

# Financiamento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

REPORTE DEL GRUPO DE TRABAJO

EXPERIENCIAS INTERNACIONALES



# Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

## *Integrantes del Grupo de Trabajo*

### **ABDI**

*Cassio Rabello*

### **BNDES**

*Bruno Caldas Aranha*

### **BM&FBOVESPA**

*Cristiana Pereira*

*Edna Holanda*

*Helen Yao (Oficina en China)*

*Lucy Pamboukdjian*

*Renato Issatugo*

*Sérgio Gullo (Oficina de Londres)*

### **CVM**

*Paula Sarno*

*Wang Jiang Horng*

### **FINEP**

*Augusto F. da Costa Neto*

*Hudson Lima*

# Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

<b>ÍNDICE</b>	
<b>INTRODUCCIÓN</b>	<b>4</b>
<b>SECCIÓN I – EMISORES</b>	
a) ¿Las reglas de cotización en entornos de negociación son muy diferentes para los mercados principal y alternativo?	9
b) ¿Las empresas cotizadas están sujetas a obligaciones de <i>disclosure</i> y de gobernanza?	10
c) ¿Existe alguna característica en común entre los emisores que hicieron IPO?	11
d) ¿Existe dispensa de registro de la oferta de venta de títulos y valores, que facilita el IPO?	12
e) ¿Los costos directamente relacionados a IPOs han desalentado las ofertas?	13
f) ¿Existe algún mecanismo para mitigar las incertidumbres del costo, si el emisor no consigue captar?	17
g) ¿Existe algún mecanismo para mitigar las incertidumbres de <i>floating</i> , en la perspectiva del emisor?	18
h) ¿Existen dificultades para encontrar <i>brokers</i> /distribución?	19
i) ¿Existen incentivos tributarios o de otra naturaleza para que las empresas accedan el mercado?	19
<b>SECCIÓN II – INVERSORES</b>	
a) ¿Quiénes son los inversores?	20
b) ¿Cómo los inversores hacen frente a la reducida liquidez en el secundario? ¿Hay mecanismos de liquidez?	20
c) ¿Cómo los inversores hacen frente a los riesgos inherentes a una empresa de pequeño porte?	21
d) ¿Cuál es la racionalidad de invertir en acciones de PYMES?	22
e) ¿Existen incentivos tributarios o de otra naturaleza para los inversores?	23
<b>SECCIÓN III – INTERMEDIARIOS – EL PUENTE ENTRE LOS EMISORES Y LOS INVERSORES</b>	
a) ¿Quién hace la distribución de la oferta?	24
b) ¿Los intermediarios no temen a las empresas que están llevando al mercado? ¿Cuál es su responsabilidad?	24
c) ¿Cómo funcionan los canales de los intermediarios, es decir, como llegan a los inversores?	26
d) ¿Cuál es la racionalidad económica de los intermediarios que actúan en ofertas menores?	26

# Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

## INTRODUCCIÓN

1. El grupo de trabajo fue formado por representantes de la Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI), del Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), de la Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros S.A. (BM&FBOVESPA), de la Comissão de Valores Mobiliários (CVM) y de la Agência Brasileira da Inovação (FINEP). Visitó siete países – Australia, Canadá, China, Corea del Sur, España, Polonia y Reino Unido – para conocer las reglas y prácticas de sus mercados accionarios alternativos, identificados como históricos de éxito o experiencias relevantes, en las que las pequeñas y medianas empresas emiten acciones con el propósito de captar recursos financieros para el desarrollo de sus actividades. Además, donde fue posible y en la medida permitida por la programación, también se procuró explorar las prácticas para el mercado principal, ya que en varios de ellos estaban incluidas un número importante de Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES)<sup>1</sup>.

2. Se identificaron diferentes modelos, que varían mucho en función del tamaño y características de las empresas (enfoque), de las disposiciones regulatorias y autorregulatorias, del perfil de los inversores e intermediarios.

País	Mercado Alternativo	Mercado Principal
Inglaterra	Alternative Investment Market (AIM) Creado en 1995 1.114 empresas cotizadas (jun/12)	London Stock Exchange (LSE) Creado en 1698 1.372 empresas cotizadas (mar/12)
Canadá	Toronto Stock Exchange Venture (TSXV) Creado en 1997 2.277 empresas cotizadas (may/12)	Toronto Stock Exchange (TSX) Creado en 1861 1.577 empresas cotizadas (may/12)
España	Mercado Alternativo Bursátil (MAB) Creado en 2008 21 empresas cotizadas (may/12)	Bolsas Y Mercados Españoles (BME) Creado en 1831 130 empresas cotizadas (dic/11)
Polonia	New Connect (NC) Creado en 2007 397 empresas cotizadas (jun/12)	Warsaw Stock Exchange (WSE) Creado en 1991 434 empresas cotizadas (jun/12)
Corea del Sur	KOSDAQ Creado en 1987 785 empresas cotizadas (jun/12)	KOSPI Creado en 1956 1.031 empresas cotizadas (jun/12)

<sup>1</sup> Para efectos de este reportereportereporte, el grupo de trabajo consideró como Pequeñas y Medianas Empresas aquellas con un valor de mercado por debajo de los US\$250 MM y oferta inicial de distribución pública inferior a US\$150 MM.

# Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

País	Mercado Alternativo	Mercado Principal
China <sup>2</sup>	Chinext Creado en 2009 332 empresas cotizadas (jun/12)	SME Board Creado en 2004 683 empresas cotizadas (jun/12)
Australia	Australian Securities Exchange (ASX) Creado en 2006 como resultado de la fusión de la Australian Stock Exchange <sup>3</sup> y la Sydney Futures Exchange 2.211 empresas cotizadas (jun/12)	

3. Los mercados alternativos TSXV (Canadá) y New Connect (Polonia) están dominados por empresas muy pequeñas (*startups* y *greenfield*), así como el *ticket* de los IPOs son extremadamente bajos. Por ejemplo, en la TSXV (Canadá) y en la NC (Polonia), respectivamente, el 53% y el 62% de las empresas cotizadas tienen una capitalización de mercado inferior a US\$5 MM.

4. Dadas las características de sus integrantes, para facilitar su acceso al mercado de capitales, se infiere que los mercados alternativos TSXV (Canadá) y NC (Polonia) ofrecen un “descuento regulador” mayor que los demás. Habría una ponderación de que cualquier exigencia reglamentar podría dar lugar a gastos para esas empresas con un peso más relevante que para otras un poco mayores.

5. Sin embargo, existe una diferencia entre los dos mercados: el TSXV (Canadá) tiene una concentración sectorial en empresas *greenfield* de minería y de petróleo y gas, mientras que el NC (Polonia) es más diversificado, con la presencia de *startups* y de empresas que se podrían considerar como microempresas en Brasil.

6. Cabe señalar que las empresas con acciones negociadas en los mercados alternativos AIM (Inglaterra), MAB (España) y NC (Polonia), debido a la prerrogativa dada por las Directivas Europeas, no son supervisadas por el regulador del mercado de capitales. En esos casos, el modelo desarrollado resultó

<sup>2</sup> China cuenta con dos bolsas de valores: la Shanghai Stock Exchange (SSE) y el Shenzhen Stock Exchange (SZSE). Por regla general, las mayores empresas chinas cotizan en la SSE y las menores en el SZSE. El SZSE se divide en Chinext y SME Board. En este reporte, el Chinext se denomina como mercado alternativo y el SME Board como mercado principal, a menos que se especifique lo contrario.

<sup>3</sup> La Australian Stock Exchange a su vez fue creada en 1987 como resultado de la fusión de 7 bolsas regionales. La primera bolsa de valores de Australia data de 1861. La Sydney Futures Exchange fue fundada en el año 1960.

## Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

en un acuerdo privado, en el que la supervisión del regulador da origen a la supervisión llevada a cabo por Asesores (Nominated Advisor – NOMAD (Inglaterra), Asesor Registrado (España) y Authorized Advisor (Polonia)). En cierta medida, un modelo basado en la reputación de estos agentes fue puesto en práctica. Existen controversias sobre la efectividad de la actuación de esos agentes, ya que el *enforcement* se ve perjudicado en cierta medida.

7. En particular, el AIM (Inglaterra) llama la atención al distanciarse del TSXV (Canadá) y del NC (Polonia) por la madurez y el tamaño de sus empresas: el 38% de las empresas cotizadas tienen una capitalización de mercado entre US\$16 MM y US\$80 MM y 24%, por encima de US\$ 80 MM<sup>4</sup>.

8. Además, aunque las reglas de admisión sean más flexibles en relación con el mercado principal de la London Stock Exchange, el AIM (Inglaterra) no presenta un descuento reglamentario significativo con respecto a las exigencias informativas, en comparación con las requeridas por el segmento Standard del mercado principal<sup>5</sup>. Y, aun cuando los emisores eligen hacer IPOs ofreciendo exención de registro de oferta con el regulador (y la gran mayoría opta por esta vía), las informaciones proporcionadas en el documento de cotización son similares a las exigidas en un prospecto. Por fin, a diferencia del TSXV (Canadá) y del NC (Polonia), donde la presencia de inversores personas físicas es muy fuerte, en el AIM (Inglaterra) los inversores institucionales tienen una mayor presencia.

9. En el otro extremo de los mercados alternativos están los mercados asiáticos Chinext (China) y el KOSDAQ (Corea del Sur), mayores que sus pares occidentales, especialmente el Chinext. En el Chinext, el 51% de las empresas cotizadas tienen un valor de mercado superior a US\$300 MM, mientras que, en el KOSDAQ, el 46% de las empresas tienen un valor de mercado superior a US\$50 MM. Teniendo en cuenta los IPOs realizados entre 2010 y junio de 2012, en el Chinext, el 48% de esas ofertas se situaron entre US\$50 MM y US\$100 MM y el 34%, por encima de US\$100 MM. En el KOSDAQ, el 56 % de las ofertas fueron superiores a US\$40 MM para el mismo período. Cabe señalar que, en el mercado chino, el regulador decide en que bolsa la empresa cotizar y que la bolsa alternativa de Corea se centra en empresas con sesgo tecnológico.

---

<sup>4</sup> Conversión de libras en dólares a la tasa del 01/10/2012.

<sup>5</sup> El mercado principal inglés se divide en los segmentos segmentos Standard y Premium. Como analogía, serían respectivamente el “Segmento Tradicional” y el “Nuevo Mercado” que existen en Brasil.

## Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

**10.** En estos dos últimos mercados, se constató que prácticamente no hay diferencias entre los mercados principales y los mercados alternativos con respecto al informativo. Al contrario, algunas reglas que se aplican a los mercados alternativos no tiene paralelo en los mercados principales.

**11.** Ya Australia no tiene un mercado alternativo. En el mismo mercado, hay captación de recursos para proyectos *greenfield*, PYMES y empresas de mayor porte. La ASX tiene alrededor de 2000 empresas cotizadas y, de los 200 IPOs que ocurrieron entre 2010 y 2011, 2/3 de ellos fueron principalmente de empresas *greenfield* (captaciones inferiores a US\$10 MM, de las cuales el 80% por debajo de US\$5 MM). Además, otros 24% fueron ofertas entre US\$10 MM y US\$50 MM.

**12.** Examinando esas experiencias, probablemente una implicación sea la reflexión sobre el foco que deberíamos trabajar en este momento. En todos los países visitados, se nota la utilización del mercado de capitales como fuente de financiación de PYMES. Dada la actual realidad brasileña, puede ser más adecuado centrarse de inmediato en la construcción de una alternativa viable para que las PYMES brasileñas financien sus actividades a través del mercado de capitales, dejando para un momento posterior las empresas *greenfield* y *startups*.

**13.** Una segunda implicación es la percepción de que el funcionamiento en otros mercados depende en gran medida de las prácticas de mercado: alineación de intereses, con el fin de reducir la percepción de riesgo de los inversores; una red de intermediación que llega a los inversores; cultura de inversión y de riesgo.

**14.** Sin embargo, esto no significa que el sector público no pueda tener contribuciones relevantes para el desarrollo del mercado de capitales como fuente de financiación para PYMES en Brasil. En algunos de los países visitados, se constató, por ejemplo: (i) la creación de incentivos tributarios específicos para los inversores que aportan recursos en esas empresas; (ii) el fomento a la creación de vehículos de inversión específicos para ese mercado; (iii) la formulación de normas específicas para facilitar el acceso de estas empresas al mercado de capitales, incluyendo normas de *disclosure*; (iv) la concesión de ayuda financiera a las empresas para cubrir los costos asociados al proceso de pre-cotización.

**15.** Independientemente del modelo de mercado alternativo visitado, el Grupo de Trabajo espera que algunos de los mecanismos observados puedan servir de subsidio para los debates aquí en Brasil y proporcionar ideas para el formato de nuestro mercado de PYMES.

## **Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones**

---

Por lo tanto, el reporte, para facilitar la lectura y el razonamiento, fue dividido en tres secciones en forma de preguntas: una sección sobre emisores, otra sobre los inversores y, la tercera, intermediarios, que es el puente entre los dos primeros.

# Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

## SECCIÓN I – EMISORES

### a) ¿Las reglas de cotización en entornos de negociación son muy diferentes para los mercados principal y alternativo?

**16.** Una de las grandes diferencias entre los mercados principal y alternativo, en la mayoría de los países, está en la admisión a cotización en el entorno de negociación. Reglas cuantitativas determinan el mercado para cotización, tales como: *free float* mínimo; dispersión por número mínimo de accionistas y de acciones; rentabilidad; histórico de la empresa (incluyendo el número de balances auditados) y el tamaño/capitalización.

**17.** En algunos países, como Canadá, los mercados principal y alternativo adoptan reglas cualitativas sectoriales, es decir, reglas de admisión que varían según el sector económico en que las empresas se enmarcan, por ejemplo, recursos financieros, capital circulante, propiedad, plan de negocios y laudos. En el caso del mercado principal, estas reglas son más rígidas en comparación con el mercado alternativo.

**18.** En general, aparentemente, los criterios aplicados al mercado principal restringen más el acceso al mercado, caracterizándolo como un mercado de empresas con un histórico más extenso (en algunos casos de rentabilidad) y más líquido. Algunos ejemplos (no exhaustivos de cada mercado) son:

- Inglaterra – mercado principal tiene exigencia de *free float* mínimo y el AIM no.
- España – mercado principal exige histórico de rentabilidad y el MAB no.
- Canadá – el mercado principal exige una capitalización mínima, mientras el TSXV no; además, el mercado principal requiere una base mínima de accionistas y de acciones emitidas en mayor número que las exigidas por las reglas de la TSXV (aunque, por el contrario, sólo la TSXV exige un *free float* mínimo).
- Polonia – mercado principal exige capitalización mínima y porcentaje de acciones en circulación, mientras que el NC no.
- China – SME Board exige mayores niveles para rentabilidad neta y facturación, mientras que los de prueba en Chinex son más bajos.
- Corea – valores de corte de patrimonio neto y capitalización son mayores en el mercado principal.

## Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

- Australia – también tiene criterios de esa naturaleza para admisión a la negociación.

### b) ¿Las empresas cotizadas están sujetas a obligaciones de *disclosure* y de gobernanza?

**19.** Si, sea para el mercado principal, o para el mercado alternativo. Sin embargo, dependiendo del mercado alternativo, hay descuentos más o menos significativos en comparación con el mercado principal.

**20.** Las diferencias más relevantes fueron encontradas cuando el mercado alternativo se centra más en las empresas muy pequeñas o *startups* (fuerte concentración en IPOs por debajo de US\$5 MM), como la TSXV (*ticket* promedio de US\$2 MM<sup>6</sup>) y NC (*ticket* promedio de US\$1 MM).

- TSXV (Canadá) dispensa el Formulario Anual de Informaciones (similar al “Form 20F”<sup>7</sup>), dispensa la auditoría en los Estados Financieros trimestrales, concede un plazo mayor para la entrega de los Estados Financieros anuales y trimestrales, exige sólo un formulario simplificado de Gobernanza y restringe la información al mercado a transacciones muy relevantes.
- NC (Polonia) dispensa los Estados Financieros semestrales y el Informe semestral. Los Estados Financieros trimestrales se sustituyen por un informe con artículos seleccionados, el plazo para la presentación de informaciones periódicas es mayor, y para las informaciones de gobernanza la lista de “*Comply or Explain*” es más simplificada.
- TSXV (Canadá) y NC (Polonia) permiten la emisión de acciones preferenciales (con diferentes derechos), pero los emisores en general se limitan a emitir acciones ordinarias.

**21.** En los mercados alternativos en los que hay ofertas de PYMES con valores superiores a los US\$5 MM, los regímenes informativos se distancian menos de los mercados principales. Cabe señalar que, en este grupo, además de España, los mercados principales también tienen un conjunto relevante de empresas del mismo tamaño de los mercados alternativos, como es el caso de Inglaterra, China y Corea.

---

<sup>6</sup> La tasa de conversión entre el dólar canadiense, el dólar australiano y el dólar de EE.UU. está cerca de 1:1.

<sup>7</sup> Form 20-F es un formulario anual presentado a US Securities and Exchange Commission (SEC) por ciertas empresas extranjeras para prestar informaciones consideradas relevantes para el mercado de EE.UU.

## Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

- En Inglaterra, a diferencia del mercado principal, el AIM no exige que las empresas hagan un informe específico sobre su gobernanza y dispensa la presentación del Informe Trimestral de la Administración (IMS).
- En China y Corea, las exigencias son prácticamente las mismas de sus mercados principales. Ciertos requerimientos de los mercados alternativos parecen ser más “rigurosos” en algunos aspectos. Por ejemplo, los recursos captados por las empresas del Chinext se deben utilizar en el negocio principal o en destinaciones previamente especificadas; y en el caso de KOSDAQ, hay exigencia de auditoría interna permanente para empresas con un total de activos superiores a US\$90 MM, mientras que no existe tal requisito en el mercado principal.
- En el caso de Australia, como no hay un mercado segregado para las PYMES, las reglas son exactamente las mismas.

**22.** En relación a los mercados principales, se puede señalar que, como regla general:

- No exigen Estados Financieros trimestrales (aunque haya Estados Financieros semestrales) y los Informes Anuales y/o semestrales contienen un conjunto de informaciones limitadas principalmente a Estados Financieros, notas explicativas y comentarios de la administración, excepto en Canadá donde el Formulario Anual de Informaciones (AIF) es similar al Form 20F.
- El proporcionar informaciones sobre las prácticas de gobernanza adoptadas, remuneración y transacciones con partes relacionadas se requiere en algunas jurisdicciones.
- La práctica común es tener sólo acciones con derecho a voto.
- Con excepción de China y Corea del Sur, todos los demás mercados no exigen publicación de estados financieros y demás informaciones en periódicos de gran circulación o en el Diario Oficial (ya sea para el mercado principal, o para el mercado alternativo). Todas las divulgaciones de informaciones al mercado se hacen exclusivamente por medios electrónicos.

### c) ¿Existe alguna característica en común entre los emisores que hicieron IPO?

**23.** En determinados mercados se identificaron características particulares en relación con empresas muy pequeñas que consiguieron salir al mercado, en términos de sector y madurez.

## Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

- En el TSXV (Canadá), donde el valor promedio de captación es de US\$2MM, las empresas pertenecen principalmente a los sectores de minería y de petróleo y gas, con alta concentración en proyectos *greenfield*.
- En el ASX (Australia), 2/3 de las captaciones se sitúan alrededor de US\$2 MM a US\$5 MM, y provienen del sector de minería, con alta concentración en proyectos *greenfield*.
- En el NC (Polonia), donde el promedio de la captación es de US\$1 MM, hay diversificación sectorial – una parte se compone de empresas *startups* y la otra se compone de empresas con histórico más largo.

**24.** Para las demás empresas, no se identificaron características comunes, destacando que en Chinext, donde todo es superlativo, más del 80% de los IPOs en aquel mercado tuvieron captación superior a US\$50 MM y más de la mitad de las empresas cotizadas tienen una capitalización de mercado superior a US\$300 MM. En el caso del KOSDAQ, donde el 66% de las ofertas fueron superiores a US\$40 MM y el 22% de las empresas tienen una capitalización de mercado de más de US\$100 MM, está dirigido a empresas con sesgo tecnológico.

### d) ¿Existe dispensa de registro de la oferta de venta de títulos y valores, que facilita el IPO?

**25.** En Inglaterra, España, Canadá, Polonia y Australia, se verificó la existencia de regímenes de dispensas de registro de la oferta (y por lo tanto del prospecto) para ofertas con las siguientes características:

- por debajo de un determinado valor (hasta € 5 MM en Europa y AS\$ 2 MM en Australia); o
- dirigidas a determinadas personas – inversores institucionales, inversores con patrimonio o ingresos mínimos, personas cercanas al controlador o administración, como amigos o parientes etc.; o
- dirigidas a una cantidad limitada de 100/150 inversores, incluyendo personas físicas “comunes”.

**26.** En los mercados alternativos de Inglaterra, España, Canadá y Polonia, la dispensa de registro se utiliza ampliamente: en los últimos años, representaron, en el AIM, alrededor del 90% de los recursos captados en los IPOs; en el NC (Polonia), casi la totalidad; y en el TSXV (Canadá), alrededor del 70% del total captado (IPOs y *follow-ons*). En algunas jurisdicciones, como Canadá, hay un *lock-up* para la renegociación de las acciones (4 meses, por ejemplo) así como la exigencia de

## Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

proporcionar información al regulador sobre la operación en un momento posterior a la oferta.

**27.** En el TSXV (Canadá) hay otro mecanismo ampliamente utilizado conocido como “*Capital Pool Company*” (CPC), que no es una dispensa de registro, sino que se entiende como un programa y requiere un registro específico en el órgano regulador. El CPC es una *holding*, formada por personas de reconocido prestigio en el mercado, que puede captar a través de un IPO hasta CD\$ 4,75 MM con el fin de identificar y adquirir una empresa en operación en el plazo de 2 años (*qualifying transaction*). En el momento de la *qualifying transaction*, aprobada previamente por la TSXV (Canadá), la empresa lleva a cabo usualmente una colocación privada para financiar la nueva empresa fruto de la transacción.

**28.** En los mercados principales, a pesar de la posibilidad de dispensas de registros, las empresas, incluso las PYMES, han preferido conducir sus IPOs solicitando, al regulador, el registro de la oferta.

### e) ¿Los costos directamente relacionados a IPOs han desalentado las ofertas?

**29.** En varios países visitados, el número de IPOs se redujo considerablemente después de 2007 y ha empeorado en los últimos dos años, tanto en los mercados principales, como en los mercados alternativos (aunque esta cantidad sigue siendo significativa cuando se compara con los estándares brasileños). Sin embargo, el costo directo de las ofertas pareció no ser una barrera que inhibe la disposición de las empresas para recaudar recursos a través del mercado de capitales. Según los entrevistados, la razón principal sería el aumento de la aversión al riesgo por parte de los inversores, que han preferido otras inversiones.

**30.** Con base en esa información de que los costos directos no serían inhibidores en estos mercados, el Grupo de Trabajo procuró hacer una comparación entre los costos fijos incurridos por los emisores en algunos de los países que visitó (Polonia, Canadá, Inglaterra y Australia – países donde se obtuvo el mínimo de datos) y los costos incurridos por los emisores brasileños.

**31.** El Grupo de Trabajo analizó el costo fijo, ya que existe la creencia de que los costos fijos en Brasil podrían ser uno de los principales factores de inhibición. Su importancia radica principalmente en el hecho de que son costos incurridos por la empresa que independen de que consiga o no llevar a cabo la oferta, a diferencia, por ejemplo, de los costos incurridos con el intermediario. Los costos fijos incluyen

## Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

los costos con proveedores de servicios, como la preparación de la empresa y la documentación para la oferta y para la admisión a cotización.

**32.** En relación con la remuneración de los intermediarios (que se denominan costos variables en este informe), no se ha llevado a cabo ninguna comparación, ya que varía mucho de acuerdo con las condiciones de negociación. Sin embargo, para que el lector pudiese tener algún conocimiento al respecto, quedó indicada la remuneración aplicable en algunos países visitados.

**33.** Cabe señalar que el ejercicio de comparación debe considerarse con cierta cautela. Esto se debe a que los modelos de los mercados alternativos son diferentes entre sí y la lectura de prospectos (o documentos de la lista) referentes a Canadá y a Inglaterra se han basado en un limitado de IPOs que ocurrieron en 2011. Además, existen diferencias en la paridad del poder de compra de la moneda en los países visitados.

**34.** Pero aún consciente de las limitaciones, teniendo en cuenta el debate que existe en torno a esta cuestión, el Grupo de Trabajo evaluó que sería importante abordar esta cuestión en el reporte de forma más alargada (al contrario de la concisión del resto del informe) y dar alguna indicación, de que puede ser explorada con mayor profundidad en el futuro. Del mismo modo, se podrían explorar en el futuro otras dos clases de costos: (i) los costos implícitos de un IPO, es decir, el tiempo dedicado por los empleados y ejecutivos de la empresa y el costo de oportunidad; y (ii) los costos con el mantenimiento de una empresa que cotiza, para los cuales el Grupo de Trabajo no obtuvo datos consistentes.

**35.** Los datos brasileños utilizados en la comparación son de IPOs entre US\$75 MM y US\$120 MM (tasas de conversión del 11/10 – Renova Energia, Direcional Engenharia, Le Lis Blanc, Helbor y Banco Indusval), que tuvieron un costo fijo promedio de 1,98% y el costo variable (comisión del *broker*) de 3,31%. A continuación presentamos los datos para los países visitados:

- **Canadá** – basada en una muestra de ofertas registradas y llevadas a cabo en 2011 en el TSXV, se observó que las ofertas entre US\$500 mil y US\$3 MM (el valor promedio de los IPOs en el TSXV es de US\$2 MM) tuvieron como costos fijos valores entre US\$25 mil y US\$140 mil o costo fijo promedio de 7,22%. En el mercado principal, las ofertas entre US\$20 MM y US\$25 MM tuvieron el costo fijo promedio de 3,57%, mientras que el costo fijo promedio de las ofertas entre US\$65 MM y US\$150 MM fue de 2,36%.

# Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

En el caso del mercado alternativo (TSXV), hay que señalar que el costo fijo puede estar subestimado, ya que se observó en varios casos, la práctica de la concesión de acciones y *warrants* para los proveedores de servicios como forma de remuneración (en el caso de los intermediarios, la práctica de conceder opciones de acciones es bastante común). Por otra parte, el costo fijo puede ser menor en los casos de las ofertas llevadas a cabo en el ámbito de los programas de *Capital Pool Company* (CPC). Por otra parte, el valor absoluto bajo parece que solo es posible debido a que los emisores son ante todo proyectos *greenfield*, al igual que una parte significativa de las empresas en Australia. Por fin, el costo fijo parece ser un poco más alto que lo que ocurre en Brasil (2,36% X 1,98% – es probable que los emisores canadienses de ese tamaño también hagan esfuerzos de venta en los EE.UU.).

- **Inglaterra** – tal vez el mercado alternativo AIM sea el más adecuado para los fines de una comparación, ya que: a) logramos obtener datos de las ofertas con dispensa de registro (el mecanismo más utilizado en las ofertas iniciales del AIM), que permite evaluar la economía que se podría tener con un régimen de dispensa; b) el mercado no está concentrado en micro-ofertas y hay una variedad de sectores. Se analizaron 17 documentos de listado: ofertas entre US\$1 MM y US\$6 MM tuvieron un costo fijo promedio de aproximadamente 12%, muy superior al de Canadá; ofertas entre US\$64 MM y US\$120 MM tuvieron un costo fijo promedio de 3,6%, casi el doble de Brasil (el costo variable – remuneración del *broker* – se situó entre 3,5% y 5%).

Una de las suposiciones del costo más alto en el AIM (Inglaterra) puede ser el gasto con el NOMAD (pero es una suposición que necesitaría ser validada). Como los emisores que cotizan en el AIM (Inglaterra) no son regulados o supervisados por la *Federal Security Authority* (FSA) ni las ofertas son registradas, el NOMAD (así como el de *Authorized Adviser* en el NC) tiene la función de preparar y supervisar el emisor en el IPO y de *compliance* post-IPO (pero sin poder de *enforcement*), proporcionando cierta comodidad a los inversores. La percepción es que la norma de dispensa de registro no abarata la operación en Inglaterra (sin embargo, se ganó en velocidad).

- **Australia** – como ya se ha comentado anteriormente, en Australia no existe un mercado alternativo segregado. Su composición parece ser la suma del mercado alternativo TSXV y del mercado principal TSX de Canadá. En 2010 y 2011, de los casi 200 IPOs realizados por las empresas que cotizan en la ASX, una parte muy significativa (2/3) fueron ofertas de valores muy pequeños de empresas de proyectos *greenfield* (principalmente minería), asemejándose al

## Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

mercado alternativo TSXV (Canadá). Otro 1/3 de IPOs fue de ofertas un poco mayores (US\$10 MM a US\$100 MM). Un punto a destacar es que las empresas en Australia han optado por hacer sus IPOs a través de oferta pública registrada en el regulador, incluso habiendo la posibilidad de dispensa. Los prospectos, en la práctica, parecen ser más simple que los brasileños.

Los datos tienen como fuente un levantamiento realizado por la ASX<sup>8</sup>: no hay separación entre los costos fijos y los costos variables, ya que los prospectos no traen esta información segregada. Sin embargo, algunos entrevistados dijeron que la remuneración del *broker* (ofertas hasta US\$100 MM) se sitúa al rededor del 5%. Así, tomando los 5% como premisa, tendríamos el costo fijo (mediana) de aproximadamente el 4,5% para las ofertas de proyectos de minería (ejemplo: en una oferta de US\$2 MM, que es muy común, el costo fijo sería de aproximadamente US\$90 mil). El valor absoluto poco significativo de estos costos fijos podría estar reflejando el poco trabajo demandado para este tipo de emisor. En las ofertas entre US\$50 MM y US\$100 MM, el costo fijo mediano sería de aproximadamente el 2,2%, muy cercano al costo brasileño, de 1,98%. Para estas últimas ofertas, la simplicidad de los prospectos, situación típica en aquel país, no parece estar contribuyendo para la reducción de los gastos con los asesores, pero parece haber agilizado el proceso de la oferta.

- **Polonia** – en el NC, donde el promedio de las ofertas es del orden de US\$1 MM (entre 2009 y 2011, de los 217 IPOs computados, hubo solo 18 con más de US\$2 MM – diversos IPOs fueron para captar algunas decenas de miles de US\$), los costos se sitúan en cerca del 4,3% (US\$43 mil) para ese rango<sup>9</sup>, incluyendo la remuneración del intermediario (hay casos en que la remuneración del intermediario comprende opciones, que no están incluidas en este valor). En el mercado principal, ofertas entre US\$65 MM y US\$130 MM tienen costo total promedio de 2,06%<sup>10</sup>.

La primera impresión es que los valores bajos, tanto para el mercado principal como para el mercado alternativo, probablemente reflejaron las particularidades de los agentes de ese país, ya que los costos totales se sitúan muy por debajo de los costos observados en otros mercados para los cuales obtuvimos informaciones. La segunda percepción es que, con base en el valor

---

<sup>8</sup> *IPO: the Road to growth and opportunity* – ASX.

<sup>9</sup> Material cedido por la WSE (Warsaw Stock Exchange).

<sup>10</sup> *Listing on the Warsaw Stock Exchange* – PWC. Los valores de *underwriting* (garantía) no fueron incluidos en el levantamiento.

## Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

absoluto de los costos totales del mercado alternativo, el proceso de preparación de las empresas, de la oferta y de la lista probablemente debe ser muy simple, lo que solo es posible porque se trata de un mercado para empresas *startups* y microempresas.

**36.** Para la mayoría de los casos, se comprueba que los costos fijos de las ofertas fueron mayores, o al menos próximos, a los números citados para el caso brasileño. Así, en este primer esfuerzo de análisis, costos fijos menores no parecen ser un factor de ventaja fundamental en el funcionamiento y desarrollo de estos mercados, pero tal vez, en algunos casos, la diferencia a destacar sea la velocidad de acceso al mercado. Además, la cuestión es si los factores adicionales, tales como la contratación del NOMAD, podrían introducir un costo adicional no existente en Brasil.

Mercado	Tamaño de la Oferta	Porcentaje del Costo Fijo sobre la Captación
Brasil	US\$75 MM – US\$120 MM	1,98% (media)
Canadá (Principal – TSX)	-US\$ 65 MM – -US\$ 150 MM	2,36% (media)
Inglaterra (Alternativo – AIM)	US\$64 MM – US\$120 MM	3,6% (media)
Australia	US\$50 MM – US\$100 MM	2,2% (mediana)
Polonia (Principal – WSE)	US\$65 MM – US\$130 MM	2,06 % (costo total <sup>11</sup> )

**f) ¿Existe algún mecanismo para mitigar las incertidumbres del costo, si el emisor no consigue captar?**

**37.** A pesar del costo fijo no ser una barrera en los mercados visitados, él puede ser importante si el emisor no está seguro de la captación: son costos que hay que pagar incluso en la eventualidad de que la oferta no funcione. En este escenario, los valores posiblemente serian importantes, especialmente en el caso de las PYMES, cuyo flujo de caja no puede comportar el pago adicional de estos gastos.

<sup>11</sup> Valores de *underwriting* eventualmente prestado no fueron incluidos en el levantamiento.

## Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

**38.** En relación al costo fijo, en Inglaterra (AIM) fue informada la existencia de acuerdos con los asesores/consultores, basado en el éxito de la operación, lo que mitigaría un poco la situación adversa, si la oferta fallara. Del mismo modo, en Canadá – TSXV, se constató que, en algunas ofertas, parte del costo fijo se paga con *warrants* y acciones.

**39.** Además, el amplio uso de dispensa de registro de oferta en los mercados alternativos de Canadá y de Inglaterra proporciona una flexibilidad en la búsqueda de inversores. Por lo tanto, el éxito de la oferta o su fracaso en la determinación de precio deseada, de alguna manera, se puede anticipar, ahorrando los recursos de aquellos emisores que prefieran retirar la oferta. Incluso en el mercado principal de Australia, donde el registro de oferta es la tónica, se permite la búsqueda de inversores antes del protocolo del prospecto (es decir, en la práctica el protocolo solo se produce cuando la oferta ya está vendida), reduciendo un poco los costos fijos con el registro, el listado y los gastos relacionados (que no son irrelevantes), en caso de desistimiento.

### **g) ¿Existe algún mecanismo para mitigar las incertidumbres de *floating*, en la perspectiva del emisor?**

**40.** No se han identificado los mecanismos para reducir las incertidumbres de *floating*, como por ejemplo, garantía de colocación (existe garantía de liquidación). Sin embargo, una mayor agilidad en el proceso de la oferta puede reducir las incertidumbres inherentes a este proceso al reducir el tiempo de exposición de la empresa a un cambio en las condiciones de mercado.

**41.** En Australia y Canadá, las ofertas públicas suceden en un período relativamente corto de tiempo, entre 5 a 6 meses, y para las empresas pre-operativa (proyectos), el plazo entre la constitución de la empresa hasta la recepción de recursos financieros puede ser de solo 3 meses.

**42.** Además, una de las principales justificativas de colocación con dispensa de registro en la actualidad es la principal modalidad de acceso al mercado alternativo en Inglaterra es la velocidad de este proceso, proporcionada por la ausencia de registro previo en el órgano regulador y la ausencia de prospecto (incluso con documento de admisión en el AIM parecido a un prospecto).

## Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

**43.** Así, la combinación entre una certeza sobre la demanda de los inversores mencionada en el párrafo anterior y el corto espacio de tiempo para la liquidación de la operación parece estar presente en algunos países.

### **h) ¿Existen dificultades para encontrar *brokers*/distribución?**

**44.** Por las entrevistas, parece que, en situaciones normales de mercado, no hay esta dificultad. En la actualidad, dado el escenario de aversión al riesgo por parte de los inversores, algunos entrevistados dijeron que hay una dificultad mayor en el lado de la demanda.

**45.** Una característica importante es que en algunos de los mercados visitados existen *brokers* que hacen de las PYMES parte de su negocio (ver tema sobre intermediarios).

### **i) ¿Existen incentivos tributarios o de otra naturaleza para que las empresas accedan el mercado?**

**46.** En España existen algunos incentivos regionales que se refieren a los recursos disponibles para las empresas con el objetivo de cubrir los costos involucrados en el proceso de preparación de la oferta. En los demás países no se han encontrado incentivos directos a las empresas a causa de su acceso al mercado.

**47.** En general, los incentivos fiscales en los países visitados están dirigidos a los inversores (minoristas e institucionales) que suscriben acciones emitidas por empresas cotizadas en los mercados alternativos, ya sea directamente o a través de vehículos de inversión específicos (ver tema sobre inversores).

# Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

## SECCIÓN II – INVERSORES

### a) ¿Quiénes son los inversores?

**48.** El Grupo de Trabajo comprobó que la participación de los diferentes tipos de inversores depende en gran medida del tamaño de la oferta:

- Los inversores extranjeros, en los tres países en los que se obtuvo información (Inglaterra, Canadá y Australia), entran, generalmente, en ofertas por encima de un determinado nivel: Inglaterra (US\$80 MM), Canadá (US\$ 50 MM) y Australia (US\$200 a US\$250 MM).
- La presencia de inversores institucionales locales varía de un país a otros. Por ejemplo, en la TSXV (Canadá), hasta en las ofertas pequeñas, su presencia puede alcanzar el 60%. En el caso de Australia, institucionales locales son más relevantes en ofertas por encima de US\$100 MM, aunque, en algunas ofertas de US\$25 MM a US\$30 MM, ya es posible la presencia de institucionales.
- La presencia de personas físicas es siempre importante para ofertas de PYMES en algunos mercados. Por ejemplo, para las ofertas en la KOSPI (ofertas promedio de US\$142 MM) y en la KOSDAQ (ofertas promedio de US\$71 MM), la participación de esta categoría alcanza el 40%; en las ofertas muy pequeñas, típicas en la NC y parte de las ofertas en Australia, básicamente los inversores son personas físicas “comunes” – en el caso específico de Australia, según los entrevistados, son personas de la región que conocen la empresa y los riesgos del negocio *greenfield*; y en Inglaterra, los inversores personas físicas presentes en ofertas menores de la AIM (Inglaterra), son por lo general, grandes fortunas (HNW), o personas físicas que invierten directamente o a través de fondos especializados en PYMES.

### b) ¿Cómo los inversores hacen frente a la reducida liquidez en el secundario?

#### ¿Hay mecanismos de liquidez?

**49.** Dos mecanismos son los más utilizados: reglas de cotización que tratan de buscar una mayor dispersión, por ejemplo, la emisión de un número mínimo de acciones, el número mínimo de accionistas y *free float* mínimo (Canadá, Australia y Shenzhen); y *market maker* obligatorio (mercados alternativos MAB (España) y NC (Polonia)). En Canadá, aunque no es obligatoria la contratación del *market maker*, es una práctica en el mercado alternativo. Sin embargo, incluso con los

## Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

mecanismos implementados, la liquidez de las acciones de PYMES en el mercado secundario es por lo general baja.

**50.** Con raras excepciones, no pudimos conversar directamente con los inversores. Algunos otros entrevistados informaron que, cuando hay dispersión (número de accionistas), siempre hay alguna liquidez. También dijeron que, a pesar de liquidez ser una preocupación, los inversores de PYMES están mucho más interesados en beneficios que en liquidez de corto plazo, ya que saben que esta solo llega con el crecimiento de la empresa. Inversores que estén más preocupados con liquidez inmediata no invierten en estas empresas.

### c) ¿Cómo los inversores hacen frente a los riesgos inherentes a una empresa de pequeño porte?

**51.** La manera de abordar esta cuestión difiere de un mercado a otro, involucrando principalmente aspectos culturales, la regulación o autorregulación y prácticas de mercado.

**52.** En el caso de empresas del sector de minería – *greenfields* (caso de la TSXV y parte de Australia), al parecer los inversores están culturalmente acostumbrados a este tipo de inversión, conocen los riesgos y están familiarizados con el sector. También existe un marco regulatorio específico para el sector, con reglas de *disclosure* y certificaciones de reservas por profesionales del sector debidamente acreditados. A pesar de la alta tasa de fracaso natural de este tipo de iniciativa empresarial, no se informó de quejas en este sentido. Incluso, en Canadá, se comprobó que los prospectos contienen una advertencia bien destacada, ya al principio, a respecto de que la inversión sea altamente especulativa, cuando es *greenfield*.

**53.** En los mercados alternativos del Chinext y KOSDAQ, aparentemente a los emisores y a sus administradores/controladores se imponen algunas normas estrictas que desalientan la ida al mercado por parte de empresas con alta probabilidad de fracaso. Por ejemplo, en el KOSDAQ, el principal accionista de una empresa que tenga su registro cancelado (de oficio) por la bolsa no puede cotizar otras empresas. Ya en el mercado chino, el prospecto de una empresa del Chinext tiene que tener obligatoriamente un *disclaimer* de que este tipo de oferta tiene un mayor riesgo.

## Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

**54.** En los mercados alternativos europeos (AIM, NC y MAB), donde los reguladores no tienen el papel de supervisión y *enforcement* sobre emisores, existe la figura del Asesor (respectivamente, NOMAD, Authorized Adviser y Asesor Registrado). Estos asesores funcionan como una especie de *gatekeeper* y, en teoría, los inversores creen y cuentan con la reputación de estos Asesores.

**55.** El Asesor es, en efecto, quien lleva las empresas al mercado y desempeña un papel de supervisión tras la cotización. Fueron referidos problemas con Asesores en Inglaterra y Polonia: no harían una selección juiciosa con las empresas que llevan al mercado (calidad y potencial de crecimiento) y en las que actúan, posiblemente en función de conflicto de intereses (él es contratado y remunerado por la empresa). La fragilidad del *enforcement* sobre los emisores y las responsabilidades de los Asesores, inherente a este modelo en mercados desregulados, ha sido una cuestión.

**56.** Un mecanismo de mercado se puede observar en Canadá, Polonia, Australia y, en menor medida, en Inglaterra: los intermediarios (o Asesor) se remuneran con opciones, *warrants* o acciones. Hay distintos formatos con respecto al precio de ejercicio y al período para el ejercicio del derecho del *lock-up* (por lo general, al menos 2 años).

**57.** Dicho mecanismo de remuneración tiene por objetivo alinear intereses. Del punto de vista del emisor, estimula el interés del intermediario (o Asesor) en la empresa post-IPO. Desde el punto de vista del inversor, como parte de la remuneración del intermediario está vinculada al desempeño futuro de la empresa, puede ser un indicador de la evaluación de este profesional sobre la calidad/crecimiento de la empresa. Finalmente, del lado del intermediario, existe la posibilidad de apalancar las ganancias. Sobre este último punto, sin embargo, se puede suscitar preocupaciones sobre posible conflicto de intereses por ocasión de la venta de las acciones del intermediario en ofertas posteriores del emisor.

### **d) ¿Cuál es la racionalidad de invertir en acciones de PYMES?**

**58.** La inversión en las PYMES siguen un raciocinio diferente de las inversiones en acciones de grandes empresas. Como se ha visto anteriormente, los inversores con foco en liquidez inmediata no tienen incentivos para invertir en las PYMES, así como los inversores centrados en los dividendos.

## Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

**59.** En general, según los entrevistados, el foco de los inversores en acciones de PYMES es en el rendimiento potencialmente más alto, resultado de un crecimiento más acentuado, a pesar del riesgo.

### e) ¿Existen incentivos tributarios o de otra naturaleza para los inversores?

**60.** En cuatro de los siete países visitados, Inglaterra-AIM, Canadá-TSXV, China-Shenzhen/Chinext; y Corea-KOSDAQ, existen incentivos tributarios para inversores, ya sean personas físicas o jurídicas. Los incentivos tributarios pueden ser:

- la rebaja total o parcial de la inversión en empresas cotizadas de la base de cálculo o del impuesto sobre la renta a pagar por el inversor;
- la exención sobre las ganancias de capital obtenidos a través de la venta de acciones de empresas cotizadas;
- la posibilidad de reinversión en empresas cotizadas del valor referente a la ganancia de capital;
- la exención sobre los dividendos recibidos;
- la exención sobre el impuesto de transferencia de acciones como herencia;
- A veces, existe la condición de una permanencia mínima como inversor de la empresa (*lock-up*).

**61.** En Canadá, las empresas mineras y petroleras pueden transferir sus incentivos fiscales a los accionistas debido a la explotación de los recursos naturales, siempre que coticen en el TSXV (se les llama *flow-through shares*). Los inversores pueden beneficiarse de estos incentivos si se mantienen titulares de las acciones durante un período mínimo de 18 meses.

**62.** En el caso de Inglaterra existen tres mecanismos que promueven incentivos tributarios a los inversores: EIS (Enterprise Investment Scheme), VCT (Venture Capital Trust) y CVS (Corporate Venture Scheme).

# Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

## SECCIÓN III – INTERMEDIAARIOS – EL PUENTE ENTRE LOS EMISORES Y LOS INVERSORES

### a) ¿Quién hace la distribución de la oferta?

**63.** Depende del tamaño de la oferta y de la empresa. En Australia, los *brokers* menores coordinan ofertas más dirigidas a personas físicas (ofertas menores que US\$50 MM), mientras que los *brokers* mayores conducen las ofertas con mayor presencia de institucionales.

**64.** De todos modos, parece que en algunos de los mercados visitados, la captación de recursos por PYMES hace parte de la lista de los servicios prestados por los intermediarios, incluso en el caso de *brokers* mayores, que tienen una red de institucionales locales. Como se mencionó anteriormente, los inversores extranjeros son significativos sólo en grandes ofertas.

### b) ¿Los intermediarios no temen a las empresas que están llevando al mercado? ¿Cuál es su responsabilidad?

**65.** En teoría, los riesgos se refieren a la falta de histórico, al mayor nivel de incertidumbre sobre sus resultados futuros, a la menor formalidad etc. El grado de responsabilidad de los intermediarios varía de país a país, dependiendo de los acuerdos.

**66.** En el TSXV (Canadá) y ASX (Australia), los *brokers* tienen una responsabilidad en nombre de su obligación de realizar *due diligence* sobre los emisores, que certifique la exactitud de las informaciones presentadas. Sin embargo, el riesgo del *broker* se mitiga, en las ofertas de empresas de minería, que dominan esos mercados, incluso en el caso de proyectos de gran incertidumbre, debido al perfil de los inversores. Hay una cultura nacional de inversión en este tipo de empresa y los inversores persona física están familiarizados con el negocio y conocen el riesgo.

**67.** Ya en el NC (Polonia) y en el AIM (Inglaterra), donde las colocaciones se hacen con dispensa de registro, la responsabilidad de llevar a cabo *due diligence* es del Asesor (hay que destacar, sin embargo, que muchas veces el *broker* es el propio Asesor). Esta misma práctica se aplica a Chinext, sin embargo, en este país hay necesidad de registro para colocaciones.

## Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

**68.** En NC (Polonia), como las empresas o son *startups* o son microempresas, básicamente el Asesor tiene muy poco que hacer en términos de *due diligence* (como se mencionó anteriormente, el costo fijo es de un promedio de US\$43 mil en un IPO de US\$1 MM y concomitante cotización en el mercado alternativo). Sin embargo, se espera que él encuentre proyectos que tengan potencial de crecimiento, teniendo en cuenta los objetivos de inversión de sus clientes (inversores). Por lo tanto, el mayor riesgo parece ser de reputación.

**69.** Del mismo modo, también es el riesgo de reputación que más cuenta en el AIM (Inglaterra), a pesar de haber responsabilidad de los NOMADs ante la bolsa por el *due diligence*: de hecho, incluso con la dispensa de registro y de prospecto, el documento de cotización de las empresas del AIM (Inglaterra) es bastante completo, equivaliendo en las informaciones prestadas a un prospecto.

**70.** Sin embargo, aunque la mayoría de los profesionales tenga genuina preocupación en certificarse de la calidad de las empresas de las que son “patrocinadores”, parece que sólo el riesgo de reputación no ha sido suficiente para cohibir las prácticas de ganancias a corto plazo por parte de algunos agentes en el NC (Polonia) y en el AIM (Inglaterra).

**71.** En cuanto a las ofertas con registro con el regulador, en Polonia y Australia, países en los que el tema de la responsabilidad fue más explorado por el Grupo de Trabajo, se comprobó un formato ligeramente diferente en comparación con Brasil. En cierta medida, los intermediarios tienen una responsabilidad limitada, siendo responsabilidad del controlador/administrador la información proporcionada sobre la empresa y sus perspectivas. Incluso hay en Australia un comité de *due diligence*, que normalmente no cuenta con la presencia del *broker*. Este comité de *due diligence* tiene el deber de certificar si todas las partes involucradas (el auditor en relación con las informaciones financieras, el especialista en relación con el negocio, el *broker* en relación con la distribución y cotización) constataron lo que sería razonable comprobar y que las informaciones que esas partes están proporcionando no tiene omisiones relevantes y expresan su comprobación. Obviamente, así como en el AIM (Inglaterra) o en el NC (Polonia), el riesgo de reputación se mantiene.

## Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

### c) ¿Cómo funcionan los canales de los intermediarios, es decir, como llegan a los inversores?

**72.** Aunque el Grupo de Trabajo no consiguió explorar estos temas en los países visitados, excepto Australia, se consideró que valía la pena relatar la dinámica de ese país.

**73.** En Australia, para ofertas de PYMES, el *broker* institucional accede a algunos fondos de inversión – de acuerdo con los entrevistados, hay unos 15 gestores especializados en *small caps* (y muy activos) a quien otros grandes administradores asignan parte de las inversiones. Este hecho fue confirmado por un *multity family office* entrevistado, quien dijo que no tenía restricciones en cuanto a la liquidez, a pesar de que busca el equilibrio – varios fondos en los que invierte tienen *lock-up* de 3 a 4 años.

**74.** En el caso de personas físicas, excluyendo los clientes de relación directa del *broker*, generalmente los *brokers* suelen llegar a las personas físicas a través de un *Financial Adviser* (figura común en Australia). Un tercio de los inversores personas físicas en Australia tiene *Financial Adviser*, que puede ser una persona física o una institución (en casos de ofertas públicas, el *Financial Adviser* recibe remuneración de las dos partes, lo que puede generar alguna duda acerca de esta situación conflictiva de este profesional). Un ejemplo de esta red fue proporcionado por uno de los entrevistados, que tenía 21 IPOs en los últimos 5 años. Este *broker* tiene 60 oficinas en todo el país y una red de relaciones que comprenden a 520 *Financial Advisers*.

### d) ¿Cuál es la racionalidad económica de los intermediarios que actúan en ofertas menores?

**75.** En Australia, Canadá y Corea, existe la percepción de fidelización: aunque el IPO en sí no produzca inmediatamente remuneración significativa, los *brokers* de menudeo o institucional buscan una relación a largo plazo.

**76.** Por ejemplo, el mismo *broker* mencionado en la cuestión anterior dijo que sus 64 analistas hacen una selección juiciosa de PYMES para llevar al mercado, mirando el potencial de crecimiento y, en consecuencia, el potencial de que la empresa pueda captar más recursos en el futuro o que esté adecuada para otros tipos de transacciones. De las 21 PYMES que hicieron IPO, sólo 1 empresa fracasó.

## Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones

---

Así pues, mientras totalizó US\$346 MM en IPOs, en el mismo período de 5 años el *broker* ganó mandatos para captaciones públicas o privadas (de empresas que hicieron IPO anteriormente) por un valor de US\$3,2 mil millones. Esta misma política se observó en otros *brokers* en Australia, de menudeo o institucionales.

**77.** En ofertas muy pequeñas, también existen mecanismos para alinear los intereses que sirven para señalar algo positivo para los inversores, pero también puede aumentar la remuneración en el caso de éxito de la empresa en el mercado: en países como Canadá, Polonia, Australia, y con menor extensión, en Inglaterra, fue identificado el pago de la remuneración de *fees* a través de opciones/*warrants* de compra/suscripción de acciones, que se ejercerán tras determinado período de tiempo (con *lock-up*).