta Pública en Perú



Régimen General:

- Cualquier empresa (generalmente empresas corporativas)
- Ofertas dirigidas al público en general.
- Mayor estándar de regulación.
- E-prospectus /formatos electrónicos.

Mercado Alternativo de Valores:

- Ofertas de valores por parte de empresas no corporativas nacionales.
- Ofertas dirigidas al público general.
- Facilidades regulatorias.

Mercado de Inversionistas Institucionales:

- Demanda (compra) de valores es exclusiva de inversionistas institucionales.
- Oferta de valores dirigidas a cualquier grupo de empresa.
- Facilidades regulatorias.

En junio 2012 se ha creado el Mercado Alternativo de Valores para facilitar el acceso de empresas de menor tamaño (no corporativas) al mercado de valores, para:

- Reducción de los requisitos establecidos para la inscripción de los valores en el Registro Público del Mercado de Valores.
- Flexibilización de los requerimientos de presentación de información para los emisores, luego de efectuada la oferta.
- Aplicación de régimen sancionador especial en el caso de presentación de hechos de importancia y de información financiera
- Reducción de costos de transacción.

La Ley de Promoción del Mercado de Valores permitió establecer menores requisitos y obligaciones previstas en la Ley General de Sociedades, Ley del Mercado de Valores y Ley de Fondos de Inversión.

Empresas que pueden participar en el Mercado Alternativo de Valores:

- Domiciliadas en Perú.
- Ingresos menores de 200 Millones de nuevos soles (US\$68 Millones).
- No inscritos previamente en el Registro Público del Mercado de Valores ni el Mecanismo Centralizado de Negociación.
- No estar obligados a inscribirse en el Registro Público del Mercado de Valores, ya que existen empresas que por ley se encuentran obligadas a listar sus valores en bolsa: algunas supervisadas por la SBS, las empresas agrarias azucareras y las sociedades anónimas abiertas.

Beneficios del Mercado Alternativo (MAV):

- Estimular el manejo profesional de la empresa. La empresa se institucionaliza.
- Mejorar la percepción de riesgo de la empresa con acreedores e inversionistas.
- Crear historia e imagen al Emisor, lo cual constituye credibilidad y confianza para futuras emisiones de mayor plazo y/o monto.
- Se trata de una inversión para tener acceso a una nueva alternativa de financiamiento que podrá sustituir a la actual en un ambiente de plena competencia.
- El acceso a la bolsa permite aumentar el valor de las empresas del grupo gerencial y ser un referente de su industria.

Reflexiones Finales:

- El MAV tiene un alto potencial por la estructura de las empresas en el país.
- El ingreso al MAV ofrece serie de beneficios y retos para la gerencia de las empresas medianas (familiares o no familiares).

- El MAV es un primer paso para luego acceder al mercado principal.
- Para la empresa mediana, el ingreso al MAV tendrá como efecto en el mediano o largo plazo, potenciar su crecimiento e incrementar su valor.
- El MAV se ha diseñado cuidando mantener un equilibrio entre la reducción de requisitos (de información y otros) y un adecuado nivel de protección de los inversionistas.
- El Estado y la SMV vienen apoyando con acciones concretas, facilidades e incentivos a que empresas de menor tamaño ingresen al mercado de valores.
- Existen mejoras identificadas que se pueden implementar (e-prospectus y uso de tecnología)

Caso Costa Rica – El Acceso de las Pymes a los Mercados de Valores

Limites para el Acceso:

- Cumplimiento de normas de información financiera.
- Voluntad de transparencia y revelación.
- Costo de acceso al régimen de oferta pública.
- Mínimos de emisión por encima de necesidades.
- Tramitología versus inminencia de necesidades.

Desarrollo de Mercados Alternativos:

- Mercados organizados de equity para pymes.
- Mercados organizados para deuda emitida por pymes en oferta privada.
- Incubadora de empresas para inversión de fondos de capital de riesgo.

MAPA: Mercado Alternativo para Acciones:

- Empresas pequeñas y medianas con importante potencial de crecimiento y necesidad de atraer capital accionario adicional para desarrollarse.
- Inversionistas con alta capacidad económica, conocimiento e interés en invertir en este tipo de empresa, no cuentan con una plataforma adecuada.

Empresas vinculables:

- MAPA está dirigido principalmente a empresas que se encuentran en una fase temprana de crecimiento o en proceso de desarrollo de nuevos productos, servicios o mercados.
- Que representen un potencial importante para generar rendimientos altos sobre la inversión accionaria, pero con un perfil de riesgo elevado, si se les compara con negocios más consolidados.

Tipo de Inversionistas: Institucionales o sofisticados.

Características de MAPA:

- Es un mercado de Oferta Privada, no está sujeto a la supervisión de la Superintendencia General de Valores.
- Toda negociación de acciones a través de MAPA se hace fuera de los mecanismos normados de negociación de la Bolsa y bajo la exclusiva responsabilidad de las partes.
- La Bolsa no asume ninguna responsabilidad por los resultados de las inversiones u operaciones que se realicen a través de este mercado.

Objetivos del Programa:

- Proveer una plataforma para el desarrollo de empresas pequeñas y medianas facilitándoles acceso a recursos.
- Promover la adopción por las empresas de altos estándares de gobierno corporativo y transparencia.
- Ofrecer a inversionistas institucionales y sofisticados opción de participar en el capital de empresas bajo un esquema que permite acceso a informar, gestión profesional-transparente, protección y trato igualitario.
- Facilitar la salida de los socios fundadores o de cualquier otro inversionista, una vez que la empresa haya alcanzado un mayor grado de desarrollo.
- Promover el desarrollo mediante el fortalecimiento de sectores productivos y generador de empleo.
- Crear una mayor cultura accionaria que estimule la canalización del ahorro nacional al sector productivo mediante el desarrollo del mercado accionario, privado y público.

Estructura del Mercado:

- La Bolsa Nacional de Valores: es la entidad creadora de MAPA y de las reglas que rigen este mercado de oferta privada-
- Asiste a empresas y patrocinadores en la aplicación de los requisitos y en el cumplimiento de las obligaciones de MAPA durante el proceso de admisión.
- Monitorea el cumplimiento de las normas del mercado MAPA durante y después de la admisión, en especial la emisión de información periódica y la comunicación de hechos de importancia.
- Organiza y gestiona la plataforma de compraventa virtual de los títulos valores del sistema MAPA.
- Organiza y gestiona la rueda de compraventa de títulos de oferta privada.

Los Patrocinadores:

- Fungen como vínculo permanente entre la empresa, el inversionista y la Bolsa.
- Expertos independientes que dan asesoría continua a empresas en temas MAPA, y áreas de su competencia.

- Deben ser previamente admitidos por la Bolsa, deben firmar un contrato.
- Toda empresa que desee acceder a MAPA, debe contar con el apoyo formal de un patrocinador admitido.

Las Empresas:

- Podrán acceder las empresas que por sus características y las del plan de negocios tengan posibilidades de atraer capital accionario privado (capital de riesgo) y cumplan disposiciones contractuales y operativas de MAPA.
- Deben tener operaciones en Costa Rica (también en otros países), y contar con al menos 2 años de historia corporativa (provenir de banca de desarrollo o incubadoras).
- Las empresas no pueden llegar a tener más de 50 inversionistas.
- No pueden ser de antemano emisoras de títulos de oferta pública.
- No pueden ofrecer de forma pública la emisión registrada en el sistema MAPA.
- El esquema está dirigido a inversionistas sofisticados (cuya inversión individual no puede ser inferior a \$50.000).
- La empresa debe requerir al menos de \$250.000 en capital accionario fresco.

Caso España- Supervisión de Mercados de renta fija en España

Hechos Relevantes: Comunicación y difusión al mercado, a través de la CNMV, de información que pueda tener un impacto en la evolución de los precios de los activos financieros(art. 82 LMV).

En el mercado de renta fija:

- Nuevas emisiones.
- Ofertas de recompra y canjes de emisiones.
- Conversión de bonos convertibles.
- Amortizaciones anticipadas de emisiones.
- Modificaciones de emisiones y cambios de cupón.
- Cambios de rating.
- Información de titulizaciones según folletos.

Supervisión del mercado:

Características del mercado de renta fija:

- Fragmentación de la liquidez del mercado:
 - Algunas emisiones son de tamaño limitado
 - Estrategia habitual: buy and hold.
- Descentralización (bilateral)

- Principales áreas de supervisión:
 - Mejor ejecución (discriminación entre clientes).
 - Manipulación de precios.
 - Uso de información privilegiada.
 - Front running.
 - Precios fuera de mercado.

Seguimiento de las operaciones del mercado:

Recepción de datos:

- Vendor feed: operaciones en tiempo real (plataformas).
- Fin de día:
 - Operaciones.
 - Órdenes (plataformas).
 - Características emisiones, miembros negociadores.
 - Liquidación:
 - Operaciones por cuenta propia.
 - Operaciones de clientes.
 - Saldo en cuentas propias y de clientes.

Sistema de alertas disponible en la actualidad:

- Tratamiento estadístico de los datos.
- Permite establecer umbrales y parámetros modificables por tipo de instrumento.
- Uso de medias y variaciones: intradiarias, periodo (parámetros):
 - Precio y rentabilidad.
 - Volumen negociado, número de operaciones.
 - Rotación sobre saldo vivo.
 - Concentración de miembros.

Comunicación de operaciones a la CNMV (art. 25 MIFID):

Instrumentos admitidos a negociación en mercados regulados del Espacio Económico Europeo:

- Comunicación de operaciones no más tarde de D+1.
- Incluye la comunicación de operaciones sobre:
 - Deuda pública.
 - Renta fija privada (incluyendo híbridos, convertibles, pagarés, etc. -no se incluyen repos).

- Derivados OTC (opciones, futuros, CDS, etc., siempre que tengan por subyacente instrumentos admitidos a negociación de un mercado regulado).
- El mercado puede comunicar en nombre de las entidades. La comunicación se puede hacer a través de un tercero.
- Identificación del titular de los valores (opcional, a decisión de la autoridad competente de cada país).
- Intercambio de información entre autoridades competentes (art.14 Reglamento 1287/2006): La información se habrá de enviar a la autoridad del mercado más relevante en términos de liquidez (generalmente, al domicilio social del emisor o de la matriz- en caso de emisiones a través de filiales).
- Campos de información: ISIN, fecha, hora, precio, volumen, contrapartida, etc. (Anexo 1 del Reglamento).
- En la transposición a la Ley del Mercado de Valores, CNMV optó por la inclusión de la identificación del titular.
- CNMV publica una guía de ayuda para la comunicación de las operaciones por parte de las entidades.

Proyecto SAAMS (Sistema Automatizado de Monitorización de Mercados Secundarios)

Consecuencias de la MIFID sobre la información:

- Información procedente de múltiples centros de negociación.
- Acceso a la información de titular (trasposición LMV).

Cambio de concepto de supervisión:

- De mercado aislado a multimercado.
- De instrumento a subyacente.
- De miembro de mercado a titular final.

Otros principios del proyecto:

- Sistema parametrizado.
- Identificación de eventos que afectan a cada instrumento/subyacente.
- Utilización de información adicional a la de contratación.
- Reiteración de la conducta.
- Utilización de grupos de titulares.
- Perfil del inversor.
- Gestión de expedientes.

Tipos de alarma:

- De manipulación.
- De Información privilegiada.
- De conducta.
- Estadísticas.

Requisitos de emisiones de renta fija e híbridos dirigidas a minoristas

- Informe de experto independiente, en ausencia de tramo institucional. Para todas las emisiones de renta fija destinadas a minoristas (no solamente emisiones de entidades financieras).
- Estas emisiones deben contar con entidad proveedora de liquidez. Se considera una buena práctica que esta actividad se realice en una plataforma de contratación multilateral.
- Se considera una mala práctica que las entidades utilicen mecanismos internos de case de operaciones entre sus clientes minoristas o entre la entidad y clientes, salvo gestión adecuada de conflictos de interés.

Criterios de buenas prácticas para la provisión de liquidez a emisiones de renta fija destinadas a inversores minoristas

Las entidades de liquidez desarrollarán esta actividad en una plataforma o medio multilateral electrónico que disponga de:

- Transparencia cotizaciones (volúmenes y precios).
- Transparencia de operaciones ejecutadas (volúmenes y precios).
- Suficiente información pública sobre las entidades de liquidez de las emisiones.

Las entidades de liquidez se comprometerán a introducir órdenes de compra y venta según las siguientes reglas:

- Horario establecido dentro de la sesión de negociación.
- Volumen mínimo de 25.000 euros (aunque puede variar dependiendo del tamaño de la emisión).
- Horquilla de precios oferta-demanda: no superior al 10% en términos de TIR, con un máximo 50 p.b. Máxima horquilla de 3% en términos de precio.
- Comunicación al Mercado de situaciones de exoneración de cumplimiento de contrato de liquidez (por haber alcanzado el 10% de volumen de la emisión u otras causas).

Caso México- Supervisión de los mercado de renta fija en México

Sistemas de Negociación

En México, la Ley del Mercado de Valores limita a las siguientes entidades a realizar las actividades que tengan por objeto proporcionar acceso a sistemas de negociación que permitan poner en contacto oferta y demanda de valores, a través de la centralización de posturas para celebrar operaciones:

- Bolsas de Valores.
- Sociedades que administran sistemas para facilitar operaciones con valores (Brokers).
- Personas físicas o morales que desarrollen sistemas de negociación extrabursátil.

Participantes del Mercado de deuda mexicano:

- Casas de bolsa.
- Instituciones de crédito.
- Fondos de inversión.
- Fondos para el retiro.

A partir de la reciente reforma a la Ley del Mercado de Valores, en enero del 2014, se permitió la entrada a instituciones de crédito del exterior, inversionistas institucionales, tanto nacionales como extranjeros a las sociedades que administran sistemas para facilitar operaciones con valores.

Líneas de Supervisión:

- Supervisión a los participantes (conductas).
- Supervisión a las plataformas de negociación.
- Supervisión a los esquemas de valuación.

Sociedades que administran sistemas para facilitar operaciones con valores (brokers)

- A finales de 1993 nace esta figura, si bien inicia con operaciones de tipo de cambio (FX), en 1995 su operación se amplió también a los mercados de dinero y derivados.
- Ante el crecimiento de dichas empresas para intercambiar valores, las autoridades financieras determinaron emitir regulación para normar dichas operaciones.

- Actualmente, los Brokers están regulados bajo la Ley del Mercado de Valores y las “Disposiciones aplicables a las Sociedades que administran sistemas para facilitar operaciones con valores”.
- El 6 de junio de 2014, las Disposiciones fueron modificadas y publicadas en el Diario Oficial de la Federación , a fin de incorporar lo siguiente:
 1. Fortalecer el régimen aplicable para los Brokers, tanto para la operación con deuda como para poder negociar los derivados.
 2. Mayores requerimientos para ser autorizados por la CNBV (Plan general de funcionamiento).
 3. Establecer la obligación de:
 - Conectarse a una cámara de compensación.
 - Proporcionar acceso en igualdad de condiciones.
 - En caso de que se utilice la voz, el registro y divulgación de las posturas y operaciones en los sistemas deberá hacerse de manera inmediata.
 4. Incorporar la facultad de la CNBV para otorgar el reconocimiento a sociedades del exterior que realicen operaciones similares o equivalentes a estas Sociedades.

La supervisión de las sociedades que administran sistemas para facilitar operaciones con valores, está a cargo de la CNBV, por lo que los Brokers están obligados a proporcionar los datos, Informes, registros, documentos y en general, la información que estime necesaria en la forma y términos que les señale, así como a permitirle el acceso a sus instalaciones con el objetivo de realizar visitas de supervisión.

Actividades a revisar de manera particular:

- Los servicios que prestan a través de sistemas o sus equipos de comunicación relacionadas con la difusión de cotizaciones para llevar a cabo operaciones.
- El suministro de información relativa a las cotizaciones de los valores respecto de los cuales presenten sus servicios.
- Políticas de cobro.
- Manejo de conflictos de interés.

Operatividad:

- Las órdenes que el cliente da a un corredor se realizan a través de mecanismos híbridos, electrónicos y de voz.
- Las posturas colocadas son en firme y anónimas.

- Todas las conversaciones entre los corredores y los operadores son grabadas.
- El cliente que agrede una postura es el que paga la comisión al Broker.

Beneficios:

- Valuación imparcial de los activos financieros, líquidos y no líquidos.
- Contribuye a la transparencia y desarrollo de los mercados.
- Desarrollo de bases de datos históricos, sustento importante para la administración de riesgos.
- Contribuye al proceso de transparencia al permitir a los participantes de mercado impugnar los precios distribuidos.
- Ayuda a la distribución de los términos y condiciones de los instrumentos por parte de los emisores o agentes colocadores.
- Facilita la auditoría interna de los participantes.

Supervisión Extra-Situ

Revisión diaria de las principales diferencias en los niveles de valuación así como de la diferencias de intereses.

Revisión de Metodologías:

- Uso de la facultad de veto en busca de que los procedimientos documentados reflejen las necesidades del mercado y eviten incentivar comportamientos ilícitos o que se desapeguen de las sanas prácticas por parte de los participantes del mercado.
- Revisión y seguimiento a la resolución de impugnaciones de los participantes.

Supervisión In-Situ

- Por su impacto, todos los años se realizan visitas de inspección con base en el programa de trabajo, el cual incluye las diversas áreas que serán objeto de revisión, el alcance y aspectos relacionados con los procesos operativos.
- Se evalúan los procesos de operación de la entidad a fin de determinar si se apegan a sus programas de funcionamiento, controles internos, manuales de metodologías, así como al marco normativo aplicable y a las sanas prácticas de los mercados financieros.
- Revisan los procesos críticos de las entidades a fin de evaluar los riesgos a que se encuentran expuestas.
- Comprobar que las fuentes de información para la valuación de los instrumentos correspondan a las señales en los manuales internos.

- Corroborar que el resguardo de los registros e insumos utilizados para la valuación de instrumentos financieros garanticen su integridad y permitan su consulta.


Carmen A. Hernández T.
Subdirectora de Registro