

## El rol del mercado de capitales:

# MEDIDAS FRENTE AL ESTRÉS FINANCIERO DE LAS EMPRESAS



*El presente artículo desarrolla los mecanismos de financiamiento disponibles en el mercado de capitales para empresas (medianas o grandes) en búsqueda de liquidez a fin de afrontar obligaciones que no podrían ser atendidas con fondos del programa Reactiva Perú.*

Hace un trimestre nadie imaginaba que el Covid-19 originaría una pandemia con efectos globales sumamente negativos, tanto a nivel sanitario como económico. El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha proyectado que la producción global per cápita se contraerá 3% este año, retroceso no visto desde la Gran Depresión, incluyendo la caída sufrida durante la crisis financiera de 2008. En 2009, el 62% de países tuvo un deterioro del producto bruto interno real per cápita, impacto que habría sido mayor si China no hubiera tenido una expansión sólida. Este año ello podría ocurrir con el 90% de los países.

El FMI ha reportado que, desde mediados de marzo, cerca de 100 países han solicitado fondos de emergencia para afrontar la pandemia y mitigar el impacto económico. Por otro lado, algunos países han promulgado diversas políticas para reactivar su economía. El gobierno peruano ha implementado, entre otras medidas, el programa Reactiva Perú para promover créditos garantizados por el Estado que otorgarán liquidez a las empresas, y puedan cumplir con obligaciones de pago frente a trabajadores y proveedores, a fin de evitar la interrupción en la cadena de pagos.

Si bien la iniciativa es buena, se restringe la posibilidad de que la garantía del Estado respalde créditos obtenidos para cumplir con obligaciones distintas a las mencionadas en el párrafo anterior (e.g., garantizar refinanciamientos de deudas con acreedores bancarios). Ante esta limitación, las empresas pueden refinanciar deuda recurriendo al sistema financiero; sin embargo, también existe la alternativa de refinanciar deuda bancaria mediante emisiones de deuda en el mercado de capitales, siendo este el punto que busca desarrollar el presente artículo, particularmente, respecto a empresas de mediano y gran tamaño.

### ¿Qué es el programa Reactiva Perú?

El programa Reactiva Perú busca asegurar la continuidad en la cadena de pagos ante el impacto del Covid-19 y fue promulgado mediante Decreto Legislativo N° 1455, y luego modificado por Decreto Legislativo N° 1457 (en adelante, la Ley). El reglamento operativo se aprobó mediante Resolución Ministerial N° 134-2020-EF/15 (en

adelante, el Reglamento). Así, el gobierno garantizará créditos hasta por PEN 30 mil millones que sean colocados en moneda nacional por entidades del sistema financiero (en adelante, las ESF). El monto máximo garantizado a favor de cada empresa será de PEN 10 millones y el porcentaje respaldado por el gobierno será escalonado, pudiendo llegar hasta el 98% del monto total del crédito.

Las ESF podrán escoger si el gobierno otorga garantías individuales o garantías mediante un fideicomiso de titulización. Los créditos inferiores a PEN 10,000 se canalizan exclusivamente mediante la segunda garantía mencionada. Para montos superiores, la ESF elegirá el tipo de garantía. La primera puede canalizarse a través de contratos de comisión de confianza u otro instrumento similar. La segunda se desarrolla en el gráfico 1.

**Gráfico 1. Esquema de la garantía mediante fideicomiso de titulización**



Las empresas solo podrán destinar los fondos obtenidos para cumplir con obligaciones de pago de corto plazo frente a trabajadores y proveedores (e.g., capital de trabajo). La Ley y el Reglamento prohíben expresamente que los fondos se utilicen para: (i) pagar obligaciones financieras adeudadas; (ii) prepagar obligaciones financieras vigentes antes de pagar el préstamo obtenido bajo el programa; (iii) efectuar aportes de capital; y/o (iv) financiar adquisiciones de activos, acciones, bonos, entre otros.

Este programa aliviará en cierto grado el estrés financiero que algunas empresas puedan tener producto de la pandemia. No obstante, este alivio puede resultar insuficiente. Las limitaciones impuestas respecto al uso de los fondos pueden implicar incumplimientos en

obligaciones financieras como lo indicado en (i) y (ii); o la disolución de una subsidiaria por no efectuar aportes de capital como lo indicado en (iii) para revertir la causal de disolución ocasionada por la reducción del patrimonio neto a menos de un tercio del capital pagado, según la Ley General de Sociedades. Además, el plazo puede resultar insuficiente para algunas empresas, dado que bajo el programa el repago de las obligaciones financieras está limitado a tres años. Ante ello, las empresas –especialmente las medianas o grandes– pueden recurrir al mercado de valores.

#### Alternativas de financiamiento en el mercado de capitales

El mercado de capitales, como alternativa al financiamiento bancario tradicional, permite a las empresas reducir el costo de fondeo mediante la colocación de instrumentos financieros, y a los inversionistas obtener una mayor rentabilidad. Ahora bien, ¿la coyuntura actual afectará la inversión privada en instrumentos financieros?

Si bien se ha proyectado una caída del 20% de la inversión privada<sup>2</sup> como secuela del contexto actual, el mercado puede responder positivamente a instrumentos colocados por privados, más aun si existen garantías específicas que respalden la emisión. El apetito del mercado se percibió en la reciente colocación de bonos soberanos peruanos por USD 3 mil millones.

En abril, Fitch Rating reportó que el 30% de las empresas peruanas que evalúa había sufrido un deterioro en sus niveles de apalancamiento y el 20% presentaba un perfil de liquidez débil. Por otro lado, producto del Covid-19, el índice CEMBI Perú –que refleja el costo de la deuda a la que se financian las empresas peruanas– pasó de 3.4% a fines de febrero a 7.4% en las últimas semanas de marzo. En abril, el ratio llegó a 6%. Dado el contexto, ¿cómo podrían esas empresas obtener mayor liquidez?

La normativa vigente prevé, entre otros, los siguientes esquemas para que los privados obtengan financiamiento en el mercado de capitales:

- Emisiones dirigidas a inversionistas institucionales.* Permite que las grandes empresas coloquen valores mediante ofertas públicas dirigidas exclusivamente a inversionistas institucionales, quienes tienen una mejor capacidad de comprender los riesgos inherentes a este tipo de operaciones.<sup>3</sup> En este segmento, se pueden realizar ofertas registradas ante: (i) la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV); (ii) la *U.S. Securities and Exchange Commission* y la SMV, al amparo de la Regla 144A y/o la Regulación S y el *U.S. Securities Act of 1933*; (iii) la Superintendencia Financiera de Colombia, la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile o alguna autoridad con la que la SMV suscriba un memorando de entendimiento en el marco del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) y que se repliquen en el mercado local por medio de un registro frente a la SMV.
- Emisiones de deuda a través del Mercado Alternativo de Valores (MAV).* Permite el acceso de empresas no corporativas domiciliadas en el Perú al mercado de valores. Está dirigido a empresas cuyos ingresos anuales no excedan los PEN 350 millones. Los requisitos y obligaciones son más flexibles respecto al mercado principal (véase el cuadro 1).

Este segmento permite el ingreso al mercado de valores de medianas empresas a mayores plazos, menores costos, requisitos y obligaciones de información. Esto facilita el acceso a un mercado secundario mediante un listado en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), donde se pueden negociar acciones, bonos e

**Cuadro 1. Emisiones de deuda en el mercado de valores peruano: requisitos exigidos según tipo de régimen**

Requisito	Mercado principal	MAV
Plazo máximo de inscripción	30 días	15 días
Información financiera anual individual auditada	Dos últimos ejercicios	Último ejercicio
Adecuación de EEFF a NIIF	Sí	Sí
Informe de clasificación de riesgo	Dos informes	Un informe
Memorial anual	Dos últimos ejercicios	Último ejercicio
Reporte de cumplimiento de buen gobierno corporativo	Sí	Desde el 3er año de la primera colocación
Reporte de sostenibilidad corporativa	Sí	No
Información intermedia anual	Trimestral	Trimestral o Semestral

Elaboración propia.

instrumentos de corto plazo. Desde la perspectiva impositiva, este mecanismo permite acceder, bajo determinadas condiciones previstas por la Ley N° 30341, a la exoneración de la ganancia de capital bursátil por la negociación de papeles en el mercado secundario. Asimismo, los intereses reconocidos por el emisor pueden encontrarse exceptuados de las normas de subcapitalización introducidas por el Decreto Legislativo N° 1424.

De acuerdo al reporte elaborado por la BVL,<sup>4</sup> en los últimos 12 meses se han colocado a través del MAV cerca de USD 254,000 en valores de renta variable, USD 1.3 millones en instrumentos de deuda y USD 1.6 millones en instrumentos colocados por oferta primaria.

- Emisiones privadas a través de la titulización de activos.* Permite que las empresas titulicen activos que tengan la capacidad de generar flujos de efectivo predecibles (e.g., bienes muebles, inmuebles, futuros y derechos sobre ellos) y respalden la emisión de valores. Los activos se transfieren en dominio fiduciario a un patrimonio autónomo administrado y representado por una sociedad titulizadora. Una vez constituido el patrimonio fideicometido, la sociedad titulizadora emite valores mobiliarios de contenido crediticio o patrimonial, que luego podrán ser adquiridos por inversionistas. Dicha modalidad es denominada por la doctrina como de traslado o *pass through*, siendo recogida por la normativa local. Asimismo, existe una segunda modalidad: de pago o *paythrough*, en la cual el originador vende los activos a ser titulizados a la entidad emisora, la que emite los nuevos títulos contra su propio patrimonio. Los bienes se incorporan al patrimonio de la entidad adquirente y responden por todas las obligaciones que esta contrae en el desarrollo de sus actividades.

En suma, las medianas y grandes empresas pueden recurrir al mercado de capitales para obtener financiamiento, aliviar en un mayor grado el estrés financiero que ha provocado la pandemia y obtener liquidez para afrontar sus obligaciones. Si bien el presente artículo menciona algunas alternativas, también existen otras en el mercado de capitales, tales como el *factoring*, las emisiones de valores en el Mecanismo Centralizado de Negociación de Instrumentos de Emisión no Masiva, entre otros. 🌊

1 El artículo fue terminado el 24 de abril de 2020.

2 Es la contracción más severa desde 1989, cuando disminuyó 22% según la memoria de 1989 del Banco Central de Reserva del Perú.

3 El detalle de aquellas personas que pueden ser consideradas inversionistas institucionales se puede encontrar en el Anexo 1 del Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales.

4 Bolsa de Valores de Lima. Estadística de los valores negociados en los últimos 12 meses. Información recuperada de <https://www.bvl.com.pe/pubdif/infmen/202003b11.htm>