



UNIVERSIDAD PERUANA DE CIENCIAS APLICADAS

FACULTAD DE DERECHO

PROGRAMA ACADÉMICO DE DERECHO

El Mercado Alternativo de Valores (MAV) y la financiación de la MIPYME

en el 2020

TRABAJO DE INVESTIGACIÓN

Para optar el grado de bachiller en Derecho

AUTOR

Salomé Castro, Rodrigo Luis (0000-0003-3255-5169)

ASESOR

Honores Gonzáles, Renzo Raphael (0000-0003-2900-5430)

Lima, 19 de abril de 2021

DEDICATORIA

A mi madre, que siempre estuvo a mi lado.

AGRADECIMIENTOS

Agradezco a la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas por brindarme una educación de calidad, e incentivó el desarrollo del presente trabajo.

RESUMEN

El presente proyecto desarrolla los lineamientos previos necesarios para el estudio de la eficiencia de la normativa del Mercado Alternativo de Valores (MAV) en función a los preceptos del análisis económico del derecho. Inicialmente se realiza una descripción sobre la justificación y objetivos del proyecto de investigación.

Posteriormente, se plantea la premisa de que el MAV no beneficia a las MIPYME y no permite alcanzar la eficiencia por carecer de incentivos reales para su funcionamiento. Para arribar a la anterior hipótesis, se brinda una introducción al sistema del MAV y se halla y explica algunas de las falencias presentes en su regulación. Además, se revisa la literatura relevante en materia de análisis económico del derecho, específicamente en relación a los costos generados por las leyes. Asimismo, se realizó un análisis del funcionamiento del MAV y el impacto que llega a tener en diferentes empresas a través de estudios nacionales e internacionales.

Palabras clave: Mercado Alternativo de Valores – MAV; Eficiencia Económica; Costos de Transacción; MIPYME.

ABSTRACT

This Project develops the necessary preliminary guidelines for the study of the efficiency of the regulations of the Alternative Securities Market (MAV for its acronym in Spanish) according to the precepts of the economic analysis of law. It begins with a description of the justification and objectives of the research project.

Afterwards, the project proposes the premise that the MAV does not benefit MSMEs and does not allow them to achieve efficiency due to the lack of real incentives for its operation. In order to arrive at the above mentioned hypothesis, the project provides an introduction to the MAV system and finds and explains some of the shortcomings presents in its regulation. It also reviews relevant literature on the economic analysis of law, specifically in relation to the costs generated by law. Furthermore, it carried out an analysis of the functioning of the MAV and the impact it has on different companies through national and international studies.

Keywords: Alternative Securities Market – MAV; Economic Efficiency; Transaction Costs; MSME.

TABLA DE CONTENIDOS

1. **CAPÍTULO 1: PROYECTO DE INVESTIGACIÓN**
 - 1.1 Tema de investigación
 - 1.2 Pregunta de investigación
 - 1.3 Hipótesis y metodología
 - 1.4 Justificaciones del proyecto
 - 1.5 Objetivos del proyecto
2. **CAPÍTULO 2: ESTADO DEL ARTE**
 - 2.1 Primera fuente
 - 2.2 Segunda fuente
 - 2.3 Tercera fuente
 - 2.4 Cuarta fuente
 - 2.5 Quinta fuente
 - 2.6 Sexta fuente
 - 2.7 Sétima fuente
 - 2.8 Octava fuente
3. **REFERENCIAS**

1 CAPÍTULO 1: PROYECTO DE INVESTIGACIÓN

1.1 Tema de investigación

El tema estriba en el estudio de la normativa del Mercado Alternativo de Valores (MAV) como una alternativa eficiente de financiamiento. El MAV es un espacio creado por la Superintendencia de Mercado de Valores (en adelante, “SMV”) en el año 2013 para la participación del segmento no corporativo: las Micro, Pequeñas y Medianas empresas (MIPYME), con la finalidad de que estas puedan emitir valores mobiliarios con una menor cantidad de requisitos accediendo a un financiamiento menos costoso en comparación con los bancos y el sector informal. Sin embargo, al día de hoy, las empresas inscritas en el MAV sólo suman once (11) en todo el Perú, conforme lo exhibe la SMV en su portal web. En otras palabras, el MAV no ha tenido el éxito esperado entre el sector objetivo. Esto puede deberse a varios motivos como una falta de publicidad, barreras legales de entrada a este segmento, poca rentabilidad y consecuente falta de ingreso de inversionistas, poca confianza de estos últimos respecto a las MIPYME, un sistema deficiente, entre otros.

El tenor jurídico de la investigación es brindado por el análisis económico del derecho, disciplina que propugna el empleo del pensamiento económico como técnica regulatoria. Este trabajo va a emplear la definición de eficiencia en las normas entendida como la capacidad de crear valor. No debe confundirse el término “valor” con el término “dinero” o “activos”. El valor para el análisis económico del derecho es el bienestar social, concepto que comprende todo aquello que genera satisfacción en una persona: seguridad, estabilidad económica, confianza y cualquier otro factor que mejore el bienestar de cualquier persona sin perjudicar el bienestar el resto. La teoría económica creó algunos postulados que trataban de definir a la eficiencia. El más famoso de todos es el postulado de Pareto, quien afirmaba que una situación era más eficiente cuando podía mejorarse la situación de un individuo sin perjudicar la de otro. En ese sentido, se alcanzaría la eficiencia máxima cuando no sea posible mejorar la situación de una persona sin perjudicar la situación de otra; esta relación es la denominada “Óptimo de Pareto”. Esta lógica es aplicada a las MIPYME, toda vez que sus dueños toman decisiones con base en la eficiencia generada para su familia.

Para graficar la aplicación en la norma, puede tomarse el siguiente ejemplo: la SMV crea una nueva norma que permite el ingreso de personas jurídicas irregulares al MAV. Una sociedad puede ser irregular por diversas razones pero una de las más frecuentes en nuestra

economía es la falta de trámite para constituir una sociedad. La consecuencia es que los accionistas, representantes y demás personas que actúan en nombre de la MIPYME irregular se vuelven responsables solidarios por los actos de esta. La norma de la SMV podría permitir el acceso a un gran segmento del mercado que tiene pocas probabilidades de encontrar financiamiento económicamente (sin intereses usuarios). No obstante, podría estar generando riesgos innecesarios para tres sujetos: en primer lugar, para el inversionista, pues la MIPYME irregular podría no tener un local comercial específico y podría no pagar a sus inversores según lo pactado; en segundo lugar, para los dueños y representantes de la MIPYME irregular, quienes tendrían que responder por la obligación de pago de esta; y, en tercer lugar, para el mercado mismo, pues incrementaría la desconfianza e inseguridad sobre las transacciones del MAV. Sin perjuicio de lo anterior, en la práctica, los beneficios marginales de todas las personas que tendrían acceso al MAV superarían a los perjuicios que puedan asumir otros sujetos. En ese sentido, si tal medida incrementa la economía de las MIPYME de manera que el desarrollo del mercado profesionalice dicho sector, el beneficio de estas empresas puede superar el aumento de riesgo de los inversionistas siendo un resultado deseable.

Por otro lado, el MAV puede facilitar el financiamiento de la MIPYME reduciendo los Costos de Transacción para la obtención de financiamiento. Este modelo está en consonancia con el orden económico establecido por nuestra Constitución Política. Por ese motivo, se espera que en las conclusiones de la investigación se pueda hallar las causas regulatorias determinantes por las cuales las MIPYME no acceden a este mecanismo de financiación.

El presente trabajo ensayará una lectura desde la perspectiva del MIPYME; no desde la visión del inversor que busca invertir su dinero en valores. La primera parte consistirá en la explicación del marco conceptual básico utilizado en la regulación del MAV; este apartado tendrá un fin pedagógico para los empresarios. En la segunda parte (con apoyo en fuentes de otros mercados, financieros y de valores), se determinarán los criterios que definen a una “herramienta de financiación eficiente” para el deficitario (sujeto que requiere financiamiento), entendiendo la “eficiencia” como los menores Costos de Transacción según el “Análisis Económico del Derecho”. La tercera parte consistirá en un análisis de la regulación en materia de inscripción y oferta de valores dentro del MAV (condiciones que deben cumplir las MIPYME para participar en dicho mercado) haciendo una comparativa

con los criterios previamente desarrollados en la segunda parte. Finalmente se examinarán las ventajas de este modelo.

1.2 Pregunta de investigación

“¿El MAV puede beneficiar a las MIPYME? y ¿el modelo actual promueve la eficiencia económica y jurídica?”

La pregunta de investigación propone dos asuntos a tratar: 1) el definir el término y los criterios de eficiencia conforme al análisis económico del derecho aplicado a una herramienta de financiación y 2) la realización del análisis sobre la eficiencia de las disposiciones normativas del MAV sobre la base del comportamiento de las MIPYME.

El primer asunto tiene una delimitación temporal y espacial definida: las normas que emite la SMV y, en específico, las normas del MAV tienen un ámbito de aplicación restringido al mercado peruano; asimismo, la norma tiene una vigencia y puede ser objeto de modificaciones, precisiones o derogaciones, motivo por el cual se establece como límite temporal la normativa vigente al año 2020. Por otro lado, por “regulación” se entiende a aquellas disposiciones emitidas válidamente por la autoridad competente; no obstante, el término no está restringido al Reglamento del MAV (Resolución No. 025-2012-SMV-01) sino también a las normas conexas, las cuales deberán tener un impacto en la regulación del MAV.

El segundo asunto no tiene delimitaciones temporales o espaciales. Las limitaciones se establecerán en la misma investigación a través de la metodología propuesta más adelante. La doctrina del Análisis Económico del Derecho y su aplicación a las finanzas brindará un sostén necesario para responder el primer asunto antes referido; su función es instrumental. En otras palabras, este segundo asunto tendrá que ser respondido obligatoriamente de forma preliminar al primero.

La pregunta de investigación fue formulada para obtener una respuesta con base en la indagación, es decir, no se podrá alcanzar a una conclusión si ésta no está sustentada en una investigación empírica. No se desea analizar conceptos abstractos como el de “seguridad

jurídica” o “economía social” sino estudiar el comportamiento de las MIPYME y su cultura legal.

1.3 Hipótesis y metodología

La regulación del MAV no permite alcanzar la eficiencia por carecer de incentivos para que la MIPYME considere reorganizarse e ingresar al MAV, y tampoco existe una sintonía entre los requisitos y las preferencias de la MIPYME.

Para graficar la hipótesis se brinda el siguiente ejemplo. Para solicitar la inscripción de un valor o de un programa de emisión de valores, las MIPYME deben cumplir con una serie de requisitos a ser evaluados por la SMV. Según el Reglamento del MAV, las MIPYME requieren presentar estados financieros auditados, calificaciones crediticias, entre otros. La SMV evalúa cada solicitud y, de aceptarla, incorpora a la MIPYME al registro de empresas del MAV junto con toda la información financiera presentada por esta. La pregunta que viene a inmediatamente a colación es: ¿en la realidad la MIPYME querrá que otras personas (incluyendo competidores, la SUNAT, acreedores, entre otros) revise su información financiera? La respuesta con mayor sustento es que no porque está exponiendo su situación al mercado. La MIPYME en el país no se caracteriza por tener gran solvencia, sino por tener una estructura familiar y mantenerse en la informalidad; normalmente los pocos recursos de las personas (aplicando la famosa ley de rendimientos decrecientes) hace que la falta de recursos no generen expectativas de crecimiento sino de supervivencia. Así como el anterior, existen una serie de disposiciones que generarían desincentivos para el ingreso de MIPYMES: imposibilidad de libre fijación de tasas de interés, falta de un procedimiento 100% digital (que dificulta el acceso a la MIPYME que opera en provincia), no existe ni es posible elaborar un mitigador de riesgos como fideicomisos sobre los activos de las MIPYME (reduciendo el riesgo inherente a estas empresas), entre otros.

Por otro lado, en la explicación del tema de investigación se afirmó que la investigación se iba a abordar con un enfoque centrado en la perspectiva del MIPYME, es decir, la aplicación e impacto de las normas del MAV en dichos sujetos. Por ese motivo, la presente investigación tendrá dos tipos de análisis: dogmático, sobre las normas del análisis

económico del derecho, y 2) empírico, sobre la conducta de estas empresas y los mecanismos de financiamiento.

La primera parte (que constituye el marco conceptual de la investigación) usará la investigación dogmática para asentar los conceptos y el desarrollo teórico de las instituciones del Mercado de Valores, a través de definiciones normativas (interpretación de la propia norma) y de la doctrina sobre las instituciones principales contempladas en la regulación, los agentes que participan en él, así como los problemas que la literatura económica ha identificado respecto a los objetivos que impulsan este mercado como son la seguridad de los inversionistas y la transparencia del mercado. También se pretende explicar los tipos de herramientas de financiación.

En la segunda parte de la investigación, la cual consistirá en la determinación de criterios de eficiencia para una “herramienta de financiación”, se realizará una exploración de fuentes empíricas conformadas por entrevistas a empresas integrantes del MAV, data recolectada por autoridades del Estado sobre el sector bancario y el mercado de valores, entrevistas con funcionarios de la SMV, entre otros. Esta segunda parte estará dotada de una especial profundidad por la conexión que se espera detallar entre el Derecho y la realidad. En un primer apartado se analizará la doctrina sobre el análisis económico del derecho y la regulación en otros países para definir el concepto de eficiencia en el mercado bursátil, explicar el pensamiento económico que debe orientar a las normas en el derecho y determinar las características de los denominados “Mercado Eficientes”. En un segundo apartado y con apoyo en las ideas explicadas en el apartado anterior, se empleará el método de triangulación de datos para definir qué características poseen los Mercados Eficientes y definir cuál es la política económica que plantean en su regulación.

En la tercera parte de la investigación, se analizará la regulación en materia de inscripción y oferta de valores dentro del MAV que representan las condiciones para que la MIPYME pueda participar en dicho mercado. En esta parte, se realizará nuevamente una investigación dogmática y una empírica. Con los criterios de eficiencia delimitados en la segunda parte y con apoyo en la doctrina, se demostrará si dichos criterios son satisfechos por la regulación peruana en materia de inscripción y oferta de valores.

1.4 Justificación del proyecto

La investigación ha sido emprendida por varias razones. La principal es por la curiosidad sobre el exiguuo desarrollo del MAV desde su inicio en el 2013. Resulta extremadamente extraño que una herramienta de financiación tan líquida como la intermediación directa no sea empleada por las empresas, especialmente por aquellas que, debido a características inherentes, tienen más problemas de financiación.

La segunda razón estriba en la importancia del MAV. En el Perú, el sistema financiero se ha alzado como uno de los sectores más rentables, considerando el riesgo asumido por las entidades financieras. Si bien, gran parte de dicho trabajo se debe a la rigurosa y eficaz supervisión de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, otra gran parte se explica por la contribución del mercado y la demanda del crédito. El Spread Bancario (margen existente entre las tasas activas [de créditos] y pasivas [de depósitos]) del mercado peruano es uno de los mayores de América Latina, es decir, hay un gran margen entre lo que cobra el banco por préstamos y lo de paga por depósitos. Los bancos cobran elevadas tasas de interés justificados en el riesgo asumido inherente a las MIPYME. Igualmente, estas empresas no tienen muchas alternativas de financiación, por lo que recurren a sus proveedores, a los ahorros de años, a un círculo de amistades que convierten los préstamos en operaciones onerosas y, en el peor de los casos, al sector informal con intereses usurarios. En ese sentido, el MAV sería una alternativa a las anteriores herramientas de financiamiento y tendría un impacto positivo en el mercado de capitales. No sólo por la liquidez y eficiencia propia de esta herramienta, sino por las condiciones de competencia que podría generar al añadir un nuevo sustituto.

La tercera razón radica en el interés sobre el tópico, aparte de la curiosidad anteriormente descrita. La economía como disciplina que estudia las herramientas para la producción de bienestar y el derecho como profesión que se centra en la justicia son compatibles entre sí: el derecho, en su enfoque económico, persigue y vela por iguales oportunidades de desarrollo para todas las personas, pues entiende que esto generaría bienestar social; la economía estudia las herramientas para poder generar dicho bienestar. Es por esta relevancia práctica que el análisis económico del derecho resulta de gran interés para el autor.

Finalmente, la última razón para la elección del tema apareció repentinamente a causa de un evento negativo: la crisis del COVID-19. Esta crisis forzó a varios gobiernos, incluyendo al Perú, a tomar medidas restrictivas de libertades, siendo la principal, la inmovilización social obligatoria (como ha sido acuñada en el Perú) con el consecuente cierre de las actividades económicas (con ciertas excepciones). Tal situación afectó y continúa afectando al día de hoy, 05 de mayo de 2020, a distintas empresas siendo las más perjudicadas las MIPYME, que no tienen el capital suficiente para mantener su mano de obra, sus activos y sus mercaderías; con mayor razón, estos negocios muchas veces están compuestos por colaboradores pertenecientes a la familia y, a su vez, de muchos de ellos depende la economía familiar.

1.5 Objetivos del proyecto

La presente investigación tiene como objetivo principal y mediato el apoyar a la mejora del MAV, brindando un diagnóstico de la situación de sus disposiciones. En otras palabras, se plantea examinar si las disposiciones del MAV permiten su uso por los MIPYME y que las conclusiones permitan a los reguladores identificar oportunidades de mejora de la política económica de dicho mercado. Este objetivo es mediato porque que sostiene sobre la base de otro objetivo inmediato.

El objetivo principal inmediato es el de responder a la pregunta de investigación, es decir, conocer si la regulación del Mercado de Valores es eficiente o no. Si se concluye que la normativa es eficiente, entonces la hipótesis es errónea y la falta de empleo del MAV tiene otro origen (independiente de la eficiencia); de esa manera se podría, por ejemplo, incidir en la necesidad de promocionar más este mercado. Por el contrario, si se demuestra que la normativa presenta deficiencias, la hipótesis será correcta y podrá identificarse qué medidas se deberían adoptar para mejorar el MAV. Cabe precisar que las razones que justifican el poco uso de esta herramienta de financiación no son excluyentes entre sí: puede darse el caso de que el MAV sea ineficiente y a la vez poco conocido por los ciudadanos; no obstante, la investigación solo pretender resolver sobre la eficiencia de las disposiciones del MAV.

Como primer objetivo secundario, se persigue procurar una guía sencilla y accesible para promover el uso del MAV. Este objetivo cobra mayor énfasis en la situación actual de

crisis por el COVID-19, cuyos efectos en la economía mundial (que algunos expertos comparan con la crisis financiera de Estados Unidos en el 2008) se extenderán a largo plazo.

El segundo objetivo secundario radica en promover el desarrollo de otro tipo de investigaciones que difieran de la investigación de derecho tradicional. El [derecho cada vez se abre más a nuevos tipos de investigaciones conjuntas con otras ciencias y disciplinas. Ya se ha argumentado en infinidad de ocasiones que el Derecho no debe permanecer abstracto y alejado de la realidad, y que la realidad trate de ajustarse como pueda a sus disposiciones. Por el contrario, el derecho ha sido muchas veces relacionado con las ciencias sociales, precisando que la política normativa debe considerar los acontecimientos y circunstancias fácticas o reales de la sociedad. En ese sentido, el derecho puede complementarse perfectamente con el pensamiento económico entendido, no como la concepción limitada de maximizar la productividad o primando la acumulación de capital, sino como la reducción de costos de transacción a través de las normas para maximizar el bienestar social. Por otro lado, también se pretende promover el desarrollo de la investigación sobre la incidencia del derecho en la economía. Este tipo de investigación debería poder ser aceptada y evaluada por los docentes de las facultades del derecho, no solo considerando la necesidad de interdisciplinariedad y especialización del mercado laboral actual, sino también el nivel de contribución a la cultura jurídica y económica que pueden significar este tipo de investigaciones.

2 CAPÍTULO 2: ESTADO DEL ARTE

2.1 Primera fuente

Ronald Coase (1960) plantea que existe un problema social a la hora de determinar el costo social de los problemas: las normas ignoran la naturaleza bilateral del problema y beneficia a una parte en detrimento de la otra. Para ello, el nobel de economía cita varios casos como el caso de las reparaciones civiles por externalidades negativas: el sistema social impone que la persona que daña a otra debe repararlo ordenando a una de las partes a interrumpir su actividad dañina en beneficio del “perjudicado”. No obstante, la parte que detiene su actividad se convierte en “perjudicado” por el mismo sistema. Es en este punto en el que Coase introduce el concepto de “Costos de Transacción”, que se resumen básicamente en todos aquellos costos asociados a la realización de las actividades; en otras palabras, un Costo de Transacción es un obstáculo que impide la consecución de un objetivo.

Según Coase (1960), en un estado en el que no existan Costos de Transacción (estado catalogado por otros autores como una situación de “Competencia Perfecta”), entonces las partes podrían solucionar sus problemas a través de la voluntad, es decir, mediante contratos. Si los Costos de Transacción no existiesen, ninguna de las partes debería asumir dichos costos siendo posible un acuerdo perfecto. Coase admite que la posibilidad de que dichos Costos de Transacción sean cero es utópica, pero ello no perjudica que, a través del sistema legal, se puedan reducir los Costos de Transacción asumidos por las partes. En ese sentido, el argumento principal de Coase es que el sistema legal no debe imponer sanciones a los individuos (con excepción de particulares como lo constituyen algunos delitos) sino que debe centrarse en reducir los Costos de Transacción.

2.1.1 Fortalezas

A pesar el tiempo transcurrido, se trata de una tesis vigente. El problema del costo social es un reflejo de la dicotomía existente El derecho es un medio de control social que puede fomentar (beneficiando), desincentivar (prohibiendo) y permitir (no prohibiendo) la realización de conductas; empero, las leyes deben ser elaboradas teniendo en consideración un análisis sistémico de los problemas, no entorpeciendo la búsqueda de soluciones eficientes creando nuevos costos de transacción. Sin embargo, lo anterior no implica que la ley no deba regular o imponer conductas.

Para graficar ello, se expone el caso en investigación: en el MAV existe una pugna entre la seguridad y confianza de los inversionistas contra el acceso al financiamiento de las empresas deficitarias. Si la SMV no obliga a las MIPYME a presentar sus documentos financieros y clasificaciones de riesgo, no habría ninguna demanda de valores en el MAV pues los valores de estas empresas (que por el riesgo asociado a las MIPYME ya eran consideradas de alto riesgo) no ofrecerían la seguridad corporativa mínima que acredite el futuro de la empresa. No obstante, la clasificación de riesgo tampoco serviría si la empresa es mal calificada, para lo cual la MIPYME debe atravesar todo un proceso de reorganización para entrar en el MAV, cuestión no prevista por la regulación. En ese caso, la tesis de Coase tendría razón y la SMV estaría creando un requisito (costo de transacción) que en la práctica carece de utilidad y entorpece el acceso de las MIPYME al MAV.

También es importante reconocer que la tesis permitió al autor ser laureado con el Premio Nobel en Ciencias Económicas.

2.1.2 Debilidades

La tesis de Coase ha sido objeto de gran crítica a lo largo de los años. La mayor crítica reposa en la probabilidad de que se lleguen a acuerdos eficientes por los individuos. Aún dentro de un mundo utópico de competencia perfecta en donde no existan costos de transacción, resulta necesario evaluar dos aspectos esenciales: 1) si las personas conocen sus intereses reales) y 2) si son capaces de negociar (sin que, por ejemplo, intervengan factores como las emociones) de manera tal que lleguen a condiciones que equitativas y justas.

2.2 Segunda Fuente

Mendiola, Aguirre, Alatriza, Lévano y Vera (2016) estudiaron la situación del mercado financiero disponible para las medianas empresas. Su análisis, elaborado con data recabada por el Ministerio de Producción y el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), colige que las empresas representan un gran porcentaje del PBI de la economía peruana, alcanzando una producción que rodeaba la suma de 22,028 millones de soles en conjunto.

Sin perjuicio de la importancia de estas empresas y al margen de su rentabilidad, los autores hallaron que este tipo de empresas no tienen varias fuentes de financiamiento. Las únicas identificadas fueron tres: el sistema financiero (compuesto por los bancos, las

financieras, las cajas, entre otras empresas), las entidades “semirreguladas” (como las cooperativas de ahorro y crédito y los fondos estatales) y la Cooperación Financiera para el Desarrollo (COFIDE) que lleva a cabo programas de apoyo y cobertura de créditos para el sector MIPYME. La limitación de estas empresas generaba una mayor inflexibilidad en la oferta y la demanda que provocaba que asumiesen intereses más altos sin poder acudir a otras alternativas de financiamiento. (Mendiola et. al., 2016)

Al realizar examen del MAV, Mendiola et. al. (2016) observaron que, hasta el año 2016, sólo existían tres empresas medianas registradas. Sostienen que la principal razón del problema eran principalmente cuatro: 1) la liquidez del sistema bancario frente al MAV; 2) ausencia de una gestión integral de riesgos y de una estructura corporativa sólida fundada sobre la base de principios de buen gobierno corporativo; 3) falta de emisores, lo que provoca que sólo existan ofertas de corto plazo que mermar la sostenibilidad del MAV. Asimismo, se presentaba un problema subyacente: las empresas presentaban un alto grado de informalidad en lo que respecta a la elaboración de sus documentos financieros.

Por los argumentos expuestos, Mendiola et. al. (2016) realizaron un análisis comparado de la regulación de mercados de valores en España, Inglaterra, Chile, y Colombia con el fin de importar disposiciones que podrían ser de utilidad en el Perú y, con base en dicho estudio, propusieron cuatro cambios en la normativa de MAV: 1) la presentación de dos informes de clasificadoras de riesgo; 2) adelantar el plazo para que la empresa se adecúe a los principios de buen gobierno corporativo; 3) incorporar la figura del asesor registrado; y 4) brindar la posibilidad a las medianas empresas de emitir de manera conjunta. (Mendiola et. al., 2016)

La justificación de la presentación de dos informes de clasificación es el hecho de que las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) requieren por ley que sus inversiones cumplan dicho requisito. Si existen más clasificaciones de riesgo, se disminuye la asimetría informativa y se atraen a más inversionistas. (Mendiola et. al., 2016)

Por otro lado, la propuesta de adelanto de la adecuación a los principios de buen gobierno corporativo se debe a que la normativa actual recién exige su acreditación pasados los tres

años de emisión, reduciendo la transparencia de las empresas y el atractivo de los valores emitidos por éstas en el MAV. (Mendiola et. al., 2016)

La figura del asesor registrado es una importación de las regulaciones de España e Inglaterra. Su función estriba en contribuir a que las empresas cumplan sus responsabilidades al ingresar al MAV, reduciendo el riesgo de que se presenten conductas oportunistas. (Mendiola et. al., 2016)

Finalmente, la posibilidad de que las empresas puedan realizar emisiones de valores conjuntas aumentaría su atractivo, pues la diversificación de riesgos reduce el riesgo de incumplimiento y el mayor monto de la emisión procura mayor rentabilidad. (Mendiola et. al., 2016)

2.2.1 Fortalezas

La tesis se sustenta con base en información empírica recogida de otros países, lo cual brinda un gran aporte a la presente investigación. Asimismo, parte de la información recogida no tuvo mayores cambios. La poca participación de las MIPYME en el MAV y la preminencia de este tipo de empresas en la economía nacional siguen vigente a la fecha. También se mantienen los grandes índices de informalidad.

Por otro lado, la tesis brinda un análisis de preceptos específicos plausibles de mejora dentro de la regulación del MAV. Esto permite deducir prima facie que la regulación del MAV presenta deficiencias que reducen su atractivo frente a los inversionistas.

Finalmente, la obra está dotada de sencillez en la redacción, inclusive usando un lenguaje técnico empleado en las finanzas.

2.2.2 Debilidades

Para efectos del presente proyecto de investigación y sin perjuicio de lo manifestado en las fortalezas, la data sobre la que se centra la tesis recolectada hasta el año 2012 debe actualizarse. Por ejemplo, las fuentes de financiamiento no son exclusivamente tres al 2020, puesto que desde el 2012, nuevas prácticas han sido integradas al mercado (ya sea a través del reconocimiento comercial por las empresas o mediante la regulación), tal y como

el Crowdfunding o Financiamiento Participativo Financiero regulado por el Decreto de Urgencia No. 013-2020.

2.3 Tercera fuente

El autor realiza un diagnóstico de los costos asociados al financiamiento bursátil de las medianas empresas en el mercado de valores con énfasis en la emisión de Instrumento de Corto Plazo (ICP). Según el autor, existen diferentes etapas para la emisión de valores en el mercado de valores siendo la etapa de preparación y estructuración la más costosa para ingresar a dicho mercado. (Pineda, 2013)

Por otro lado, las medianas empresas en el Perú suelen tener una estructura organizativa familiar, cerrada e informal. Muchas son empresas jóvenes, sin historial crediticio y sin un “plan de trabajo” que fije los objetivos de la empresa. En varias ocasiones mienten sobre su situación financiera (especialmente ante la SUNAT) y no desean exponer su situación al mercado. Tampoco cuentan con muchas garantías disponibles para obtener una calificación crediticia favorable dentro del sistema financiero. Dicha condición (extensible a las MIPYME en general) debe ser superada a través de la etapa de preparación. (Pineda, 2013)

La preparación antes mencionada no es un costo recogido en la normativa actual del mercado de valores ni en la normativa del MAV pese a tener la suma más elevada (llegando a ser un gasto traumático para algunos negocios). Sin embargo, es un costo que el autor considera necesario para obtener una buena calificación de riesgo y asegurar la competitividad de la empresa dentro del mercado (efectos que derivarán en mejores ofertas de inversión dentro del mercado de valores). (Pineda, 2013)

La preparación de la mediana empresa requiere las siguientes medidas: 1) la realización de una revisión de los estados financieros sincerando el patrimonio de la empresa, 2) la separación del patrimonio de los accionistas o socios del patrimonio de la empresa, 3) la renovación de la estructura organizativa, 4) la determinación de la política de préstamos a los accionistas, y 5) el establecimiento de un tratamiento transparente para las cuentas por cobrar. (Pineda, 2013)

Por otro lado, existen otros costos de transacción al margen de la preparación, dentro de los cuáles se incluyen los costos de estructuración y de emisión. La actual normativa del MAV, a diferencia de las disposiciones del mercado de valores, ha eliminado la necesidad de contar con un “Estructurador” (un agente organizador); sin embargo, pese a las buenas intenciones, el no contar con este agente resulta contraproducente de cara a los inversionistas por incrementar el riesgo de la operación (en otras palabras, la referida disposición afectaría la visión general que existe sobre los valores emitidos por la mediana empresa en el MAV). (Pineda, 2013)

En relación al costo de una primera emisión, el autor evalúa la información brindada por los tarifarios de cada una de las instituciones involucradas y de los profesionales necesarios a contratar para preparar a la empresa. Con la data recolectada en el 2013, se determinó que el costo de una emisión por USD 4'000,000.00 puede llegar a un aproximado de USD 132,131.00. El costo analizado del MAV reduce los precios de las instituciones como CAVALI y de la Bolsa de Valores de Lima en un 80%, pero no ayuda en mucho respecto a otros costos asociados para la preparación de la empresa. (Pineda, 2013)

En conclusión, la regulación del MAV ha desarrollado mejoras frente a la normativa del mercado de valores para el sector de la gran empresa; sin embargo, en la práctica estas mayores ventajas son irrisorias para las medianas empresas, determinando que sólo sea conveniente emitir en el mercado de valores cuando exista una cuantiosa suma que así lo amerite. (Pineda, 2013)

2.3.1 Fortalezas

La tesis identifica un problema económico no previsto en la regulación del mercado de valores brindando un análisis exhaustivo sobre los costos de preparación de una mediana empresa antes de su ingreso al MAV.

De igual manera, el autor reseña disposiciones contraproducentes en la normativa del MAV referidas a la reducción de los requisitos para emitir manifestando que, si bien contienen una buena intención, disminuyen la confianza que puedan tener los inversionistas en los valores de las MIPYME.

La obra también desarrolla casos exitosos medianas empresas que emitieron valores en el mercado de valores. Asimismo, cuenta con investigación empírica recolectada personalmente en entrevistas con expertos y medianas empresas que llegaron a emitir valores.

Finalmente, cabe destacar que la tesina obtuvo la calificación de “Sobresaliente” acreditando la calidad académica de tesis planteada.

2.3.2 Debilidades

Sin perjuicio de que las conclusiones de la tesis sean extensibles a las MIPYME en general, para efectos de la presente investigación esta tesis no contiene ninguna referencia a las fuentes de financiamiento o a la situación económica de las micro y pequeñas empresas. Aunado a ello, habiéndose elaborado en el año 2013 (cuando recién se publicó el Reglamento del MAV), la obra no pudo alcanzar conclusiones con base a un estudio del impacto de la regulación del MAV en las MIPYME.

2.4 Cuarta fuente

Lovera, Paco y Palomino (2017) realizaron una investigación empírica sobre los casos de las empresas que tuvieron éxito emitiendo en MAV y consultando a expertos conformados por las sociedades agentes de bolsa y funcionarios de la SMV. El motivo de su estudio fue el de determinar los factores críticos de éxito para que una empresa pueda acceder al MAV considerando que el simple cumplimiento de los requisitos no asegura que exista una inversión.

Lovera et. al. (2017) concluyeron que existen 12 factores de éxito para que las empresas accedan al MAV: 1) la transparencia de la información de la sociedad, 2) la revisión de la empresa por un auditor externo con prestigio internacional, 3) el crecimiento sostenible de la empresa y la proyección a futuro, 4) contar con un historial crediticio que acredite su buen comportamiento respecto a sus obligaciones, 5) historia de la empresa y de su trayectoria en el mercado, 6) liderazgo del agente decisor de la empresa en función al objetivo de largo plazo, 7) planeamiento estratégico financiero que acredite y coadyuve al plan de trabajo de la empresa, 8) adecuación de los estados financieros conforme a las NIFF como práctica de la empresa, 9) profesionalización de la administración

abandonando la estructura familiar, 10) otorgamiento de una garantía líquida a favor de los inversionistas, 11) contar con un directorio con miembros independientes con experiencia en el sector, y 12) que los miembros del directorio y/o gerencia cuenten con una reputación buena.

Los anteriores elementos deben estar acompañados de la motivación de las empresas para acceder al MAV, siendo la principal de ellas el diversificar sus alternativas de financiamiento. (Lovera et. al., 2017)

En conclusión, si bien el MAV ha sido creado para que las empresas no corporativas puedan negociar valores, sólo aquellas empresas que puedan asumir los costos para contar con varios de los factores de éxito previamente mencionados podrán realizar emisiones exitosas dentro de este segmento. (Lovera et. al., 2017)

2.4.1 Fortalezas

Los autores sustentan su tesis sobre una base empírica elaborada con los testimonios de las empresas que pudieron emitir en el MAV. La triangulación de esta data junto con la acreditación y comentarios de la SMV y las sociedades agentes de bolsa demuestra que no toda empresa puede acceder al MAV. Este sería un espacio enfocado en las medianas empresas.

Para efectos del presente trabajo, resulta útil contar con los factores de éxito expuestos puesto que brinda un soporte sobre la cual comparar el comportamiento predominante de las empresas en el mercado peruano y determinar hasta qué grado las MIPYME podrían cumplir con estos factores de éxito.

2.4.2 Debilidades

La obra sub examine, al no ser una tesis de derecho, no emplea un análisis jurídico; por el contrario, su análisis es descriptivo lo que no permite conocer, para efectos de este trabajo, qué disposiciones normativas estarían generando problemas en el mercado y cuáles deberían ser objeto de modificación.

2.5 Quinta fuente

Juan José Martínez (2003) explica que la regulación del mercado de valores tiene dos objetivos: la transparencia en el mercado de valores y la protección de los inversionistas.

La transparencia en el mercado de valores, desde el punto de vista del análisis económico del derecho, obedece a la teoría de los “Hipótesis de los Mercados Eficientes”. Esta teoría explica que la información que se vuelve pública en el mercado, la cual es digerida por este y reflejada en los precios. En ese sentido, el Estado tiene el deber de promover la divulgación la información. (Martínez, 2003)

En lo que respecta a la protección del inversionista, la tesis sostiene que el inversionista es un consumidor dentro de un mercado sofisticado. Si bien existen inversionistas con mayor experiencia que otros, la regulación debe ser inclusiva y considerar a los inversionistas que tienen poco dinero y tiempo para realizar la búsqueda de información sobre los valores que desean adquirir. El inversionista se guía de la denominada “apatía racional”: no va a querer asumir los costos de información si otro agente puede brindarlos a un menor costo. (Martínez, 2003)

Por las razones expuestas, el deber de publicitar información debe recaer en quien tiene los menores costos para acceder a ella, es decir, en las mismas empresas que emiten esos valores. En este orden de ideas, la regulación debe estar enfocada en asegurar que las empresas brinden la información suficiente, veraz y oportuna necesaria para que los inversionistas tomen una decisión informada. (Martínez, 2003)

Las conclusiones del autor estriban en que estos objetivos no han sido cumplidos por las siguientes razones: la normativa que establece el deber de divulgación tiene un limitado alcance permitiendo que muchas personas puedan acceder a la información privilegiada sobre la empresa que emite valores; asimismo, la mayoría de empresas en el Perú tienen una estructura familiar, lo que incrementa el riesgo de que estas empresas incurran en malas prácticas respecto al manejo de la información en detrimento de los inversionistas. (Martínez, 2003)

2.5.1 Fortalezas

La obra analizada emplea el análisis económico del derecho para examinar los objetivos de la regulación del mercado de valores que, para efectos de este trabajo, es de suma utilidad para evaluar si dichos objetivos seguirían vigentes en la realidad. El ensayo guarda concordancia con la tesis de Coase previamente estudiada, considerando que la regulación debe encargarse de reducir los costos de transacción, pudiendo incentivar que la parte que tiene menos costos para acceder a la información los asuma si así se genera una situación de eficiencia.

Cabe precisar que, según lo estudiado en diversas fuentes, la regulación del MAV tiende a distanciarse de los objetivos de transparencia explicados por el autor con el propósito de perseguir un beneficio para las empresas que emiten valores.

Asimismo, es importante resaltar que el artículo es uno de los pocos artículos académicos que realizan un análisis de los objetivos que persigue el mercado de valores desde la perspectiva del análisis económico del derecho.

2.5.2 Debilidades

La tesis del autor centra su observación en la figura del insider trading (delito centrado en el uso indebido de información privilegiada para beneficio propio). Las conclusiones sobre el uso indebido de la información por parte de las empresas con estructura familiar no representan mayor provecho para el presente trabajo, sin perjuicio del análisis previo sobre los objetivos del mercado de valores.

2.6 Sexta fuente

Urbina (2018) explica el funcionamiento del MAV considerando que es una conveniente alternativa de financiamiento frente a la banca. El autor también identifica las principales razones por las cuales las pocas empresas registradas en el MAV emiten: financiamiento de nuevas emisiones o el pago de deudas o la adquisición de capital de trabajo. Para realizar dichas emisiones, las empresas emplean los papeles comerciales de corto plazo (entre 120 a 180 días).

Citando a Mendiola y otros, el autor determina que el costo de una emisión en el MAV equivaldría a un 2.04 por ciento adicional al pago de la renta propia del valor. (Urbina, 2018)

Por otro lado, con data recolectada del 2017, detalla que la mayoría de las medianas empresas en el Perú tenían una deuda de 250 mil soles en moneda nacional y 650 mil soles equivalentes en moneda extranjera. Considerando que el umbral máximo de ventas promedio por año para ser considerada como mediana empresa es 350 mil soles, y frente al costo de emisión expresado anteriormente, el número de empresas que serían aptas para ingresar al mercado de valores sería de 6,209. (Urbina, 2018)

La conclusión alcanzada por el autor es que los costos de transacción son pequeños en términos monetarios. Por lo tanto, sugiere una mayor promoción del MAV y la capacitación de las pequeñas y medianas empresas en lo que respecta a la cultura financiera y bursátil. (Urbina, 2018)

2.6.1 Fortalezas

Presenta una postura en contra de la hipótesis que reconoce que existen costos de transacción asociados a la emisión de valores en el MAV, pero que pueden ser superados por un gran número de medianas empresas debido a la rentabilidad anual que estas generan (motivo por lo cual son consideradas medianas empresas). Por ese motivo, considera que esta herramienta debe ser más promovida brindando, a su vez, mayor capacitación a las empresas sobre la cultura financiera.

Además de lo anterior, realizando un análisis sistémico, considero que su conclusión tiene una externalidad positiva implícita: si las empresas tuvieran mayor cultura financiera producto de una capacitación de las autoridades, por iniciativa propia mejorarían su estrategia financiera, elaborando un plan de trabajo y accediendo a mejores ofertas de financiamiento.

2.6.2 Debilidades

La principal debilidad de la tesis consiste en que, al evaluar los costos para una emisión, sólo evalúa los costos establecidos en la norma y no considera otros costos de preparación

de la empresa antes de su ingreso al MAV. Inclusive, puede hallar una contradicción: si las empresas estuviesen en condiciones de asumir pasivos tales como el pago de abogados, de contadores, entre otros, para la reorganización societaria (costos no previstos en la norma, pero necesarios para tener éxito en el MAV), las empresas no necesitarían de una capacitación.

2.7 Séptima fuente

La autora realiza un análisis del mercado financiero español, en específico del Mercado Alternativo Bursátil o “MAB” (homólogo del MAV para el Perú). Este mercado tuvo una reforma legal completa que fomentaba el empleo del mercado de capitales, teniendo un funcionamiento similar al peruano. Sin embargo, las MYPES en España se financian principalmente mediante préstamos bancarios y aportes de capital. (Herranz, 2015)

El MAB guarda similitudes con el MAV de Perú. Funciona con un registro contable, operado a través de una Institución de Compensación y Liquidación de Valores (como Iberclear en España y Cavali en el Perú); tiene una plataforma tecnológica de negociación y los miembros del MAB negocian los valores. No obstante, tiene dos figuras novedosas importadas del mercado de valores de Inglaterra: el asesor registrado y el proveedor de liquidez. El asesor de registrado es el encargado de brindar el soporte a la MYPE para que cumpla los requisitos de acceso al MAB y controlar que pague sus obligaciones, avalando a la empresa a través de su prestigio de cara a los inversores. Por otro lado, el proveedor de liquidez se encargará de actuar como contraparte en las operaciones de compraventa de valores hasta por cierto monto. (Herranz, 2015)

La autora afirma que el MAB no ha tenido el éxito esperado, con sólo 26 empresas emisoras. Ante esta situación, propone incentivos fiscales para este tipo de mercados. (Herranz, 2015)

Sin perjuicio de ello, en la obra se analiza el caso de la empresa Let's Gowex, en donde su Chief Executive Officer (CEO), Jenaro García, admitió que durante cuatro años había presentado al mercado información financiera falsificada, tratando de influir maliciosamente en el desarrollo normal de los precios de sus acciones. Siendo Gowex una de las empresas más rentables y prometedoras de ese mercado, generaba confianza para su

inversión; motivo por el cual, su caso puso en tela de juicio la capacidad del MAB de poder ser una alternativa de financiamiento en donde exista transparencia, arguyéndose que existiría un bajo control para las MYPES. El impacto de este caso llegó a afectar inclusive a PYMES que negociaban en mercados regulados de la Unión Europea.

Los requisitos para el acceso al MAB, desarrollados en la Circular 2/2014 del MAB, son similares que al de su homólogo peruano y al de otros mercados (por ejemplo, ajustar su información financiera a las NIIF, publicitar los acuerdos sociales y las participaciones significativas). (Herranz, 2015)

“Revisando la trayectoria de las empresas que han pasado por el MAB, se puede concluir que quizá los requisitos de acceso que existen actualmente, no garantizan la entrada al MAB de empresas con proyectos de expansión sostenibles”. (Herranz, 2015, p. 117) En otras palabras, los requisitos para poder emitir en el MAB no garantizan que los proyectos vayan a ser exitosos.

2.7.1 Fortalezas

El mercado analizado en la tesis guarda diversas similitudes con el peruano. Este estudio refuerza la hipótesis planteada en la investigación en el sentido de que la flexibilización de requisitos para los mercados alternativos de MYPES y/o MIPYMES no toma en consideración las características de estas empresas, reduciendo, en contraparte, la confianza de los inversionistas.

Del presente texto puede llegarse a una conclusión más radical: los mercados alternativos bursátiles no estarían diseñados para las MIPYME. La reducción de los requisitos no asegura que las empresas con reducido capital vayan a ingresar; por el contrario, estas empresas requieren de un mayor control por el riesgo que las caracteriza, lo que supone que deberán asumir mayores costos en vender una imagen corporativa profesional.

2.7.2 Debilidades

El presente texto no realiza un análisis de utilidad de los requisitos para que las empresas ingresen al MAB. Tampoco ahonda en sus propuestas de mejora como en los incentivos fiscales.

2.8 Octava fuente

En el mercado existen preferencias estables de los individuos, no sobre los bienes y servicio que se tranzan, sino en lo que subyace a cada adquisición: salud, placer, envidia, y otros. Si se combina los conceptos de equilibrio de mercado, comportamiento maximizador y preferencias estables forman el denominado “enfoque económico” que permite evaluar muchas reglas del comportamiento humano aplicado: el aumento en el precio provoca que las personas demanden menos; un aumento en el precio aumenta la productividad, impuestos en la producción reduce la misma producción, entre otros. (Becker, 1976)

El pensamiento racional erige al precio (entendido como costo de transacción) como factor fundamental para determinar el costo de oportunidad del empleo de los recursos escasos. Por ejemplo, si el recurso es escaso es el tiempo de una persona, entonces esa persona buscará usar dicho tiempo en producir beneficios en función de sus preferencias, maximizando su utilidad. (Becker, 1976)

Sin perjuicio de ello, el autor explica que este enfoque económico no implica considerar la asunción de costos de transacción como un comportamiento irracional. Viceversa, si una persona no explota un recurso que parece rentable, no necesariamente implica que actúe irracionalmente, puesto que pueden existir costos de transacción “no visibles para terceros”. (Becker, 1976)

Con el fin de explicar esto, se colocan dos ejemplos de elaboración propia: una pareja está a punto de tener un hijo y no tienen tanto dinero (recurso escaso). Como van a iniciar una vida familiar, necesitan un lugar dónde vivir; por ello, asumen costos de búsqueda de información para encontrar el departamento más adecuado y no comprometerse con algo que no puedan asumir. En el otro supuesto, una persona ha heredado una casa, y una empresa de bienes raíces le ofrece pagarle el doble del precio para poder tener el terreno: desde la perspectiva de un tercero, resultaría rentable explotar el recurso (la casa), pero la persona tiene sentimientos fuertemente enlazados con dicho hogar, de modo que el bien resulta invaluable en dinero. Vender la casa sería una pérdida para él.

La tesis asevera que las personas, desde el enfoque económico del comportamiento humano, son consideradas racionales, que se comportan en base a la maximización de sus beneficios (preferencias); por tanto, en un mundo en donde la escasez está presente en todo momento, los individuos actúan de manera “egoísta”. (Becker, 1976)

2.8.1 Fortalezas

El estudio del comportamiento humano desde el enfoque económico posee una gran utilidad debido a su interdisciplinariedad. La presente tesis otorga una sólida posición para evaluar el comportamiento de la MIPYME y sus motivos para ingresar al MAV; así como aquellos factores que deben ser considerados por la regulación para no mermar los beneficios que sobre este mercado puedan considerar los inversionistas.

La tesis plantada cobra énfasis en la situación de crisis originada por el COVID-19, en la cual las MIPYME tendrían mayores incentivos para conservar el poco dinero que posean en vez de apostar por un mercado que, si bien ofrece mejores precios, requiere la asunción de costosas barreras de entrada.

Resulta conveniente reparar en que gracias a la tesis planteada, el autor Becker fue laureado con el Premio Nobel en Ciencias Económicas.

2.8.2 Debilidades

El texto reviste de una gran complejidad en cuanto a su redacción lo que dificulta la comprensión lectora.

Al margen de la anterior crítica, considero que no se presenta otra más. El autor aclara que los individuos actuarán en base a sus preferencias, inclusive si son temporales como el placer, por lo que no podría argumentarse de que existe un desconocimiento de estas (salvo para aquellos casos en donde una persona se ve impedida de razonar producto de una enfermedad).

3 REFERENCIAS

- Becker, G. (1976). *The Economic Approach to Human Behavior*. Chicago: University of Chicago.
- Coase, R. (1960). The Problem of Social Cost. *The Journal of Law & Economics*, 3(1), 1-44. Recuperado el 10 de mayo a partir de: <https://www.law.uchicago.edu/files/file/coase-problem.pdf>.
- Herranz, F. (2015). *Alternativas de financiamiento de empresas: el mercado alternativo bursátil*. Madrid: Universidad Politécnica de Madrid. Recuperado el 15 de mayo a partir de: <https://riunet.upv.es/handle/10251/57654?show=full>.
- Lovera, M., Paco, E., Palomino, H. (2017). Factores críticos de éxito para el acceso de la mediana empresa al mercado alternativo de valores [Tesis para optar por el título profesional de licenciado en Gestión Empresarial, Pontificia Universidad Católica del Perú]. Recuperado el 10 de mayo a partir de: <http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/handle/20.500.12404/9418>.
- Martínez, J. (2003). Los objetivos de la regulación del mercado de valores en la legislación nacional. Análisis crítico. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (47), 235-242. Recuperado el 10 de junio a partir de: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9866>.
- Mendiola, A., Aguirre, C., Alatriza, Y., Lévano, F., Vera, C. (2016). *El mercado alternativo de valores como mecanismo de financiamiento para la mediana empresa - Propuesta normativa de mejora*. Lima: ESAN Ediciones. Recuperado el 26 de abril a partir de: https://repositorio.esan.edu.pe/bitstream/handle/20.500.12640/107/Gerencia_para_e_l_desarrollo_53.pdf.
- Pineda, J. (2013). *Las medianas empresas en el mercado bursátil del Perú* [Tesis para optar por el grado de Magíster en Derecho Bancario y Financiero, Pontificia Universidad Católica del Perú]. Research Gate. Recuperado el 25 de abril a partir de: https://www.researchgate.net/publication/327333295_Las_Medianas_Empresas_en_el_Mercado_Bursatil_del_Peru.
- Urbina, R. (2018). Funcionamiento del Mercado alternativo de valores (MAV). *Moneda*, 176(1), 23-28. Recuperado el 10 de junio a partir de: <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Moneda/moneda-176/moneda-176-04.pdf>.