

UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERÍA

Facultad de Ingeniería Económica, Estadística y Ciencias Sociales

SECCIÓN DE POSGRADO



TESIS

PARA OPTAR EL GRADO DE MAESTRO EN:

GERENCIA PÚBLICA

TEMA:

**REGULACIÓN FINANCIERA Y SU INFLUENCIA EN EL FINANCIAMIENTO
DE LAS EMPRESAS PERUANAS MEDIANTE EL MERCADO DE VALORES,
2010 – 2013**

NOMBRE:

MERCEDES DORIS ORÉ RODRÍGUEZ

ASESOR:

MG. VALENTÍN COBEÑAS AQUINO

LIMA – PERÚ 2015

DEDICATORIA:

A mis queridos padres y profesores que me alientan día a día a seguir esforzándome en afrontar los retos del futuro.

AGRADECIMIENTO

A mis profesores y compañeros de trabajo de la SMV que me estimularon y orientaron en analizar y explorar científicamente el desempeño del mercado de valores como instrumento de inclusión financiera.

RESUMEN

Es necesario conocer las principales variables que limitan el uso del mercado de valores entre los empresarios peruanos para ajustar el proceso de inscripción de cada operación de financiamiento ante el órgano estatal de supervisión (la Superintendencia del Mercado de Valores – SMV).

El proceso de inscripción de cada operación de financiamiento de las empresas nacionales en el mercado de valores peruano requiere ser más accesible y ágil para que se amplíe su utilización como fuente de recursos financieros alternativo al crédito bancario, por lo que la regulación de los órganos supervisores, como el MEF y la SMV, deben ajustar las normas con ese fin.

Actualmente, el financiamiento empresarial en el mercado de valores (mediante la venta de bonos y papeles comerciales) representa sólo el 15% del crédito bancario para las empresas, pese a que es una opción financiera con mejores condiciones para obtener recursos a mediano y largo plazo, es decir, con un plazo de devolución mayor a un año y menor a cinco si se trata de mediano plazo y superior a 5 años a largo plazo.

Bajo ese contexto, en los últimos 24 meses, el Gobierno ha incluido entre sus medidas de urgencia para la reactivación de la inversión privada, la Ley de Promoción del Mercado de Valores, a fin de promover que más empresarios recurran a este mercado e impulsen sus proyectos de inversión, ya que a la fecha sólo 74 empresas tienen vigentes financiamientos con bonos, mientras que la banca tiene cerca de 2,850 clientes, -entre corporaciones y grandes empresas-, que serían potenciales partícipes del mercado de valores.

Además, el Gobierno -a través del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) y la SMV- busca estimular que más inversionistas compren bonos empresariales, para lo cual ha flexibilizado algunos de los requisitos establecidos por la gerencia pública para las medianas empresas, con resultados aún muy discretos.

ABSTRACT

We need to know the main variables that limit the use of the stock market between Peruvian entrepreneurs to set the process of registration and approval of each financing transaction with the state supervisory body (the Superintendency of Securities Market - SMV).

Currently, business financing in the market (by selling bonds and commercial paper) represents only 15% of bank credit for businesses, although it is a financial option for better resources in the medium and long term.

Under this context, in the last 24 months, the government has included among its emergency measures for the revival of private investment Promotion Law of the Securities Market, to encourage more entrepreneurs turn to market and promote their investment projects, and to date only 74 companies have existing financing bonds, while the bank has about 2,850 customers , from corporations and large companies - which would be potential participants in the market.

Furthermore, the Government, through the Ministry of Economy and Finance (MEF) and the SMV, seeks to encourage more investors to buy corporate bonds, for which has eased some of the requirements of public management for medium enterprises, with even very modest results.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

INTRODUCCIÓN

CAPÍTULO I. PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

1.1 El problema general y problemas específicos	
1.1.1 Problema general	2
1.2.1 Objetivo general	11
1.2.2 Objetivos específicos	11
1.3 Justificación	13
1.4 Limitaciones	14
1.5 Viabilidad	14

CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO

2.1 Antecedentes de la investigación	15
2.2 Bases teóricas generales	23
2.2.1 El por qué regular	23
2.2.2 Teorías de la regulación	26
2.2.3 Regulación financiera	29
2.3 Bases teóricas especializadas	35
2.3.1 Estructura regulatoria del sistema financiero	36
2.3.2 La intermediación financiera	37
2.3.3 El Mercado de Valores	39
2.3.4 Regulación del Mercado de Valores en el Perú	41
2.3.5 Instrumentos negociados en el mercado de valores	46
2.3.6 Organización del mercado de valores peruano	52
2.3.7 La oferta pública y oferta privada de valores	54
2.3.8 La Oferta Pública Primaria (OPP) en el Perú	56
2.3.9 Registro Público del Mercado de Valores (RPMV)	60
2.3.10 Clasificación de riesgo	68
2.3.11 Prospecto informativo	71
2.3.12 La emisión en el mercado primario de valores	73
2.3.13 Impuesto a las Ganancias de Capital en la BVL	87
2.3.14 Definiciones conceptuales (glosario de términos bursátiles)	88
2.3.15 Otras modalidades de financiamiento empresarial	93
2.3.16 Financiamiento con bonos en América Latina	98
2.4 Hipótesis, variables: definición conceptual, operacionalización, matriz de consistencia	100

CAPÍTULO III. METODOLOGIA	
3.1 Tipo, nivel y diseño de la Investigación	108
3.2 Población y muestra, tamaño muestral y unidad de análisis	108
3.3 Técnicas de recolección de los datos, validez y confiabilidad	109
3.4 Técnicas de análisis e interpretación de datos	110
CAPÍTULO IV. ANÁLISIS Y RESULTADO DE LA INVESTIGACIÓN	
4.1 Contraste de las hipótesis	116
4.2 Discusión de los resultados	118
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	123
Fuentes bibliográficas	132

ÍNDICE DE TABLAS

1. Importancia relativa del saldo en circulación de instrumentos de deuda	10
2. Costo de la emisión de bonos corporativos en el mercado de capitales peruano	21
3. Estimación del impacto de los costos de emisión de bonos corporativos	22
4. Posturas teóricas en cuanto a la regulación	31
5. Características de los valores mobiliarios	51
6. Requisitos para la inscripción de un valor en el Registro Público del Mercado de Valores	65
7. Categorías de riesgo	70
8. Diferencias entre acciones y bonos	86
9. Tasas del Impuesto a las Ganancias de Capital en Bolsa de Valores de Lima	88
10. Segmentos y características de los créditos	94
11. Distribución del crédito por monedas y segmentos	94
12. La tasa activa implícita por segmentos y monedas	95
13. Colocaciones privadas en el exterior	96
14. Emisiones de bonos en el mercado internacional 2012	97
15. Emisiones de bonos en el mercado internacional 2013	97
16. Cantidad de nuevas emisiones de bonos registrados en bolsa	98
17. Matriz de consistencia	106
18. Resumen del modelo de regresión	119
19. Tasas de colocaciones de Ofertas Públicas Primarias por empresa en el 2010	137
20. Tasas de colocaciones de Ofertas Públicas Primarias por empresa en el 2011	142
21. Tasas de colocaciones de Ofertas Públicas Primarias por empresa en el 2012	146
22. Tasas de colocaciones de Ofertas Públicas Primarias por empresa en el 2013	150
23. Tasa de interés anual en moneda nacional y extranjera	144
24. Base de Datos SPSS	156

ÍNDICE DE GRÁFICOS

1. El contexto de las decisiones públicas y la administración pública	7
2. El problema identificado	8
3. Fallas de mercado	24
4. Agentes que intervienen en el sistema financiero	35
5. Entidades que regulan el sistema financiero	36
6. Funciones del mercado de valores	40
7. Papeles negociables en el mercado de valores	47
8. Participantes en las Ofertas Públicas Primarias (OPP)	58
9. Requisitos por tipo de instrumento en las Ofertas Públicas Primarias (OPP)	60
10. Inscripción de las Ofertas Públicas Primarias (OPP)	64
11. Financiamiento a través de la emisión directa Fase I	67
12. Financiamiento a través de la emisión directa Fase II, Paso 1	67
13. Financiamiento a través de la emisión directa Fase II, Paso 2	68
14. Diagrama de variables exógenas y endógenas	102
15. Tipo y nivel de investigación	108

INTRODUCCIÓN

Actualmente, el financiamiento empresarial en el mercado de valores mediante la venta de instrumentos de corto plazo (amortizables hasta en 360 días) y bonos (corporativos a plazos de 1 a 5 años con amortizaciones parciales para financiar inversiones de mediano plazo y, bonos a plazos mayores a 5 con amortizaciones al vencimiento para financiar sus planes de expansión de largo plazo) representan sólo el 15% del crédito bancario para las empresas (que incluye préstamos a corporaciones, grandes y medianas compañías), pese a que es una opción financiera con mejores condiciones para obtener recursos a mediano y largo plazo.

La presente investigación se orienta básicamente a analizar los obstáculos existentes para emitir papeles de deuda (títulos valores) generados por los procesos administrativos establecidos por los organismos públicos, que podrían mejorarse con ajustes técnicos, legales y tributarios que implemente la gerencia pública en el ámbito de las competencias del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS).

En particular, se estima que con menores costos y plazos en la gestión de inscripción y aprobación de las operaciones de financiamiento en el mercado de valores, las empresas encontrarán una alternativa de fondeo más conveniente a sus intereses comparado con los productos de financiamiento empresarial bancario. También se presume que el costo de inscripción de las emisiones en el Registro Público del Mercado de Valores que administra el regulador estatal –SMV- eleva en uno o dos puntos porcentuales el costo total del financiamiento directo con bonos para las empresas. De otra parte, el tiempo que demora el trámite de dicha inscripción, el mismo que en promedio es de 21 días, también desalienta el uso de este mecanismo como alternativa al crédito bancario que se aprueba en menos de 7 días y finalmente el impuesto a las ganancias de capital en la Bolsa de Valores de Lima juega en contra del uso del mercado de valores.

Las hipótesis planteadas en la tesis se probarán mediante el uso de las técnicas estadísticas y matemáticas.

CAPÍTULO I: EL PROBLEMA DE LA INVESTIGACIÓN

1.1 EL PROBLEMA GENERAL Y PROBLEMAS ESPECÍFICOS

Gestión del Estado y su interrelación con el sector privado

En el Perú, el sector privado y el sector público, han emprendido esfuerzos para mejorar el desempeño del Estado y su interrelación con el sector privado llevando a cabo diversas medidas y acciones para apoyar la eficiencia de los procesos claves a cargo de las entidades y organismos del sector público, y con ello mejorar el ambiente de negocios, que es un factor que impacta en el Índice de Competitividad Global del World Economic Forum (WEF).

Desde hace más de dos décadas, se llevan adelante procesos de reforma normativa e institucional para que los procedimientos y la prestación de servicios del Estado sean eficientes y eficaces, con costos razonables. Asimismo, fueron simplificados 2,599 trámites en el 2009.

Sin embargo, aún hay mucho camino por recorrer para disminuir las cargas administrativas, costos, tiempos y requisitos de los trámites que realiza el sector privado; por lo que es urgente ampliar y profundizar los esfuerzos de mejora y simplificación de trámites de la administración pública, en busca de un Estado más eficiente, que facilite la inversión y que simplifique sus procedimientos para contribuir a mejorar la competitividad del país.

Principales aspectos del ambiente de negocios en el Perú

El Ranking Doing Business que elabora la Corporación Financiera Internacional – IFC del Banco Mundial, mide indicadores del clima de negocios en 183 países. El ranking Doing Business del año 2009 posicionó al Perú en el puesto 65. Para el año 2010, el país mejoró 9 posiciones, ocupando el puesto 56. Para el Doing Business (DB) 2012, el Perú presentó 22 reformas y buenas prácticas que impactaron positivamente en el clima de negocios del país,

habiéndose reconocido para esta medición 3 de ellas implementadas en las áreas de Apertura de un Negocio, Protección de Inversores y Pago de Impuestos.

El Índice Competitivo Global mide la competitividad en 133 países a través de indicadores agrupados en 12 pilares. Los indicadores que miden el clima de negocios están distribuidos en los siguientes pilares: Instituciones Públicas, Estabilidad Macroeconómica, Eficiencia del Mercado de Bienes, Eficiencia del Mercado Laboral, Sofisticación del Mercado Financiero, Disposición Tecnológica, Tamaño del Mercado, Sofisticación Comercial e Innovación. El Índice del año 2008-2009 posicionó al Perú en el puesto 83. Para el periodo 2009-2010, el país mejoró 5 posiciones, ocupando el puesto 78.

Los citados indicadores no contemplan, en forma expresa, y específicamente en el caso de nuestro país, el impacto que tienen los procesos transversales que deben ser cumplidos por todas las entidades del Estado en sus transacciones con las empresas del sector privado.

En ese contexto, este trabajo de investigación busca analizar, la estructura y las complejidades de dichos procedimientos transversales, para identificar las mejoras que son posibles de implementar, con la finalidad de lograr una mayor eficiencia de las transacciones entre el sector público y el sector privado.

Plantea simplificar parte de los numerosos requisitos administrativos (“tramitología”) establecidos por la regulación estatal para autorizar las operaciones de financiamiento de las empresas en el mercado de valores peruano, con el propósito de estimular las inversiones en el sector privado y reducir los costos en la economía.

Principales debilidades de la Competitividad del Perú

- Brecha de Infraestructura

La Inversión Pública como porcentaje del PBI se ha incrementado en los últimos años, no obstante es necesario seguir reduciendo la brecha de infraestructura en transporte, salud y educación, electricidad y saneamiento, principalmente.

- Reforma del Mercado de Capitales

Conlleva el diseño e implementación de medidas que contribuyan al desarrollo y profundización del mercado de capitales, entre ellas:

Regulación adecuada de los Fondos de Pensiones.

Fortalecimiento de la liquidez en el mercado de deuda pública.

Fortalecimiento de la capacidad regulatoria y supervisora (SMV).

- Reforma del Mercado Laboral

La economía peruana enfrenta a la informalidad como uno de los factores negativos más importantes para avanzar en competitividad. La reforma de este mercado debiera contemplar:

Acceso progresivo a seguridad social y a un plan de pensiones enfocado en áreas rurales y microempresas.

Flexibilidad para poder enfrentar choques de demanda u oferta.

Incrementar la competitividad de las empresas.

- Reforma Educativa

Desde la aprobación de la Ley de Carrera Pública Magisterial (2007), se han incorporado a esta ley a los maestros regidos por la Ley del Profesorado. Después, se aprobó el Reglamento

de la Ley N° 28740 – Ley del Sistema Nacional de Evaluación, Acreditación y Certificación de la Calidad Educativa. Se ha iniciado el proceso de evaluación de los profesores a nivel nacional, en el marco de la Ley de Carrera Pública Magisterial, sin embargo se requiere priorizar y profundizar las acciones para superar los niveles de comprensión lectora y razonamiento matemático.

- Reforma Agrícola

Fortalecer la implementación de la estrategia que promueva la competitividad y modernización del sector agrícola, basada en seis pilares: i) Infraestructura, ii) Modernización de irrigación, iii) Investigación y Desarrollo, iv) Acceso a Mercados, v) Información, y vi) Capitalización y seguro agrario.

- Otros aspectos que afectan la competitividad del Perú

No debe obviarse otros aspectos que constituyen debilidades del país para avanzar en la competitividad:

- i. Escasa predictibilidad en las gestiones que realizan las empresas.
- ii. Desarrollo de un mercado de salud, con distorsiones.
- iii. Inspecciones de seguridad, sanitarias y ambientales, rígidas y lentas.
- iv. Eficiencia pública, en calidad educativa, contrataciones y adquisiciones.
- v. Falta de una cultura de riesgos y seguros
- vi. Debilidad en el procedimiento de titulación de tierras
- vii. Ineficiencia del gasto por desconexión entre oferta y demandas de bienes y servicios públicos, desarticulación territorial, presupuestaria y control.
- viii. Ausencia de un servicio civil meritocrático que tiene bajos índices de calidad.
- ix. Problemas de coordinación interinstitucional
- x. Vacíos normativos para ejecutar el gasto público y limitada capacidad institucional de ejecución

- xi. Escaso nivel técnico de algunos sectores de la administración pública y la volatilidad de los cuadros directivos y técnicos
- xii. Carencia de una planificación plurianual con objetivos de mediano y largo plazo.

Gráfico No. 1

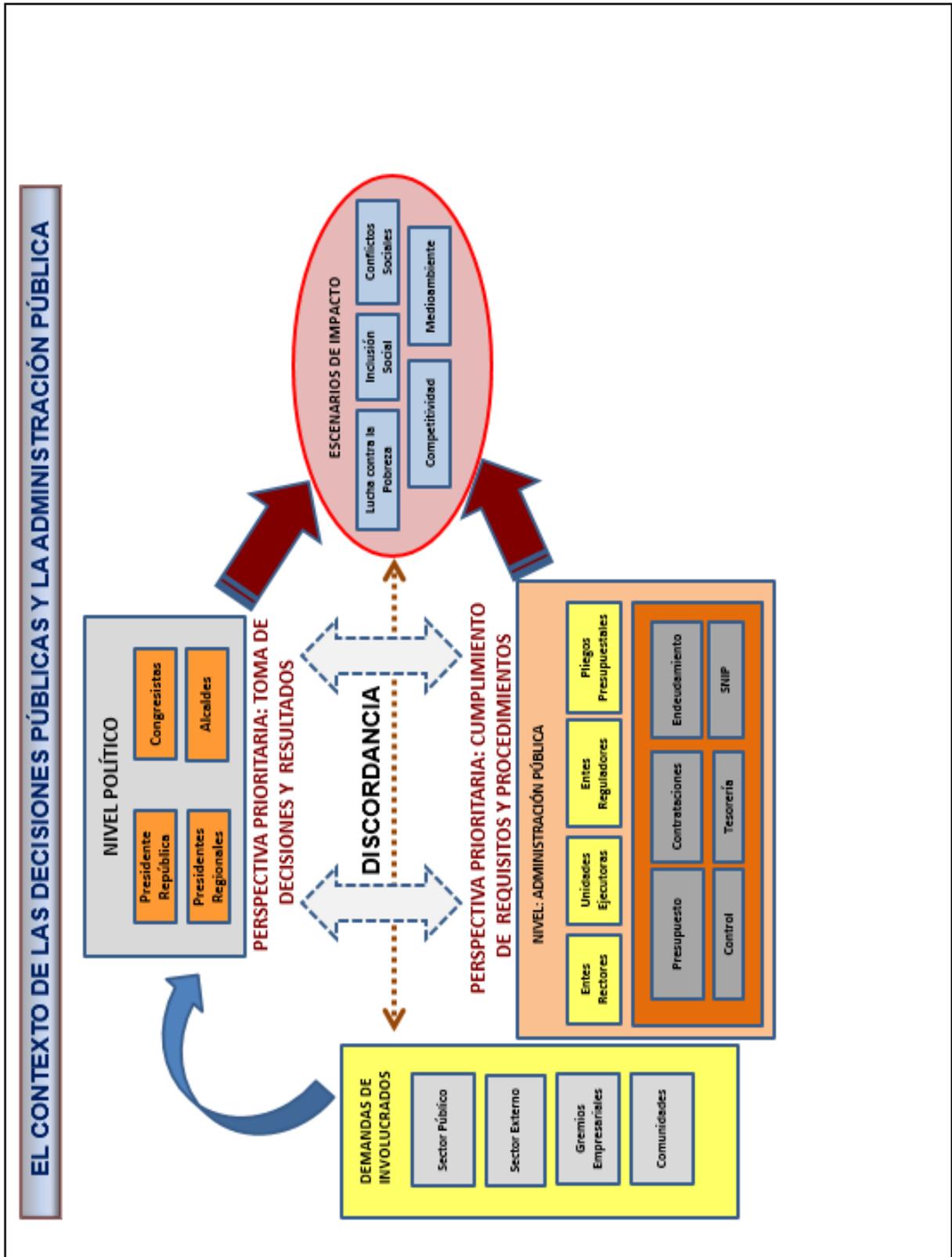
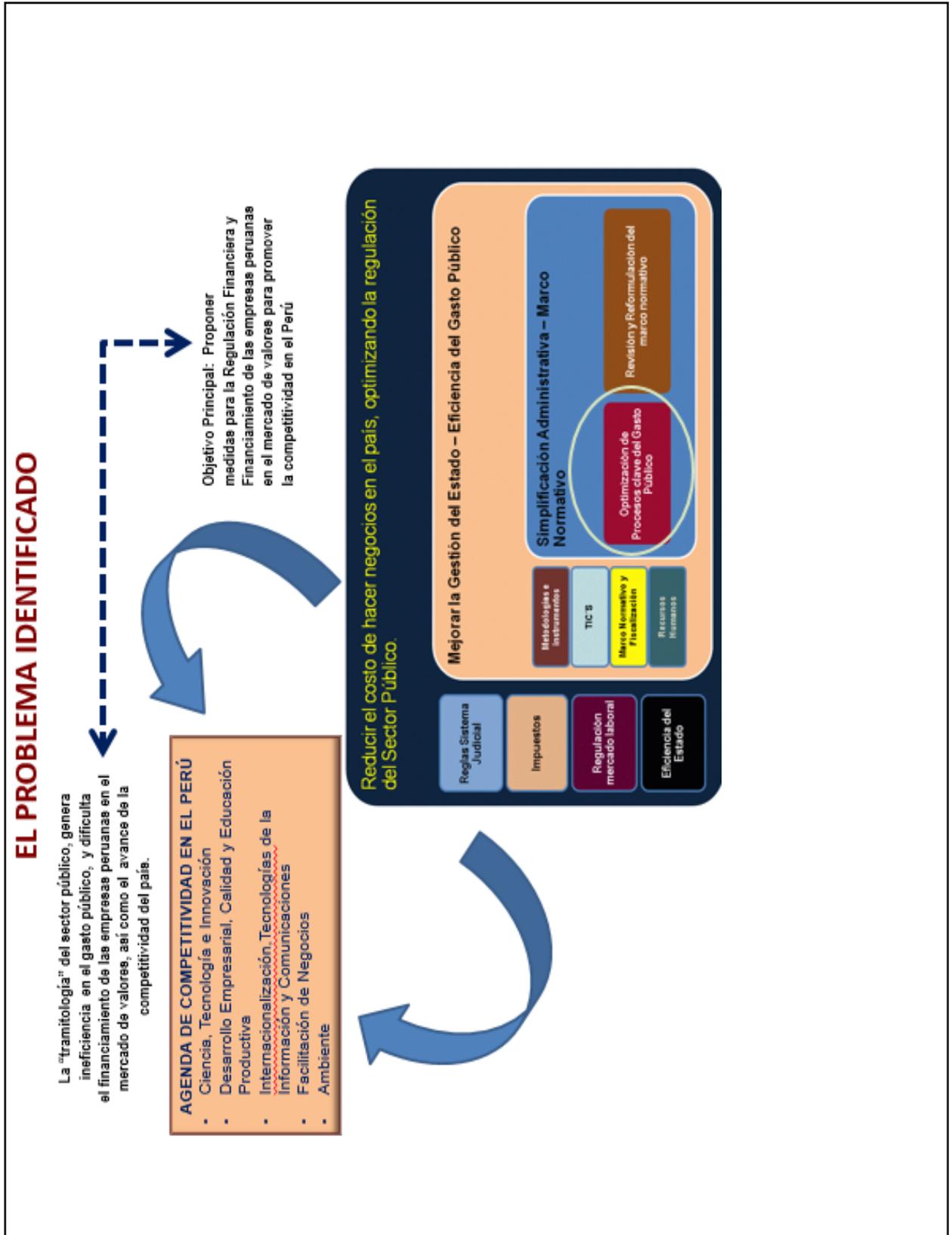


Gráfico No. 2



1.1.2 PROBLEMA ESPECÍFICO

Hay una escasa utilización del mercado de valores como alternativa de financiamiento para las empresas peruanas en parte por los procesos administrativos establecidos por la gestión pública que aplican la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), los mismos que influyen adversamente en su desarrollo y expansión.

Actualmente, el financiamiento empresarial en el mercado de valores mediante la venta de bonos e instrumentos de corto plazo representa sólo el 15% del crédito bancario para empresas, pese a que es una opción financiera con mejores condiciones para obtener recursos a mediano y largo plazo.

La regulación financiera debe servir al cumplimiento de las funciones del Estado (estabilización, asignación y distribución).

. Los objetivos de las acciones públicas no son únicos y específicos sino complejos y múltiples. Por ejemplo quiere ampliar la base tributaria y recaudación aplicando el impuesto a las ganancias de capital en bolsa, desalentando la participación de inversionistas nacionales y extranjeros. Empero, paralelamente, alienta la reforma del mercado de capitales flexibilizando algunas medidas financieras.

. La gestión pública debe orientarse a facilitar el uso de nuevas herramientas de financiamiento a las empresas nacionales de toda envergadura para que puedan obtener los recursos necesarios para su expansión.

La acertada participación de la gestión pública permitiría impulsar la actividad empresarial y por ende el desarrollo nacional.

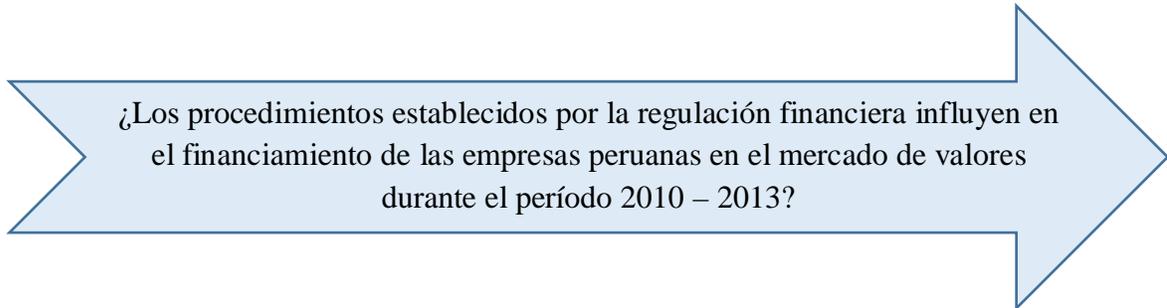
Tabla No. 1

IMPORTANCIA RELATIVA DEL SALDO EN CIRCULACIÓN DE LOS TÍTULOS DE DEUDA CORPORATIVOS (BONOS E INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO)

(Montos expresados en millones de S/.)

AÑO	SALDO EN CIRCULACIÓN 1/ (A)	CRÉDITOS COMERCIALES DE LA BANCA MÚLTIPLE (B)	CRÉDITOS DEL SISTEMA BANCARIO AL SECTOR PRIVADO (C)	PBI (D)	RELACIÓN PORCENTUAL		
					A/B	A/C	A/D
2001	9,536	28,940	45,847	189,206	33.0%	20.8%	5.0%
2002	9,719	29,668	45,886	200,648	32.8%	21.2%	4.8%
2003	11,329	26,624	43,810	213,938	42.6%	25.9%	5.3%
2004	12,407	25,730	43,683	237,902	48.2%	28.4%	5.2%
2005	14,198	30,377	50,799	261,653	46.7%	27.9%	5.4%
2006	14,802	34,440	53,948	302,255	43.0%	27.4%	4.9%
2007	16,055	45,533	70,599	335,730	35.3%	22.7%	4.8%
2008	16,606	61,988	93,547	372,793	26.8%	17.8%	4.5%
2009	17,727	60,265	94,504	381,671	29.4%	18.8%	4.6%
2010	18,325	73,921	107,846	434,612	24.8%	17.0%	4.2%
2011	18,583	84,381	130,464	486,545	22.0%	14.2%	3.8%
2012	18,748	94,206	143,844	526,286	19.9%	13.0%	3.6%
2013	16,253	108,708	171,647	558,056	15.0%	9.5%	2.9%
Fuent: SMV							

1.1.1 PROBLEMA GENERAL



1.1.2 PROBLEMAS ESPECÍFICOS

PRIMER PROBLEMA ESPECÍFICO

¿El costo de la inscripción y el procedimiento para la aprobación de las emisiones de bonos en el RPMV han restringido el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013?

SEGUNDO PROBLEMA ESPECÍFICO

¿El plazo de la inscripción y el procedimiento para la aprobación de las emisiones de bonos en el RPMV impactan negativamente en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013?

TERCER PROBLEMA ESPECÍFICO

¿La aplicación del Impuesto a las Ganancias de Capital en la Bolsa de Valores de Lima afecta al financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013?

1.2 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

1.2.1 OBJETIVO GENERAL

Probar que los procedimientos vigentes sobre la regulación financiera en el Perú restringen el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013.

1.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

PRIMER OBJETIVO ESPECÍFICO

Demostrar que el costo de la inscripción y los procedimientos para la aprobación de las emisiones de bonos en el RPMV incide en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013.

SEGUNDO OBJETIVO ESPECÍFICO

Comprobar que el plazo de la inscripción y los procedimientos para la aprobación de las emisiones de bonos en la RPMV impactan negativamente en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013.

TERCER PROBLEMA ESPECÍFICO

Corroborar que la aplicación del Impuesto a las Ganancias de Capital en la Bolsa de Valores de Lima afecta desfavorablemente al financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013.

1.3 IMPORTANCIA DE LA TESIS

1.3.1 Implicancia Social:

El mercado de valores, conocido como bolsa de valores, tiene por objetivo principal captar parte del ahorro personal y empresarial, no por el simple hecho de hacer especulación, sino para ofrecerlo como financiamiento a las empresas con el objeto de completar sus programas de inversiones, elevar su productividad e impulsar el crecimiento del PBI, el empleo y reducir la brecha de pobreza.

Con el presente estudio se apunta a identificar los procedimientos que constituyen las trabas burocráticas que limitan la captación y desarrollo de este tipo de financiamiento, para luego plantear su aplicación masiva incluyendo a las pequeñas empresas.

1.3.2 Implicancia Teórica:

Esta investigación se basa en los principios conceptuales de las técnicas estadísticas, matemáticas, económicas y financieras; en el tratamiento de las variables asociadas al financiamiento de empresas a través del mercado de valores. Con el análisis de correlación empleado en este trabajo se comprueba que a mayor costo y plazo en que incurren las empresas por las mayores exigencias regulatorias menor es el monto de recursos financieros obtenidos a través del mercado de valores. La regresión efectuada con los datos financieros disponibles del 2010 al 2013, permiten demostrar que las mayores restricciones estatales desincentivan el uso de opciones competitivas al crédito tradicional.

1.3.3 Implicancia práctica:

Demostrar la influencia de los procedimientos administrativos establecidos en el marco de la regulación financiera para el financiamiento de las empresas peruanas y que esta puede ser mejorada aplicando una regulación más flexible que impulse y no restrinja el acceso al

mercado de valores peruano. El MEF y la SMV podrían asumir el análisis de las variables presentadas en esta tesis como un proceso metodológico para evaluar la influencia del marco regulatorio en el financiamiento de las empresas través del mercado de valores, que le serviría para retroalimentar sus políticas de impulso al sistema financiero.

1.3.4 Implicancias metodológicas:

Las hipótesis planteadas en la tesis se probarán mediante el uso de las técnicas estadísticas y matemáticas. Contribuirá a corroborar la relación cuantitativa entre las variables, cubriendo la carencia existente, considerando que otros investigadores han abordado el tema desde la percepción de los agentes económicos mediante test de opinión (encuestas).

1.4 LIMITACIONES DEL ESTUDIO

El estudio se limitará al financiamiento obtenido por las empresas peruanas en el mercado de valores nacional para el período 2010 – 2013, considerando que es a partir del año 2010 en que se aplica el Impuesto a la Renta a las Ganancias de Capital para las operaciones efectuadas en la Bolsa de Valores de Lima.

1.5 VIABILIDAD DEL ESTUDIO

El estudio es viable porque el tema corresponde a la Maestría de Gerencia Pública, existen teorías, fuentes de información donde obtener los datos necesarios y suficientes para desarrollar la tesis. Asimismo, se contará con la asesoría adecuada y el financiamiento se da por descontado.

CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO

2.1 ANTECEDENTES DE LA INVESTIGACIÓN

Gutiérrez (2008) señala que:

El mercado financiero anglosajón (EE.UU. y Reino Unido, principalmente) se caracteriza por una regulación financiera que se sustenta en la jurisprudencia (resoluciones precedentes), mientras que en el resto del mundo prima el derecho romano, situación que introduce un importante sesgo en el momento de evaluar las decisiones financieras, ya que en la primera, la regulación señala expresamente lo que está prohibido, mientras que la otra utiliza un concepto más paternalista, al indicar a los partícipes cómo deben actuar, limitando la autorregulación del mercado. Desde la perspectiva de la administración, en el mundo anglosajón la administración recae en gerentes y directores independientes, en cambio, en los demás mercados se observa que la gestión la realizan gerentes o directores que controlan grandes paquetes accionarios. La concentración de la propiedad ha derivado en la formación de grupos económicos o conglomerados, generalmente con una estructura piramidal y particularmente con un fuerte componente familiar, situación evidenciada en Latinoamérica y Asia. (p. 13)

Por su parte, Mauricio (2008) sostiene que:

El mercado de valores peruano aún es incipiente debido a la poca participación de inversionistas y empresas emisoras con destacadas calificaciones económicas y financieras, y una legislación vigente que exige numerosos trámites y es inflexible en el cumplimiento de los requisitos exigidos para las ofertas públicas primarias de venta de bonos como la obligación de contar con una unidad estructuradora, un agente colocador y dos clasificadoras de riesgo, elevando los costos fijos de emisión de bonos corporativos. (p. 186)

Mientras Rodríguez (2010) indica que:

La globalización de los mercados financieros ha promovido la competitividad y el crecimiento del sector empresarial a nivel mundial. Por tal motivo las empresas se han visto obligadas a diseñar estrategias de financiación para ejecutar proyectos de inversión rentables en un ambiente de gran competencia. De esta manera, las ofertas públicas primarias de bonos corporativos se han convertido en una alternativa de financiamiento complementaria al crédito bancario tradicional. Los recursos que se obtienen a través de las emisiones de bonos corporativos permiten la ejecución de nuevos proyectos de inversión, adquisición de activo fijo, reestructurar deudas o simplemente para capital de trabajo. Sin embargo, la emisión de los bonos corporativos en nuestro país sigue siendo incipiente, entre otras razones, porque actualmente existen diversas limitaciones de carácter regulatorio y estructural que restringen su desarrollo. Aunque las autoridades han realizado importantes esfuerzos en materia normativa por profundizar el mercado de capitales, en el caso específico de las ofertas públicas primarias de bonos corporativos se encuentra pendiente modificaciones legales que permitan un mayor acceso. (p. 312)

Desde otro ángulo, Montero (2012) destaca que:

Según la clasificación de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) existen en el Perú más 3,000 empresas que pertenecen a las categorías de empresa corporativa (ventas anuales mayores a S/. 200 millones) o gran empresa (ventas anuales entre S/. 20 millones y S/. 200 millones); al respecto, los mayores niveles de demanda y ventas de las empresas se traducen en un incremento en sus necesidades de financiamiento, ya sea de recursos de corto plazo para capital de trabajo o de largo plazo para ejecutar proyectos de inversión; entonces una vez que la empresa alcanza cierto tamaño, lo óptimo es que el mercado de capitales se convierta en su principal fuente de financiamiento mediante la emisión de instrumento de deuda tales como bonos corporativos y papeles comerciales o de capital (acciones). El ingreso de una empresa al mercado de capitales es de beneficio para ella toda vez que le permite: Acceder a

financiamiento de largo plazo, reducir sus gastos financieros; diversificar sus fuentes de fondeo, optimizar su estructura deuda/capital y aumentar su poder de negociación frente a otros proveedores de financiamiento como los bancos. Considerando que actualmente existe un universo de empresas locales que cuentan con la escala necesaria para que sea eficiente emitir títulos valores en el mercado de capitales, se espera que dicho número se incremente sustancialmente en los próximos años. Hasta el 2011, de las 300 empresas con mayores niveles de ventas en el Perú, 178 (59.3%) de diversos sectores económicos no son partícipes del mercado de capitales a pesar de que poseen niveles de ventas superiores a los US\$ 100 millones anuales; por lo tanto, su escala de operaciones, nivel de patrimonio y capacidad de generación de flujos de caja corresponden a niveles de apalancamiento (deuda) por encima de los montos mínimos requeridos para realizar una emisión eficiente en el mercado de capitales. (p. 97)

Meneses (2013) considera que:

A pesar del crecimiento económico obtenido por nuestro país durante los últimos veinte años, nuestro mercado de valores es aún pequeño en comparación a otros países latinoamericanos como el chileno y el colombiano. Ello debido a una serie de factores como los altos costos de acceso para que una empresa pueda financiarse, por los trámites y plazos muy prolongados en el tiempo para la aprobación de las inscripciones, empresas con tamaños pequeños para los estándares que el mercado de valores requiere y que no cuentan con políticas de buen gobierno corporativo e información financiera elaborada de acuerdo a Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), desconocimiento de los beneficios del mercado de valores y poca cultura financiera, entre otros temas que desincentivan el ingreso al mercado de valores. En consideración a ello, el desarrollo y posible implementación en nuestra regulación de esquemas como las Ofertas Híbridas podría constituir una alternativa diferente al régimen general de ofertas públicas primarias y a los regímenes especiales, como el regulado mediante el Reglamento de Oferta Pública

Primaria dirigido exclusivamente a Inversionistas Acreditados – ROPPIA, el cual a diferencia de dichos regímenes promoverá el ingreso de nuevas empresas al mercado de valores y de ampliar las opciones de financiamiento a los emisores, constituyéndose en una fuente alternativa al sistema bancario. (p. 5)

Cabe señalar, que nuestra regulación sobre ofertas públicas primarias está centrada primordialmente en la protección del inversionista como un fin en sí mismo sin considerar también, en el mismo nivel de importancia, a la eficiencia y promoción del mercado de valores como objetivos de la regulación. En efecto, en tales ofertas se mantiene presente el rol paternalista del Estado materializado en la revisión y registro de los prospectos informativos, y en la exigencia de revelación de información al mercado llevada a cabo de forma estándar para cualquier tipo de oferta pública, sin considerar la efectiva necesidad de tutela que debería brindar la regulación en su aplicación diferenciada según el tipo de inversionista al que va dirigida una oferta de valores.

Esta problemática afecta directamente al desarrollo y tamaño del mercado primario de instrumentos de deuda de largo y corto plazo, dado que en nuestro mercado se mantienen todavía procedimientos de inscripción muy formalistas, largos y complicados para los emisores.

En el Perú, la aplicación de un esquema general de oferta pública cuyo eje central es el principio de transparencia y el acceso igualitario a la información, que obliga al emisor a revelar información durante la inscripción y posterior a la oferta con una frecuencia periódica y eventual (hechos de importancia e información financiera), resultaría en una regulación excesiva y que se aplica sin considerar la realidad del mercado que va a ser objeto de regulación o de las características diversas que los inversionistas poseen, constituye un factor determinante para que las empresas decidan no financiarse emitiendo valores mobiliarios mediante una oferta pública.

En ese sentido, la regulación estaría generando sobrecostos a nuestro mercado, realidad que es percibida por los participantes de este mercado, quienes deberán cuantificar no solo el

costo financiero de la operación de financiamiento y de ingreso al mercado, sino también dicho sobrecosto, que tiene como origen una exigente regulación que no crea los incentivos correctos o porque la carga de obligaciones al mercado es excesiva imponiendo en consecuencia barreras de entrada al mercado.

Meneses advierte que los emisores y los estructuradores, así como sus asesores, perciben como un sobrecosto el ejercicio de la facultad de supervisión sobre la documentación e información presentada al trámite de inscripción de un valor por parte del emisor, dado que en la práctica se sobreprotege a los inversionistas y se afecta la libertad de contratación de sujetos privados cuando se revisan contratos y se obliga al emisor a modificar cláusulas y documentos suscritos también por el estructurador y el representante de los obligacionistas; estas prácticas constituyen sobrecostos que desincentivan la entrada de potenciales nuevos emisores al mercado. Es por ello que, el rol del Estado debería estar definido clara y objetivamente para generar predictibilidad y certeza a los agentes económicos. (pág. 12)

El BCR (2013) identifica que por el lado de la oferta, se observa que el número de emisores de instrumentos representativos de capital y deuda en el mercado peruano no es suficiente dado el nivel de recursos disponible para la inversión (la demanda). Esta situación se explica, principalmente, por: los elevados costos de entrada, y la falta de información sobre el mercado de capitales.

Entre los factores que asocia a los costos de entrada resaltan los siguientes:

- a. Los costos de emisión, en su mayoría, se establecen dentro de rangos fijos (independientes del monto de la emisión). Los costos de estructuración, colocación, asesoría legal, auditoría y representante del obligacionista fluctúan entre US\$ 100 mil y US\$ 250 mil. Esta estructura de costos, que refleja además las restricciones de la normativa del mercado de valores, hace financieramente inviable que las empresas diseñen programas de emisión por montos menores a los US\$ 5 millones a US\$ 10 millones.

- b. La demanda de montos mínimos de emisión (superiores a US\$ 5 millones, según cálculos de la SMV) y de calidad mínima de instrumentos. Los principales inversionistas institucionales demandan instrumentos de deuda de la mayor calidad crediticia (calificaciones de riesgo locales AA- o superiores), mientras que la mayoría de empresas que potencialmente podrían acceder al mercado de capitales se harían acreedoras a calificaciones de riesgo crediticio inferiores. Ello debido a que los potenciales emisores tienen reducidos volúmenes de operaciones, escaso posicionamiento en el mercado, bajos niveles de gobierno corporativo y falta de ordenamiento financiero.
- c. La falta de información sobre el funcionamiento del mercado de capitales impide que muchas empresas puedan aprovechar oportunidades de financiamiento alternativas a las ofrecidas por el sistema bancario. En particular, hace que el aparente costo de revelar al mercado información financiera y hechos de importancia sobre la empresa no se evalúe en conjunto con los potenciales beneficios que esto proporcionaría a la empresa. En particular, esto estaría sucediendo con empresas familiares de primera o segunda generación.

Con mayor información sobre el mercado de valores los accionistas propietarios y controladores de las empresas irán superando la reticencia a revelar su información financiera y los hechos de importancia de su negocio al mercado. En muchos casos, la negativa de hacer pública su información financiera es la principal razón por la cual las empresas no realizan una Oferta Pública Primaria de valores en el mercado de capitales y prefieren los créditos bancarios, a pesar del menor costo financiero que obtendrían en el mercado de capitales. Para ello es necesario convencer a las empresas de que mejoren su estructura organizativa e implementen prácticas de buen gobierno corporativo.

Es importante que las empresas trasciendan su carácter familiar y/o estructuras cerradas hacia un accionariado más difundido y que superen la reticencia a revelar información relevante al mercado. Los accionistas deben tomar en cuenta que la publicación de información incrementa el valor de su empresa.

Tabla No. 2

Costo de Emisión de Bonos Corporativos en el Mercado Peruano de Capitales (en US\$)					
		Escala 1	Escala 2	Escala 3	Escala 4
Supuestos	Monto emisión	5 000 000	10 000 000	20 000 000	50 000 000
Gastos de preparación de la emisión	Estructuración	50 000	50 000	50 000	50 000
	Gastos legales	25 000	25 000	25 000	25 000
	Auditoría externa	20 000	20 000	20 000	20 000
	Contratación de un representante de obligacionistas	5 000	5 000	5 000	5 000
	Contratación de 2 clasificadoras de riesgo	20 000	20 000	20 000	20 000
	Otros gastos 1/	3 100	3 100	3 100	3 100
Gastos para efectuar la Oferta Pública Primaria	Inscripción Conasev	1 286	1 286	1 286	1 286
	Publicación Resolución en El Peruano	246	246	246	246
	Inscripción BVL: 0,0375%	1 875	3 750	7 500	18 750
	Inscripción Cavali	100	100	100	100
	Gastos de publicación, registrales y de impresión 2/	3 015	3 015	3 015	3 015
	Comisión de colocación: 0,15%	7 500	15 000	30 000	75 000
Gasto anual de mantenimiento de la emisión	Conasev: 0,0035% mensual	2 100	4 200	8 400	21 000
	BVL: 0,002% mensual	1 200	2 400	4 800	12 000
	Cavali: 0,001% mensual (Min. US\$ 100; Máx US\$ 300)	1 200	1 200	2 400	3 600
	Clasificadoras	36 000	36 000	36 000	36 000
	Representante de Obligacionistas: 0,035% anual	1 750	3 500	7 000	17 500
	Auditoría externa	20 000	20 000	20 000	20 000
	Representante bursátil 3/	15 000	15 000	15 000	15 000
Costos totales	Costo total de efectuar la emisión	137 122	146 497	165 247	221 497
	(En % de la emisión)	2,74%	1,46%	0,83%	0,44%
	Gasto anual de mantenimiento de la emisión	77 250	82 300	93 600	125 100
	(En % de la emisión)	1,55%	0,82%	0,47%	0,25%

1/ Gastos registrales, costo del certificado para el sistema MNet, gastos de impresión del Prospecto Marco y de preparación de información.

2/ Gastos de publicación de la OPP en El Peruano y en uno de los diarios de mayor circulación, gasto de registro del Contrato de Emisión Complementario y de impresión del Prospecto Marco Complementario.

3/ Costo del personal asignado para el cumplimiento de los requerimientos de información.

Fuente: BCR Nota de Estudio 21 – 2013 en base a información de la SMV, BVL y Cavali.

Se observa que los costos de emisión como porcentaje del monto total emitido disminuyen a medida que aumenta la escala de la emisión, debido al alto componente de los costos fijos. Así, para una escala de US\$ 5 millones los costos de emisión representan el 2.74% del monto emitido mientras que para una escala de US\$ 50 millones, los costos de emisión representarían sólo el 0.44%. De igual forma, el tamaño de la emisión influye en el gasto anual de mantenimiento, como porcentaje del monto emitido. Para una emisión de US\$ 5 millones, el gasto anual de mantenimiento equivale al 1.55% mientras que para US\$ 50 millones equivale al 0.25%.

Utilizando la metodología de la Tasa Interna de Retorno, se calcula la tasa de costo efectivo anual para cada escala de emisión. La tasa de costo efectivo anual incluye la tasa de interés de la emisión (7% anual por ejemplo), los costos incurridos para efectuar la emisión y los gastos anuales de mantenimiento. Se aprecia un menor impacto en el costo efectivo del financiamiento conforme se incrementa la escala de la emisión. Para una emisión de US\$ 5 millones los costos de emisión elevan el costo efectivo del financiamiento en 225 puntos básicos mientras que para una escala de emisión de US\$ 50 millones, el costo efectivo de financiamiento aumenta en 36 puntos básicos.

Tabla No. 3

Estimación del impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva anual de financiamiento de una emisión de bonos corporativos		
Escala de la emisión	Tasa de interés 1/	Costo efectivo 2/
US\$ 5 MM	7,00%	9,25%
US\$ 10 MM	7,00%	8,19%
US\$ 20 MM	7,00%	7,67%
US\$ 50 MM	7,00%	7,36%

1/ Tasa de interés cupón. Se asume que los bonos son colocados a la par.
2/ Tasa de costo efectivo anual de la emisión.

Fuente: BCR Nota de Estudio 21 – 2013 en base a información de la SMV, BVL y Cavali.

2.2. BASES TEÓRICAS GENERALES

2.2.1 EL POR QUÉ REGULAR

¿Por qué regular?

Carbajal, L., Dammert, A. & Molinelli, F., (2013) manifiestan que:

Un mercado perfectamente competitivo es una situación ideal, la cual no requiere intervención de ningún tipo, ya que de variar la oferta o la demanda de bienes y servicios, alcanzará un nuevo equilibrio eficiente a través de su propio funcionamiento. Dichos mercados perfectamente competitivos se sustentan en una serie de supuestos bastante restrictivos. Cuando alguno de ellos deja de cumplirse se presentan las denominadas fallas de mercado. En tales situaciones, el mercado por sí mismo no puede asignar correctamente los recursos, justificándose la intervención estatal. (p. 41)

Stiglitz (2000, 92) afirma que los mercados por sí solos fallan de forma evidente para encontrar el equilibrio eficiente, y fallan con mucha frecuencia, lo que constituye un argumento a favor de la intervención del Estado. Identifica seis causas relevantes para ello:

1. **Falla de la competencia:** Se asocia con los mercados de competencia imperfecta como son el monopolio, el oligopolio, la competencia monopolística y el monopolio natural.
2. **Externalidades:** Las externalidades son actividades que afectan a terceros, positiva o negativamente, sin que estos (beneficiados o afectados) paguen o sean pagados por dichas actividades, respectivamente. Suceden cuando la producción o el consumo de un bien afecta directamente a los consumidores o las empresas que no participan en su compra ni en su venta y cuando esos efectos no se reflejan totalmente en los precios de mercado.

3. Problemas de información: La información sobre la calidad y las características de los bienes y servicios intercambiados en un mercado es incompleta y asimétrica cuando no está distribuida igual entre los productores y consumidores, entonces una de las partes, sea comprador o vendedor, tiene mejor o mayor información que la otra parte sobre una transacción.
4. Bienes públicos: Un bien público es un bien o servicio que se puede consumir de forma simultánea por todos y del que no se puede excluir a nadie. Son el ejemplo extremo de una externalidad positiva. Benefician de una manera indivisible a toda una sociedad. La falla del mercado suele manifestarse en que se ofrece una cantidad insuficiente de dicho bien.
5. Mercados incompletos: Surgen cuando los mercados privados no suministran un bien o un servicio, aun cuando el costo de suministrarlo sea inferior a lo que los consumidores están dispuestos a pagar, por lo que hay una falla de mercado.
6. Desempleo e inflación: Los mercados no son capaces de generar pleno empleo. Las presiones al alza del nivel general de precios, generan inflación.

Gráfico No. 3



Según Pigou (1912):

La regulación estatal se justifica ante la presencia de fallas de mercado que surgen por la presencia de externalidades que se dan siempre que una persona o empresa emprende una acción que produce un efecto en otra persona o empresa, por el que esta última no paga ni es pagada; lo que implica en dicho caso, que existan diferencias entre los beneficios y costos privados con los beneficios y costos sociales, para los agentes que participan en el mercado. Esos beneficios y costos adicionales que no son tomados en cuenta por los agentes privados, se denominan externos debido a que los agentes no lo consideran al tomar sus decisiones de producción o consumo, causando daños o beneficios a otra parte, a la cual no se le compensa o cobra, respectivamente. Si las externalidades representan beneficios externos sin pagar a cambio una retribución, se denominan externalidades positivas. Por el contrario, si generan costos externos sin ofrecer ninguna compensación o indemnización, se denominan externalidades negativas. Cualquiera de ellas se puede presentar tanto en el consumo como en la producción.

Stiglitz, Joseph (2010, 15) Si no existe un mercado perfectamente competitivo ideal, cierta intervención del gobierno puede aumentar la eficiencia o la equidad social. Algunos de los principales elementos de esa intervención hoy son bien aceptados: leyes antimonopolio, para evitar la creación de poder de monopolio o su abuso; legislación de protección del consumidor, diseñada para enfrentar posibles problemas de explotación debidos a asimetrías de información; y regulaciones para asegurar la seguridad y la solidez del sistema bancario, que se hacen necesarias debido a las externalidades sistémicas (efectos de desbordamiento de transacciones económicas que afectan a muchas personas que no intervienen en las transacciones) que pueden surgir cuando una institución “sistémicamente” importante quiebra o se permite que quiebre.

De acuerdo a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) (1997):

Las regulaciones son producto de un amplio sistema de análisis y de supervisión el cual incluye los procesos e instituciones a través de los cuales las regulaciones son desarrolladas, promulgadas y llevadas a cabo. Las regulaciones incorporan un amplio rango de instrumentos legales y decisiones -constituciones, leyes parlamentarias, legislaciones subordinadas, decretos, órdenes, licencias, códigos y aún los instrumentos informales- mediante los cuales los gobiernos establecen condiciones en la conducta de los ciudadanos, las empresas y el gobierno mismo. Los sistemas regulatorios no solo comprenden las reglas nacionales, sino también las reglas desarrolladas por niveles subnacionales de gobierno, además de la reglas desarrolladas en los procesos internacionales. (p. 196)

2.2.2 TEORIAS SOBRE LA REGULACIÓN DEL ESTADO

Samuelson & Nordhaus (2010) analiza la intervención del Estado en la actividad económica recordando que desde los tiempos medievales, las aristocracias y los gremios dirigían gran parte de la actividad económica de Europa y Asia. Empero, desde hace dos siglos los gobiernos comenzaron a ejercer menos poder sobre los precios y los métodos de producción, ya que el feudalismo poco a poco le abrió paso al mecanismo de mercado o “capitalismo competitivo”. Así en la mayor parte de Europa y América del Norte, el siglo XIX se convirtió en la era de la doctrina “laissez-faire” de Adam Smith que significa “dejar hacer”, teoría que sostiene que el Estado debe intervenir lo menos posible en los asuntos económicos y dejar que las decisiones económicas surjan de la iniciativa de los compradores y vendedores privados.

Smith (1776) señalaba que las virtudes de los mecanismos de mercado se aprovechan plenamente sólo cuando están presentes los pesos y contrapesos de la economía de la competencia perfecta, lo que implica que no existe empresa o consumidor lo suficientemente grande para afectar el precio de mercado. Enfatizaba que el interés propio es el que dirige todos los aspectos del comportamiento y la actividad humana; esto es, según sus ideas, lo que

hace que se impulse la división del trabajo y la acumulación de capital, originando a su vez, un incremento en la productividad. Empleó como metáfora el uso de una ‘mano invisible’ que regulaba todo el mercado de bienes y servicios, por lo que la intervención del gobierno en la economía debía limitarse a sólo ciertos puntos clave, como en defensa interior y exterior de un país.

Sin embargo, desde hace un siglo, debido a los muchos excesos del capitalismo (que genera monopolios, productos peligrosos y pobreza) la mayoría de países industrializados comenzaron a abandonar el “laissez-faire” descontrolado, tal como lo reconocen Samuelson y Nordhaus.

La grave crisis que atravesó el capitalismo desde fines de la década de 1920 y durante la de 1930 generó un ambiente intelectual fuertemente contrario a las políticas de “laissez faire”. Por tanto, con el objetivo de asegurar el pleno empleo y reducir las fluctuaciones económicas se puso en el centro de las agendas de la política pública, la teoría keynesiana la que presentó el fundamento conceptual de una activa política macroeconómica (Rivera 2004).

Keynes (1936) a través de su obra “La teoría general del empleo, el interés y el dinero” buscó controlar los peores excesos del ciclo económico con el uso cuidadoso de las políticas fiscales y monetarias, así los gobiernos pueden influir en la producción del país, el empleo y la inflación. Las políticas fiscales del Estado le permiten aplicar impuestos y efectuar gastos, mientras que con la política monetaria regula la oferta de dinero y las tasas de interés. Con ambas herramientas inciden en el gasto total, la tasa de crecimiento económico, los niveles de empleo y desempleo, el nivel de precios y los intereses.

El papel del Estado se amplió constantemente a medida que regulaba monopolios, imponía impuestos al ingreso y comenzaba a proporcionar seguridad social, dando paso al nuevo sistema o teoría del estado del bienestar. Arthur Pigou (1912), pionero de la teoría del bienestar, consideraba que la fijación de impuestos y subsidios permitía neutralizar las externalidades negativas y positivas que se dan en la actividad económica, respectivamente.

Definía una externalidad como el efecto de una acción de una persona o empresa en otra persona o empresa por el que esta última no paga ni es pagada, lo que implica que hay diferencias entre los beneficios y costos privados con los beneficios y costos sociales, para los agentes que participan en el mercado.

Los críticos de la teoría del bienestar, como Ronald H. Coase, Kenneth E. Boulding y Herman Daly, afirmaron que el Estado se entromete demasiado, llegando a crear monopolios, y generando fallas tan dañinas como las del mercado. Sostuvieron que los impuestos elevados distorsionan la asignación de recursos y, la seguridad social amenaza con sobrecargar a los trabajadores en las décadas futuras. Para ellos el Estado es el problema y no la solución.

Kahn en su libro *The Economics of Regulation: Principles and Institutions* (1993) señala que “la esencia de la regulación es el reemplazo explícito de la competencia por las órdenes gubernamentales como el mecanismo principal que asegura un buen desempeño”. Kahn define la regulación de las empresas de utilidad pública por la acción de los reguladores señalando “la prescripción gubernamental directa de los principales aspectos de su estructura y desempeño económico [...] control de la entrada, fijación de precios, prescripción de la calidad y condiciones de servicio y la imposición de la obligación de servicio en condiciones razonables”.

El objetivo de tales regulaciones era, explícitamente, mejorar la eficiencia en la asignación de los recursos, dadas las significativas economías de escala y la eficiencia productiva en el contexto de la ausencia de presiones competitivas y prevenir la “competencia excesiva”, que llevaba a menudo a guerras de precios, y asegurar el acceso universal a los subsidios (Spulber, 1989).

La crítica de Spulber, en cuanto a que la visión de Kahn dejaba fuera la existencia de instituciones gubernamentales que entregan el contexto para el mercado competitivo, no deja de llamar la atención, pues el convencimiento generalizado en el “establishment” de la época era que las fallas de mercado hacían necesario sustituir el mecanismo de mercado por la

regulación para mejorar la asignación de los recursos y la eficiencia productiva. Su propuesta de política fundamental fue la de regulación por tasa de retorno. Esta modalidad regulatoria consiste básicamente en fijar precios que garanticen a la empresa ingresos suficientes para cubrir los costos de operación observados y la depreciación, y además obtener un retorno sobre sus inversiones.

A fines del siglo XX, la tendencia volvió a cambiar a medida que los gobiernos comenzaron a desregular, es decir, a reducir el control del Estado sobre la economía, siendo los casos más notorios los de Rusia y China. Milton Friedman (1962) en su obra clásica, “Capitalismo y Libertad”, explica por qué un pensador racional podría defender el libre comercio internacional y fomentar la desregulación, rechazando el establecimiento del salario mínimo, la concesión de licencias; etc.

Hoy en día, ningún Estado del mundo, mantiene alejadas sus manos de la economía. Según Samuelson, una sociedad eficiente y humana requiere las dos mitades del sistema mixto: el mercado y el Estado. El funcionamiento de una economía moderna sin ambos es como intentar aplaudir con una sola mano. (p. 40).

Las propensiones de la regulación constituyen las razones principales para su abandono. Se trata de propensiones al micro manejo de los procesos, a prescribir los resultados que, se anticipa, el Todopoderoso habría producido si Él o Ella dispusieran de conocimiento completo, a obstaculizar el proceso competitivo para producir competidores visibles; y, de forma oportunista, a producir reducciones de precios visibles.

2.2.3 REGULACIÓN FINANCIERA

El propósito fundamental de la regulación financiera es promover la efectiva y eficiente acumulación de capital y asignación de recursos, mientras se mantiene la seguridad y solidez de las instituciones financieras que administran recursos del público. Las autoridades que

supervisan las instituciones financieras logran estos objetivos mediante la imposición de diferentes restricciones a la exposición a riesgos, las prácticas contables y de presentación de informes, y las operaciones de las instituciones financieras. Ello garantiza que ocurran pocas bancarrotas o defaults y que los efectos económicos sistémicos de las mismas sean limitados. Visto desde otra perspectiva, el propósito de la regulación financiera es lograr un equilibrio entre los intereses del accionista y los del depositante o del inversionista frente al emisor de títulos de deuda.

Freixas (1990) sostiene que:

Los avances recientes de la teoría económica hacen que sea hoy posible examinar de forma rigurosa la justificación teórica de la regulación de los mercados, en general, y en particular su aplicación a los mercados financieros. En ese plano, la regulación de los mercados de valores ha adquirido una nueva y mayor importancia al aumentar el volumen de operaciones, al incorporarse al mercado una gama más amplia de participantes y al hacerse cada vez más internacional el negocio de valores. Estos mercados ya no son simplemente un conducto para canalizar los fondos desde los inversionistas (superavitarios) hasta los emisores de valores (deficitarios), se han convertido en el núcleo central de la gestión de tesorería en muchos países. La característica específica del mercado de valores reside en el hecho de que combina importantes asimetrías de información con aspectos próximos a los de la actividad bancaria. Por ello, el enfoque que a menudo se propone de la regulación en el mercado de valores, es la de la protección del consumidor, es decir, de los inversionistas.

Sifontes (2003) define a la actividad de regulación como:

Una limitación impuesta por el sector público para restringir las elecciones de los agentes económicos. En este sentido la intervención del sector público se da principalmente por la existencia de fallas de mercado, aceptando así la imposibilidad de lograr soluciones de primer óptimo. De esta manera el sector público actúa para reducir las distorsiones del mercado que afectan negativamente a las personas.

En el siguiente cuadro se resumen los principales enfoques teóricos referentes a la regulación.

Tabla No. 4

Posturas teóricas en cuanto a la regulación					
	Teoría Tradicional de la regulación	Teoría Económica de la regulación	Economía institucional	Regulación y promoción de la competencia	Desregulación
Proposiciones básicas	Fallas de mercados: • Monopolios naturales • Externalidades Supuesto de gobierno benevolente	Fallas de gobierno: • Captura del estado • Políticos y burócratas con agenda propia • Los costos de la regulación. Teoría de los mercados contestables. Competencia por el monopolio	Fallas de gobierno: • Captura del estado • Políticos y burócratas con agenda propia • Los costos de la regulación.	Fallas de mercado: • Poder de mercado	Fallas del gobierno (mantiene visión básica de la Escuela de Chicago). Contestabilidad de los mercados. Crítica de la "managed competition"
	Teoría Tradicional de la regulación	Teoría Económica de la regulación	Economía institucional	Regulación y promoción de la competencia	Desregulación
Concepto de regulación	La esencia de la regulación es el reemplazo explícito de la competencia por las órdenes gubernamentales como el mecanismo principal que asegura un buen desempeño. La prescripción gubernamental directa de los principales aspectos de su estructura y desempeño económico, control de la entrada, fijación de precios, prescripción de la calidad y condiciones de servicio y la imposición de la obligación de servicio en condiciones razonables.	La regulación es el uso que hace la industria en su propio beneficio del poder de coerción del estado	Forma muy incompleta de contratación de largo plazo en la que se asegura: i) al regulado una tasa de rendimiento justa en general, a cambio de la cual, ii) se introducen ciertas adaptaciones a las circunstancias cambiantes sin el costoso regateo que acompaña a tales cambios cuando las partes del contrato disfrutan de una autonomía mayor	Mecanismo de incentivos donde el gobierno es el principal y la empresa regulada, el agente. La regulación por incentivos (incentive regulation) se define como la implementación de reglas que animan a la empresa regulada a alcanzar los objetivos deseados por el regulador, entregando ciertos grados de discreción a la firma	Las propensiones de la regulación constituyen las razones principales para su abandono. Se trata de propensiones al micromanaje de los procesos, a prescribir los resultados que, se anticipa.
Principales autores	Marshall Pigou Arrow Samuelson	Stigler Posner Baumol Demsetz Becker Peltzman	Coase Williamson Levy Spiller	Laffont Tirole Armstrong Prats Sappington Banco Mundial	Kahn Sidak
Propuestas de política	Regulación por tasa de retorno	Liberar a la economía de la intervención estatal. Eliminación de barreras de entrada. Desregulación	Las estructuras de gobernanza deben adecuarse a la dotación institucional	Mejorar la calidad de las políticas públicas. Política pública como constructora de la competencia.	Desregulación como camino a los mercados competitivos

Fuente: Rivera, 2004: 312-313.

Según Jansson, Rosales y Westley (2003):

La mayoría de países de América Latina ha emprendido reformas financieras significativas a lo largo de la última década. Dichas reformas abarcan muchas áreas, entre éstas, la adopción de nuevas leyes bancarias y de mercados de capitales, la eliminación de controles de las tasas de interés y de los programas de préstamos subsidiados, la liquidación de bancos públicos ineficientes y la creciente autonomía del banco central. Aunque estas reformas de hecho han aumentado la competencia y han mejorado la asignación de recursos en los mercados financieros, aún resta abordar satisfactoriamente muchos aspectos de regulación y supervisión.

Agostini y Budnevich (2009), explicando la experiencia chilena ponen de relieve que:

Es necesario reducir las potenciales distorsiones que introducen los impuestos en el mercado de valores y que harían más eficiente su funcionamiento, para ello usar el teorema de Diamond-Mirrless que demuestra que deben colocarse impuestos sólo a bienes y servicios finales.

Pineda (2012) sugiere que:

Las medianas empresas realicen su ingreso al mercado de valores, iniciándose con la emisión de Instrumentos de Corto Plazo (ICP), que es un tipo de endeudamiento de corto plazo (vigencia de hasta de un año) a fin de que los inversionistas vayan tomando confianza en las nuevas empresas emisoras de estos títulos de deuda. Reconoce que aunque, a la fecha, existen medianas empresas financiándose por esta modalidad, aún no hay muchos inversionistas interesados en adquirir los valores que emiten dichas compañías echando por tierra el tiempo e inversión realizada por estas.

Cabieses, Robert Shiller, Premio Nobel de Economía 2013, cree que:

La gente se comporta irracionalmente, que los mercados no son eficientes en términos informativos y que es labor del Estado regular los mercados para que el comportamiento irracional de las personas no nos conduzca a desastres como la reciente crisis financiera.

Por su parte, Eugene Fama, también Premio Nobel de Economía 2013 y representante de la Escuela de Chicago, considera que la crisis financiera confirma su teoría que el mercado actúa eficientemente en términos de información. Los resultados del mercado son el fruto de un proceso y lo que el Gobierno haga por modificar ese proceso alterará el resultado haciéndolo ineficiente. Las burbujas, cuya existencia niega, no son más que el resultado del proceso de mercado y si el Estado no actuase otros agentes tomarían las “posiciones de los perdedores” al precio que el proceso de mercado fije. Todo es parte del ciclo económico, según Fama.

Existe pues de una dicotomía entre quienes creen en la racionalidad de las personas y quienes sostienen que el comportamiento de los individuos en el mercado es irracional y sobre esa base pretenden justificar la intervención del Estado.

Alonso sostiene que:

Jean Tirole, quien recibió el premio Nobel de Economía 2014, es de los que piensan que es posible diseñar una regulación a la medida de cada tipo de actividad para combatir el poder de mercado (monopolio y oligopolio) y alcanzar objetivos de política pública que están perfectamente bien definidos en la pizarra, pero no tanto en la realidad. En nuestra opinión, el punto de partida de toda esta línea de investigación es erróneo. Hay menos poder de mercado en este mundo del que suponen economistas como Tirole.

No se puede negar que las empresas tratan de defender su mercado, de diferenciarse para limitar el número y la efectividad de sus competidores. Pero esos esfuerzos se enfrentan constantemente a los de otras empresas que están en el mismo afán. Las ventajas son efímeras, a menos que estén sustentadas en beneficios cada vez mayores para el consumidor. La cuestión no es cómo regular mejor para controlar el poder de mercado, sino cómo regular menos para que nuevas empresas, nuevas tecnologías y nuevos modelos de negocio desafíen a los existentes.

En ese sentido, la Bolsa de Valores de Lima (2014) demanda al gobierno una urgente acción para reconsiderar la vigencia del Impuesto a la Renta a las ganancias de capital en la BVL.

Por su parte, el Glosario de términos de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) define que la regulación financiera es una forma de normativa o supervisión que somete a las instituciones financieras a determinados requisitos, restricciones y directrices, con el objetivo de mantener la integridad del sistema financiero. Esto puede ser regulado tanto por una institución pública o por una no gubernamental.

Precisa que la regulación macroprudencial es un método de análisis económico que evalúa la solidez y la vulnerabilidad de un sistema financiero, centrándose en las instituciones financieras que son las que pueden tener riesgo sistémico. Con este objetivo, se realizan pruebas de tensión y análisis de escenarios para ayudar a determinar la sensibilidad del sistema a las perturbaciones económicas.

Los objetivos específicos de los reguladores financieros son generalmente:

- . Hacer cumplir las normas aplicables
- . Procesar los casos de faltas de conducta de mercado, tales como el uso de información privilegiada.
- . La licencia de los proveedores de servicios financieros.
- . Proteger a los clientes, e investigar las denuncias.
- . Mantener la confianza en el sistema financiero.

El actual modelo de supervisión financiera peruano supone que el Banco Central de Reserva (BCR) tiene como finalidad preservar la estabilidad monetaria; la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) controla y supervisa a las empresas que conforman los sistemas financiero, de seguros y de administradoras de fondos de pensiones; y la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) -denominada hasta julio del 2011 Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV)- se encarga de vigilar y promover el mercado de valores, vela por el adecuado manejo de las empresas y norma la contabilidad de las mismas.

2.3. BASES TEÓRICAS ESPECÍFICAS

Teniendo en consideración que el Marco Teórico es el conjunto de conceptos, definiciones, teorías, escuelas y opiniones que, organizados sistemáticamente en temas, constituyen el sustento de la investigación, a continuación se enumeran los asuntos que fundamentan la investigación según el glosario del BCRP.

Mercado Financiero.- Es el mecanismo o lugar a través del cual se interrelacionan agentes deficitarios y superavitarios, ofertantes y demandantes de activos financieros, dentro de un marco institucional constituido por reglas formales (leyes) e informales (costumbres); la interacción de la oferta y la demanda determinan los precios de los activos financieros.

El sistema financiero será el marco, dentro del cual los diversos agentes económicos superavitarios y deficitarios buscarán los instrumentos financieros que requieran.

Gráfico No. 4



Mercado de capitales, donde se realizan operaciones a mediano y largo plazo; a su vez este mercado se subdivide en:

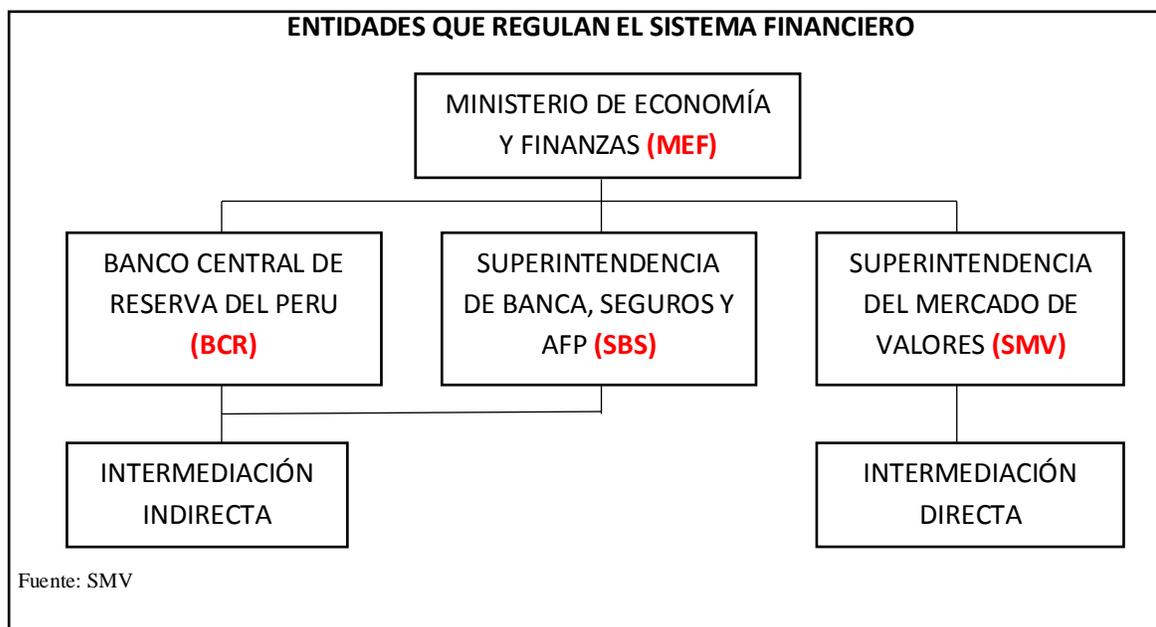
Mercado de valores.- No existe uniformidad en la doctrina respecto de la definición de mercado de valores. Sin embargo, la opinión mayoritaria inscribe al mercado de valores dentro del concepto, más amplio y genérico, de mercado de capitales, entendido como aquel

en que se efectúa toda clase de inversiones o transacciones relativas a capitales o activos financieros, cualquiera sea su naturaleza, características o condiciones.

Activos financieros.- Llamados también instrumentos financieros, son valores emitidos u ofrecidos por agentes económicos deficitarios (emisores) a los agentes superavitarios (inversores) y que se caracterizan por incorporar derechos sobre activos reales. Los activos financieros son los bonos, las acciones, entre otros.

2.3.1 ESTRUCTURA REGULATORIA DEL SISTEMA FINANCIERO

Gráfico No. 5



La Constitución Política del Perú de 1993, en su Capítulo V, artículo 84° señala que el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es persona jurídica de derecho público y que tiene autonomía en el marco de su Ley Orgánica. En este mismo artículo se establece que la finalidad esencial, del BCR es preservar la estabilidad monetaria.

La Ley Orgánica del BCR en sus artículos 1º, 2º y 3º reafirman esa autonomía y la sola sujeción a su ley. Se establece también la plena autonomía presupuestal del BCR, lo que es otro de los aspectos positivos. Queda pues, en el marco legal, determinada la autonomía de la que debe gozar el BCRP. Sus funciones son: emitir billetes y monedas, regular la cantidad de dinero, administrar las reservas internacionales e informar al país sobre las finanzas nacionales.

La Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) es una institución con personería jurídica de derecho público, autonomía funcional, administrativa y económica, que controla, en representación del Estado, las empresas bancarias, financieras, de seguros, cajas municipales y rurales de ahorro y crédito, etc.

La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) -antes CONASEV-, es una institución pública del Sector Economía y Finanzas. Tiene personería jurídica de derecho público interno y goza de autonomía funcional, administrativa y económica.

La finalidad de la SMV es promover el mercado de valores, velar por la transparencia, la correcta formación de precios y la protección de los inversionistas, procurando la difusión de toda la información necesaria para la adopción de las decisiones financieras relativas a los valores y la igualdad de trato a todos ellos. Asimismo, se encarga de dictar las normas que regulan el mercado de valores, así como de supervisar y controlar las diferentes instituciones que participan en dicho mercado.

2.3.2 INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

Sistema conformado por mecanismos e instituciones que permiten canalizar los recursos o fondos de los agentes superavitarios hacia los agentes deficitarios.

La intermediación financiera denomina a un tipo específico de servicio, es la actividad habitual consistente en la captación de fondos o recursos, bajo cualquier modalidad y su colocación en forma de créditos o inversiones. El proceso de intermediación puede ser

indirecto y directo.

Intermediación indirecta: sistema bancario

En la intermediación indirecta participa un intermediario (generalmente un banco) que capta recursos del público (ahorristas) pagando por ellos tasas de interés pasivas y luego, los coloca en forma de préstamos, cobrando al segundo (agente deficitario) una tasa de interés activa. El diferencial entre las tasas activas y pasivas es el spread financiero que debe permitir la cobertura de los costos operativos y la generación de ganancias.

Los expertos sostienen que el interés es conceptuado como: a) suma de dinero que el deudor debe entregar a su acreedor por el uso del dinero de éste. b) precio del dinero, que es el valor del dinero expresado en término monetarios y se exterioriza como porcentaje, o sea, como tipo de interés o tasa de interés. La tasa de interés constituye un precio relativo básico en la economía. Mediante el manejo inducido de las tasas de interés, las autoridades monetarias buscan mantener la inflación bajo control y estimular el crecimiento económico.

El ahorrista (agente superavitario) y el demandante de fondos (agente deficitario) se vinculan indirectamente a través del intermediario, esto significa que las empresas financieras especializadas como los bancos y otras instituciones financieras son las que efectúan la transferencia de excedentes de recursos de los agentes superavitarios hacia los deficitarios.

Bajo el esquema de intermediación financiera indirecta, los agentes superavitarios no pueden identificar al destinatario final de sus fondos.

Intermediación directa: mercado de valores

La intermediación directa se da cuando los agentes deficitarios necesitan fondos para financiar sus proyectos de inversión y no les resulta conveniente o suficiente tomarlos del sistema bancario, entonces recurren a la emisión y colocación de valores mobiliarios (ya sean

acciones o bonos) captando así, los recursos necesarios directamente de los ofertantes de fondos (agentes superavitarios).

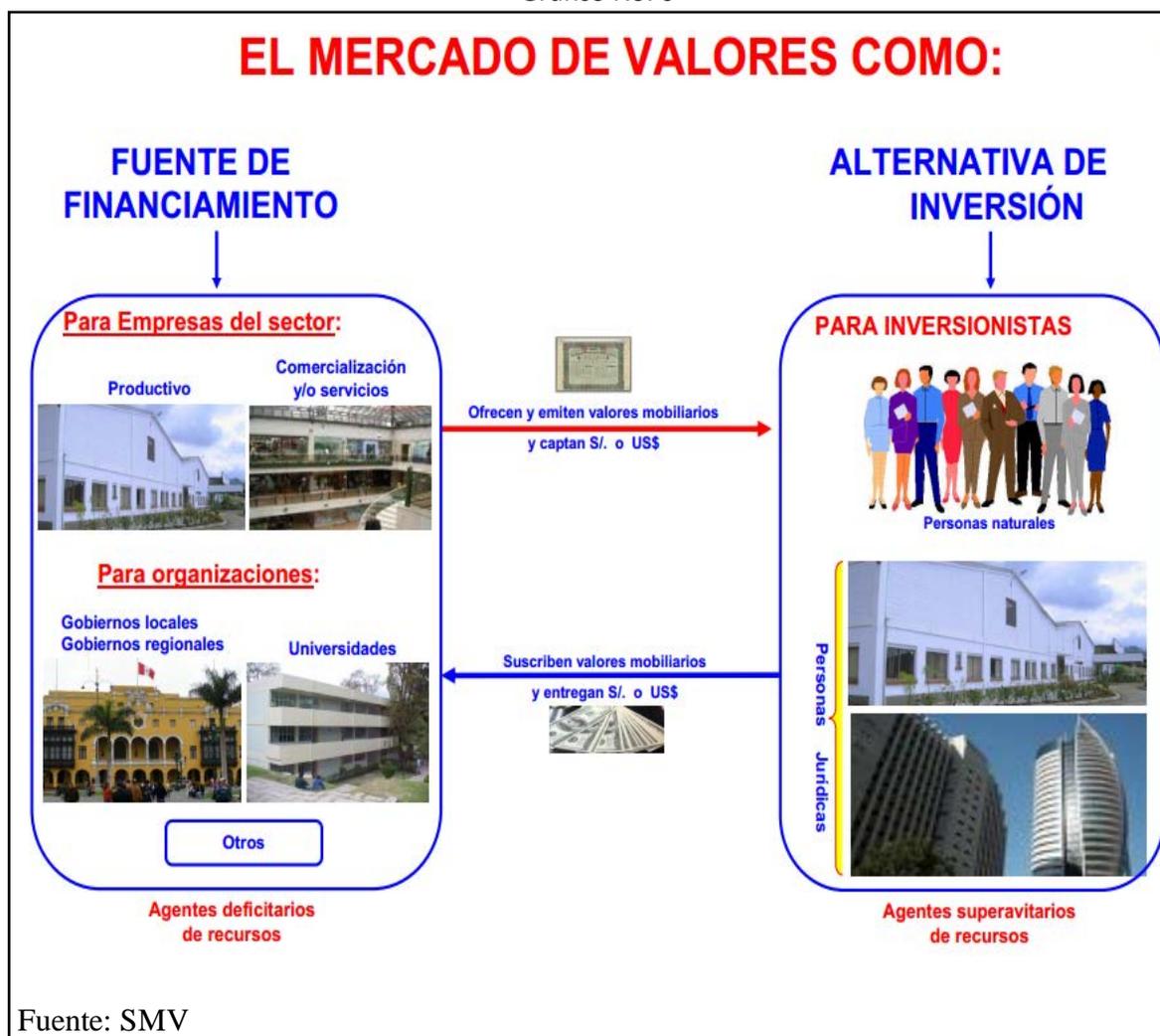
En la intermediación financiera directa el agente superavitario asume directamente el riesgo que implica otorgar recursos al agente deficitario. Los intermediarios directos fundamentalmente son los bancos de inversión.

2.3.3 El Mercado de Valores

Según la SMV, en el Mercado de Valores se llevan a cabo transacciones relativas a determinados activos financieros. El objetivo de este mercado es canalizar los recursos o fondos prestables de los agentes superavitarios hacia los agentes deficitarios para su inversión en actividades productivas.

Es importante indicar que en este mercado se llevan a cabo transacciones con distintos instrumentos, entre los cuales se pueden mencionar: instrumentos accionarios, instrumentos de deuda (bonos), instrumentos de efectivo e instrumentos derivados.

Gráfico No. 6



Estructura del Mercado de Valores

La clasificación más usual del Mercado de Valores distingue a los mercados primarios y mercados secundarios. Ambos mercados son recíprocamente complementarios. A su vez, éste último se compone del mercado bursátil y del mercado extrabursátil.

Tanto el mercado primario como el secundario son recíprocamente complementarios. La existencia de un mercado primario de valores, hace posible la presencia de un mercado secundario de valores.

El mercado primario, es aquel donde se efectúan ventas de valores recién emitidos a los compradores originales, motivo por el cual es denominado mercado de nuevas emisiones. Se llevan a cabo las ofertas públicas primarias de acciones, bonos e instrumentos de corto plazo, asimismo, las emisiones privadas y las emisiones de los gobiernos.

El mercado secundario es aquél donde se efectúan transacciones que implican simples transferencias de activos financieros ya existentes y por lo tanto, el volumen de tales operaciones refleja el grado de liquidez del mercado. Este es un mercado de reventa, el cual permite nuevamente tener liquidez a los tenedores de valores.

La Bolsa de Valores de Lima es en definitiva, un órgano de centralización de la oferta y demanda de valores. La importancia de tal centralización para el desarrollo del Mercado de Valores, deriva de la mayor liquidez que ella origina. Tiene por objeto fomentar la transacción o contratación de valores públicos y privados. Es el principal mercado secundario de negociación. Son mercados organizados o debidamente reglamentados, cuyo objetivo es facilitar la realización de transacciones o negociaciones de activos o instrumentos financieros con la intermediación de agentes especializados.

La historia de la actividad bursátil en el Perú tiene su origen en 1860 con la creación de la Bolsa Mercantil de Lima. Nuestro mercado de valores es uno de los de mayor tradición en América Latina. Gran parte de estos años la regulación y supervisión de las operaciones bursátiles recayó completamente en la misma Bolsa de Valores hasta que en 1970 aparece la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores que actualmente se denomina Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

2.3.4 Regulación del Mercado de Valores en el Perú

El Estado regula el Mercado de Valores Peruano a través de una Ley principal (la Ley del Mercado de Valores) en la que se establecen los objetivos que forman la regulación de esa materia. En ese sentido, el Régimen legal del Mercado de Valores Peruano lo constituyen las

disposiciones legales más importantes que regulan la actividad del mercado de valores, las cuales se encuentran contenidas en la Ley del Mercado de Valores, así como en la normatividad vigente emanadas de un órgano especial: Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) ahora denominada Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

El Mercado de Valores en el Perú se encuentra regulado, entre otras, por las normas siguientes:

Decreto Legislativo N° 861.- Ley del Mercado de Valores, de fecha 22 de octubre de 1996 y sus respectivas modificaciones.

Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Decreto Supremo N° 093-2002-EF, de fecha 11 de junio de 2002.

Reglamento del Registro Público del Mercado de Valores, aprobado por Resolución N° 079-97-EF/94.10, y sus respectivas modificaciones.

Resolución de Gerencia General N° 211-98-EF/94.11, mediante la cual se aprobó los Manuales para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Valores Mobiliarios.

Resolución Gerencia General N° 129-2001-EF/94.11, norma que modifica el Manual para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Valores Mobiliarios y que aprueba formatos correspondientes al contrato de emisión y al acto de emisión de papeles comerciales y/o del programa de tales valores.

Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, aprobado por Resolución CONASEV N° 141-98-EF/94.10, y sus respectivas modificaciones.

Decreto Legislativo N° 755 y el Decreto Legislativo N° 861

El aspecto regulatorio, fue de singular importancia la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 755 (1991), actualmente derogado, la cual sentó las bases para el posterior desarrollo del mercado de valores. Dicha norma fortaleció los mecanismos de revelación de información con la finalidad que todos los participantes del mercado se encuentren en igualdad de condiciones al momento de tomar sus decisiones de inversión. En este sentido, reguló la obligación de informar, la información privilegiada y aquella considerada reservada, y el deber de reserva.

Asimismo, reguló por primera vez a instituciones que asumirían un rol protagónico, tales como los fondos mutuos de inversión en valores, las empresas clasificadoras de riesgo y las instituciones de compensación y liquidación.

El Decreto Legislativo N° 861, Ley del Mercado de Valores, y el D.L. N° 862, Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras (ambas publicadas el 22 de octubre de 1996) perfeccionaron los mecanismos introducidos por el Decreto Legislativo N° 755, permitiendo la adecuación de la regulación a estándares internacionales y alentando la creación de nuevos mecanismos para la canalización de los excedentes a las actividades productivas.

La Ley del Mercado de Valores, señala entre otras las innovaciones siguientes: delimitación de los conceptos de oferta pública y privada, facilidades para la emisión de valores de corto plazo, precisión que toda persona jurídica puede recurrir al endeudamiento en el Mercado de Valores, procedimiento expeditivo de inscripción de ofertas públicas para los emisores que cumplan con sus obligaciones de información al mercado, flexibilización de los límites de inversión de los fondos mutuos así como ampliación de sus posibilidades de inversión y reducción del patrimonio neto mínimo y número mínimo de partícipes, facultad de las Sociedades Agentes de Bolsa para administrar fondos mutuos y fondos de inversión, así como para participar en procesos de titulización previa constitución de subsidiarias, eliminación de la exigencia legal de clasificar acciones, reducción de las exigencias patrimoniales a las clasificadoras de riesgo y obligación de dar publicidad a las metodologías

de clasificación, fortalecimiento de las normas sobre uso de información privilegiada.

Normas Supletorias de la Ley del Mercado de Valores

El artículo 9 de la Ley del Mercado de Valores, dispone que se aplica supletoriamente a los aspectos no regulados en la LMV, las disposiciones siguientes:

Ley General de Sociedades – LGS (Ley N° 26887).

Ley de Títulos Valores – LTV (Ley N° 27287).

Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros – (Ley N° 26702).

Código de Comercio (C. de C.).

Código Civil (CC) y Código Procesal Civil (CPC).

Código Penal (CP).

Ley del Procedimiento Administrativo General (Ley N° 27444).

Usos bursátiles y mercantiles.

Una de las modificaciones a la LMV, Decreto Legislativo N° 861, ha sido por la Ley N° 27649, en la cual se consideran como normas supletorias los usos bursátiles locales e internacionales y la Ley del Procedimiento Administrativo General.

La más reciente es la Ley N° 30050 denominada Ley de Promoción del Mercado de Valores aprobada el 26 de junio del 2013, la cual contiene diversas disposiciones que buscan impulsar la competitividad del Mercado de Valores para lo cual, por ejemplo, flexibiliza los requisitos y requerimientos aplicables a las ofertas públicas dirigidas a inversionistas institucionales (bancos, financieras y compañías de seguros, agentes de intermediación, AFP, SAFI, etc.). Además promueve el ingreso al mercado de valores de nuevas empresas, preferentemente

medianas y pequeñas, estableciendo la posibilidad de que la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) pueda aprobar, mediante disposiciones de carácter general, un régimen especial de oferta pública, en el cual se establezcan menores requisitos y requerimientos de información; señalando que, para tales fines, la SMV podrá exceptuar a estas ofertas del cumplimiento de cualquier obligación o condición establecida en la Ley del Mercado de Valores (LMV).

Texto Único Ordenado de la Ley N° 28693, Ley General del Sistema Nacional de Tesorería, aprobado por Decreto Supremo N° 035-2012-EF

- Texto Único Ordenado de la Ley N° 28563, Ley General del Sistema Nacional de Endeudamiento, aprobado por Decreto Supremo N° 008-2014-EF.

- Ley N° 30283, Ley de Endeudamiento del Sector Público para el Año Fiscal 2015 cuyo objetivo es determinar: a) El monto máximo y el destino general de las operaciones de endeudamiento externo e interno que puede acordar el Gobierno Nacional para el sector público durante el Año Fiscal 2015. b) El monto máximo de las garantías que el Gobierno Nacional puede otorgar o contratar en el mencionado año para atender requerimientos derivados de los procesos de promoción de la inversión privada y concesiones. c) El monto máximo de saldo adeudado al cierre del Año Fiscal 2015 por la emisión de las letras del Tesoro Público. En adición, esta Ley regula otros aspectos contenidos en la Ley General y, de manera complementaria, diversos temas vinculados a ella.

Decreto Supremo N° 096-2013-EF, mediante el cual se aprobó el Reglamento del Programa de Creadores de Mercado y el Reglamento de Emisión de Bonos Soberanos, los que tienen como fin fomentar el desarrollo del mercado de deuda pública doméstico, especialmente para lograr una mayor liquidez y obtener una mayor base de inversionistas, como condición necesaria para el desarrollo integral del sistema financiero doméstico en general.

En dicho Decreto se establece los términos y condiciones en las que se realizarán las emisiones de Bonos Soberanos en el mercado primario, así como recompras y reventas de

esos mismos valores en el mercado secundario, con la finalidad de alcanzar sus metas y objetivos estratégicos aprobados.

2.3.5 INSTRUMENTOS NEGOCIADOS EN EL MERCADO DE VALORES

Los instrumentos del Mercado de Valores están constituidos por instrumentos financieros como títulos valores o valores mobiliarios que son materia de negociación en dicho mercado.

A. Los Títulos Valores

En cuanto a su denominación, no hay uniformidad ni en la doctrina ni en la legislación. En Francia los efectos de comercio sirven para denominar a títulos de corto plazo, como las letras de cambio y cheques; y denomina valores mobiliarios cuando se trata de identificar títulos de largo plazo como las acciones y los bonos.

En Alemania se les denomina Wertpapier que tiene un significado de papier valeur en francés y título valor en español. En Italia se les denomina Título de crédito. El Código Suizo usó en el idioma alemán Wertpapier; en el idioma italiano titoli di credito; y en el idioma francés papier valeurs. En España se usó la terminología títulos de crédito.

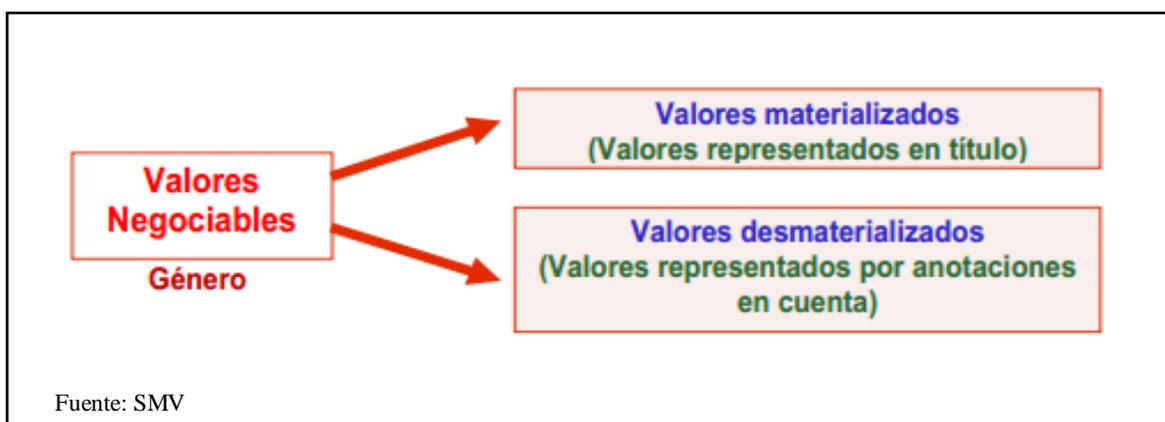
Se ha objetado la expresión título de crédito porque alude a una sola de las variedades de esta clase de documento: a los títulos de contenido crediticio, es decir, a aquellos que imponen obligaciones que dan derecho a prestaciones en dinero u otra cosa cierta. En cambio, se confiere a la expresión título-valor una acepción más amplia, pues hace referencia a distinta clase de prestaciones, cuyo contenido son diversos valores patrimoniales y no solo el crédito. Así, hay títulos representativos de mercaderías o de derechos sobre ellas o de servicios, o un conjunto de derechos de participación, o un status de socio, según se ha expresado.

Las denominaciones han estado ligadas a la existencia de un soporte papel, a un cartón, aspecto que actualmente se encuentra superado con la existencia de los títulos

desmaterializados, por lo que quizás el término título valor no resulte el adecuado para identificar lo desmaterializado (sin papel, electrónico) con un mero registro en cuenta.

En el Derecho Cambiario moderno se reconocen e identifican como género a los valores negociables y como especie: a los títulos valores y, a los valores electrónicos, que a la propia ley del mercado de valores, Decreto Legislativo N° 861, los denomina “anotaciones en cuenta y registro”.

Gráfico No. 7



El actual artículo 1 de la Ley No. 27287, alude a “valores materializados que representen o incorporen derechos patrimoniales” evidenciando el abandono a la concepción típicamente cartular, ya que pueden también existir títulos valores “desmaterializados”.

A.1 Valores materializados

El título de crédito es un documento necesario para ejercitar el derecho literal y autónomo expresado en el mismo. En la doctrina española se define diciendo que título valor es un documento sobre un derecho privado, cuyo ejercicio y cuya transmisión están condicionados a la posesión del documento.

Para la nueva ley de Títulos Valores los valores materializados (títulos valores en sentido estricto) son documentos de carácter formal que representan o contienen (incorporen) derechos patrimoniales y que están destinados a la circulación.

La Ley N° 27287 establece expresamente que los valores materializados que representen o incorporen derechos patrimoniales tendrán la calidad y efectos de Título Valor, cuando estén destinados a la circulación, siempre que reúnan los requisitos formales esenciales que, por imperio de la ley, les corresponda según su naturaleza. Las cláusulas que restrinjan o limiten su circulación o el hecho de no haber circulado no afectan su calidad de título valor.

A.2 Valores desmaterializados

Actualmente se ha puesto en evidencia la insuficiencia del mecanismo tradicional de la incorporación del derecho al título o soporte documentado en papel para atender las nuevas necesidades, iniciándose así un proceso de cambio.

El enorme volumen de títulos que actualmente son objeto de transacciones en bolsa, ha obligado a que en la mayoría de los países, se sustituya el documento, soporte del derecho, por una anotación contable. Se debe aclarar que esta problemática solamente afecta a aquellos títulos que son cotizados y negociados en los mercados de valores. Lo que significa que la aparición de los valores representados en anotación de cuentas no constituye, una alteración universal del concepto de título valor.

Con la desmaterialización se busca darle mayor agilidad, eficiencia, seguridad y disminución de costos al mercado de valores a efecto de lograr un mejor desarrollo del mismo.

La desmaterialización puede describirse "como el fenómeno de pérdida del soporte físico por parte del valor incorporado, optando por la alternativa de su documentación por medios contables o informáticos". Con la desmaterialización o con la inmovilización de los valores se eliminan las inexactitudes derivadas de procesos manuales y del trasiego físico de títulos, en igual forma con la desmaterialización se disminuyen una serie de costos asociados al uso de papel.

B. Los Valores Mobiliarios

La Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861, en su artículo 3, expresamente establece que son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor.

La colocación en forma masiva tiene como consecuencia que dichos valores sean representados mediante anotaciones en cuentas, ya que de otra manera (representación en papel) complica su operatividad, en razón de que sus transacciones requerirían el endoso y posterior entrega al nuevo propietario.

B.1 Formas de representación de los valores

Los valores negociables pueden constar en título o en anotación en cuenta. El Artículo 80 de la Ley del Mercado de Valores establece que los valores pueden ser representados por anotaciones en cuenta o por medio de títulos, independientemente que se trate de valores objeto de oferta pública o privada.

Cualquiera fuera su forma de representación confieren los mismos derechos y obligaciones a sus titulares.

Según el artículo 2.4 de la Ley de Títulos Valores, la forma de representación de valores, sea en título o por anotación en cuenta, es una decisión voluntaria del emisor y constituye una condición de la emisión. Los valores mobiliarios son los que precisamente reúnen las condiciones para desmaterializarse, por lo que en aplicación del artículo 2.1 de la LTV, para tener la misma naturaleza y efectos que los títulos valores, requieren su representación por anotación en cuenta y de su registro ante una Institución de Compensación y Liquidación de Valores. Por tal razón, los valores mobiliarios, sean representados en anotación en cuenta o no, se les aplica las normas relativas a los títulos valores en general.

La representación mediante anotaciones en cuenta, conlleva la desmaterialización de los valores, los cuales se representan en un registro contable y computarizado, sustituyéndose la forma usual de representación a través de títulos. Tiene lugar por su inscripción en el correspondiente registro contable de la institución de compensación y liquidación de valores. La desmaterialización supone que la emisión física del valor mobiliario es innecesaria y por lo tanto, se trata de la negociación de un derecho no incorporado al documento, lo cual constituye una paradoja si nos referimos a los aspectos doctrinales de los títulos valores.

B.2 Clasificación de valores mobiliarios

Representativos de patrimonio

Acciones:

Comunes o con derecho a voto.

Preferentes o sin derecho a voto.

Representativos de deuda

Bonos:

a.1) Emitidos por el sector privado

Arrendamiento Financiero.

Subordinados.

Corporativos: convertibles, estructurados, cupón cero, etc.

a.2) Emitidos por el sector público

Bonos de deuda pública interna

Bonos de reconocimiento

Bonos de capitalización del BCR.

(b) Instrumentos de corto plazo:

Tabla No. 5

Características de los valores mobiliarios			
	Acciones	Bonos	Instrumentos de Corto Plazo (ICP)
Naturaleza	Capital	Pasivo no corriente	Pasivo corriente
Plazo	Indefinido	Definido más de un año	Definido menor a un año
Riesgo	Capital en riesgo	Garantía específica	Garantía específica
Retribución	Dividendos aleatorios	Intereses fijos	Intereses fijos

Elaboración: SMV. Acceso al Financiamiento a través del Mercado de Valores.

El título II, capítulo I de la LTV contempla lo relacionado a las acciones. El artículo 257.1 establece que la acción se emite sólo en forma nominativa. Es indivisible y representa la parte alícuota del capital de la sociedad autorizada a emitirla. Se emite en título o mediante anotación en cuenta y su contenido se rige por la ley de la materia.

El título III, capítulo I de la LTV contempla lo relacionado a los valores representativos de deuda. El artículo 263.1 establece que los valores representativos de obligaciones incorporan una parte alícuota de un crédito colectivo concedido a favor del emisor, quien mediante su emisión y colocación reconoce deudas a favor de sus tenedores. Cada emisión puede ser hecha en una o varias series, numeradas. Los valores que representan las obligaciones pueden ser sólo nominativas o al portador.

2.3.6 ORGANIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES PERUANO

Existen cuatro participantes fundamentales en todo mercado de valores:

Los Reguladores

La regulación del Mercado de Valores por parte del Estado está a cargo de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) (llamada hasta mediados del 2011, Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV). A diferencia de algunos otros países, el ente regulador del sector público en Perú está especializado únicamente en el mercado bursátil y no tiene participación en la supervisión de otros mercados como el bancario o el de seguros.

SMV es una institución pública del sector economía cuya finalidad es promover el mercado de valores, velar por la transparencia, la correcta formación de precios y la protección de los inversionistas, procurando la difusión de toda la información necesaria para la adopción de las decisiones financieras relativas a los valores y la igualdad de trato a todos ellos. Asimismo, se encarga de dictar las normas que regulan el mercado de valores, así como de supervisar y controlar las diferentes instituciones que participan en dicho mercado.

Los Intermediarios

En Perú actualmente sólo se encuentra en operación la Bolsa de Valores de Lima (BVL). A través de la BVL operan las Sociedades de Agentes de Bolsa. Cada Sociedad de Agentes de Bolsa está facultada por Ley para administrar fondos de inversión, para operar en el exterior con títulos de Deuda Pública Externa del Perú, para realizar préstamos de valores y operaciones de reporte, para fungir como fiduciario en fideicomisos de titulización y para operar con derivados.

Finalmente, es importante mencionar dentro de la estructura de la intermediación en el mercado de valores peruano el papel que juega la Caja de Valores y Liquidaciones CAVALI. Esta sociedad anónima creada en mayo de 1997 tiene por objeto la liquidación de operaciones y el registro de valores representados por anotaciones en cuenta como producto de la nueva tendencia a la desmaterialización del mercado bursátil en Perú.

Los Inversionistas

Inversor es una persona natural o jurídica que invierte sus recursos en la adquisición de acciones, obligaciones u otro activo financiero buscando rentabilidad y liquidez, así como obtener ganancias en las transferencias de valores. Los inversionistas en las sociedades anónimas tienen responsabilidad limitada: arriesgan sólo el dinero que invierten. Los inversionistas se preocupan de dos características cruciales de un portafolio: su tasa esperada de retorno y el riesgo.

Inversionista individual

Personas naturales que tienen excedentes de recursos (ahorros) y que buscan la mejor alternativa de inversión para poder colocar su dinero y así obtener una rentabilidad adecuada. Adquieren o venden títulos en cantidades menores. Se considera inversionista individual al público en general y entidades no especializadas en adquirir r valores mobiliarios.

Inversionista institucional

Los principales demandantes de valores mobiliarios son los inversionistas institucionales⁴⁸ como las AFP, Empresas de Seguros, Agentes de Intermediación, Fondos Mutuos, Fondos de Inversión, Bancos, Financieras (Artículo 8, inciso “j” de la LMV).

Las AFP han sido las principales compradoras de valores (bonos) en las emisiones locales de los diferentes países.

Los Emisores

Empresas o entidades gubernamentales que emiten valores con la finalidad de obtener dinero para financiar sus actividades. Las empresas emisoras o agentes deficitarios son aquellas que requieren fondos, sea para financiar un nuevo proyecto de inversión o para reestructurar sus pasivos con un financiamiento, generalmente de largo plazo.

La importancia de las empresas emisoras radica en que constituyen la fuente del mercado primario (emisión primaria) que da origen al mercado de capitales, al generar nuevas ofertas de valores, sean éstas ofertas públicas o privadas.

2.3.7 LA OFERTA PÚBLICA Y OFERTA PRIVADA DE VALORES

La oferta de valores puede ser definida como el acto por el cual una persona natural o jurídica ofrece, a fin de celebrar un acto traslativo de dominio, un valor o un conjunto de valores, poniéndolos a disposición, sea del público en general, sea de un determinado sector o persona, mediante un procedimiento que asegure la posibilidad de que el conocimiento de la oferta llegue a la o las personas potencialmente interesadas, a través de un medio de comunicación adecuado.

A. NATURALEZA JURÍDICA DE LA OFERTA PÚBLICA DE VALORES

La oferta pública de valores es una propuesta unilateral de carácter no receptiva, por estar dirigida a personas indeterminadas y por tanto, sin fuerza vinculatoria mientras no se

produzca la aceptación; en un acto nominado, desde que existen normas que lo regulan, además de ser un acto comprendido dentro de los actos de comercio.

La aceptación da lugar al nacimiento de una relación jurídica con el oferente y a su vez, la extinción de la oferta en relación con posibles aceptantes.

La oferta de valores, sea pública o privada, es un acto jurídico y como tal responde a una manifestación de voluntad destinada a crear, regular, modificar o extinguir relaciones jurídicas. En consecuencia, requiere para su validez, conforme lo dispuesto en el artículo 140 del Código Civil, de agente capaz, objeto física y jurídicamente posible, fin lícito y observancia de la forma prescrita bajo sanción de nulidad.

Las Ofertas Públicas requieren la inscripción de los valores en el registro, salvo se trate de valores emitidos por el BCR y gobierno central. En las ofertas públicas es obligatoria la intervención de un agente de intermediación (los emisores podrán hacerlo directamente y en la colocación primaria de fondos de inversión y fondos mutuos).

La oferta pública de valores representativos de deuda a plazo mayor a un año sólo puede efectuarse mediante bonos, sujetándose a lo dispuesto en la ley y a las disposiciones sobre emisión de obligaciones contenidas en la Ley de Sociedades. Pueden emitir bonos de acuerdo a dichas disposiciones incluso las personas jurídicas de derecho privado distintas a las sociedades anónimas. Toda emisión de bonos requiere del representante de obligacionistas.

No se considera oferta pública los actos relacionados con la constitución simultánea de sociedades anónimas, la oferta de acciones que se emitan por concepto de aumento de capital efectuado por sociedades cuando la invitación se realiza por mandato legal o cuando se realiza para que los accionistas ejerzan su derecho de preferencia. Asimismo, no constituye oferta pública primaria la emisión de acciones del trabajo y la distribución resultante de la capitalización de las utilidades, de reservas, de excedentes de revaluación y de obligaciones u otros casos que no impliquen aporte de capital por el público.

La Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861, en su artículo 4 establece que es oferta pública de valores mobiliarios la invitación, adecuadamente difundida que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores. Esta definición contiene los siguientes elementos configurativos:

- a) Invitación (manifestación de voluntad que se efectúa de modo directo o a través de terceros).
- b) Emisor de los valores (persona jurídica de derecho público o privado. En la práctica, la sociedad anónima se constituye en la emisora por antonomasia).
- c) Ofertante (agente de intermediación).
- d) Destinatario de la invitación (público en general).

2.3.8 LA OFERTA PÚBLICA PRIMARIA (OPP) EN EL PERÚ

Dos son los requisitos necesarios según la ley para una oferta pública primaria: nuevos valores (recién emitidos) y que los emita una persona jurídica.

La Oferta Pública Primaria (OPP) de Valores es una de las actividades que las legislaciones del Mercado de Valores del Mundo se ocupan de regular y legislar de manera precisa y cuidadosa. Esta precisión y cuidado lleva a que los legisladores y entidades reguladoras se ocupen de este tema de una manera multidisciplinaria, sobre la base de diferentes especialidades profesionales, tales como la económica, legal y contable. En efecto, una OPP es poner a disposición del público en general, valores mobiliarios que se emiten por primera vez, a cambio de dinero, lo cual se lleva a cabo a iniciativa de la voluntad societaria de una determinada persona jurídica, cuyos órganos competentes se encargan de determinar las principales características de los mismos, tales como su naturaleza jurídica, plazos, tasas de interés y garantías de ser el caso.

Pero la voluntad societaria referida en el anterior párrafo no será suficiente para realizar una OPP, ya que se requiere que esté acompañada de determinados requisitos de información que

se debe poner a disposición del público inversionista a los cuales están dirigidos los valores materia de la OPP. Señalan Fox Hillman & Langevoort: “Las leyes de Regulación del Mercado de Valores existen debido a la particular necesidad de información que requieren los inversionistas”.

En tal sentido, las normas del Mercado de Valores y en especial las que regulan las OPP, protegen jurídicamente el derecho de los inversionistas a saber qué es lo que se les está ofreciendo, y por ende qué es lo que van a adquirir, así como los riesgos inherentes a los bienes ofertados.

Según la Ley del Mercado de Valores, la Oferta Pública Primaria (OPP) está referida a la oferta o venta de nuevos valores que efectúan las personas jurídicas. Sirve para obtener recursos de los agentes superavitarios (inversionistas), con la finalidad de utilizarlo en actividades productivas de la empresa, reestructurar deudas o para capital de trabajo.

En toda oferta pública primaria intervienen:

1. El emisor (agente deficitario que busca captar recursos de los agentes superavitarios);
2. La SMV (ente regulador del Mercado de Valores);
3. El estructurador (dirige la oferta pública primaria, realiza el estudio de la emisión);
4. El colocador (invita a adquirir los valores, puede ser el propio emisor o agente de intermediación)
5. Los inversionistas (agentes superavitarios que tienen recurso financiero excedente);
6. Las empresas clasificadoras de riesgo, según corresponda (emiten opinión acerca de la situación financiera del emisor).
7. El Representante de los Obligacionistas (Representa a los tenedores de los bonos. Puede ser un banco o SAB no vinculado al emisor).

Gráfico No. 8



La Oferta Pública y la Ley General de Sociedades

a) **Constitución de sociedades.**- El artículo 56 de la LGS dispone que la sociedad anónima puede constituirse por oferta a terceros, sobre la base del programa suscrito por los fundadores. Cuando la oferta a terceros tenga la condición legal de oferta pública, le es aplicable la legislación del Mercado de Valores.

Bajo esta modalidad los fundadores de una futura sociedad anónima logran captar fondos para configurar el capital inicial de ésta. Éste mecanismo convertirá en accionistas a los que suscriban las acciones a emitirse.

b) **Aumento de capital por oferta pública.**- El artículo 212 de la LGS establece que una de las formas de aumentarse el capital es mediante la suscripción pública de nuevas acciones, pudiendo realizarse ésta a través de oferta pública.

Mediante esta modalidad, los accionistas de una sociedad buscan incrementar su capital, recurriendo para ello al mercado de valores a través de una oferta pública. El aumento de capital por nuevos aportes, mediante OPP, determina que los suscriptores de las nuevas acciones, asuman el riesgo del negocio, al convertirse en accionistas del emisor.

Oferta Pública Primaria de Bonos

La junta general de accionistas o de socios, de ser el caso, es el órgano societario que debe acordar la emisión de bonos. Sin embargo, ésta puede delegar en el directorio o en el administrador de la sociedad, la ejecución del proceso de emisión, así como todas las demás decisiones referidas a éste.

En tal sentido, la LGS ha establecido la necesidad de cumplir con dos condiciones para efectos de la emisión de bonos:

- a) Constitución de un sindicato de obligacionistas.-* la ley obliga a establecer, en el acuerdo de emisión, la constitución del sindicato de obligacionistas por dos razones fundamentales:
 - i)* La constitución de éste, permite salvaguardar de mejor manera, los intereses de los obligacionistas permitiendo que los mismos puedan actuar a través de un órgano colectivo.
 - ii)* Facilita a la sociedad emisora una ordenada interrelación con los suscriptores de los bonos, la cual no sería posible si tuviera que entenderse con cada uno de ellos individualmente.
- b) Designación de un representante de los obligacionistas.-* Este representante es el intermediario exclusivo y excluyente, entre la sociedad emisora y el sindicato de obligacionistas, siendo su principal finalidad velar por el cumplimiento de los términos de la emisión. Su función está determinada por la ley y por el contrato respectivo; interactúa y colabora con la asamblea, a fin de cumplir debidamente con la representación del sindicato y con sus funciones de gestión en beneficio del mismo.

La primera función del representante de los obligacionistas, será la de suscribir el contrato de emisión a nombre de los futuros titulares de bonos, para luego convocar a la asamblea de obligacionistas cuando se suscriba el 50% de la emisión. Convocada la asamblea ésta aprobará o desaprobará su gestión, ratificando o designando su reemplazante a dicho cargo, de conformidad con lo establecido por la LGS.

Gráfico No. 9

OPP: REQUISITOS POR TIPO DE INSTRUMENTOS			
Requisitos	P. Comerciales	Bonos	Acciones
Plazo Emisión	Menor a una año	Mayor a un año	Indefinido
Colocación	Agte. Colocador o el Emisor	SAB	SAB
Sindicato Obligacionistas	No requiere	Si requiere	No requiere
Represent. de Obligacionistas	No lo requiere	Si requiere	No requiere
Clasificación Riesgo	Si, dos clasificaciones	Si, dos clasificaciones	No requiere

Fuente: SMV

2.3.9 REGISTRO PÚBLICO DEL MERCADO DE VALORES (RPMV)

Solo es permitido realizar ofertas públicas de ventas con valores previamente inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, donde se exige al emisor proporcionar información sobre el proyecto de la emisión, las características de los valores, derechos y obligaciones otorgados a los titulares, manifestarse sobre los factores riesgosos para las expectativas de los inversionistas, estados financieros auditados, garantías de la emisión, procedimiento a seguir para la colocación de los valores, entre otros.

El Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) constituye el medio por el cual se pone a disposición del público, la información necesaria para la toma de decisiones de los inversionistas con la finalidad de lograr la transparencia del Mercado de Valores.

En el RPMV se inscriben los valores, programas de emisión de valores, fondos mutuos, fondos de inversión y los participantes del mercado de valores que señalen la LMV.

De acuerdo con lo establecido en el artículo 16 de la LMV, la información contenida en el Registro tiene un carácter público y por lo tanto, de libre acceso. Sin embargo, en algunos casos, puede tener carácter reservado, no pudiendo ser materia de difusión.

Finalmente, corresponde a SMV llevar el Registro y determinar su organización y funcionamiento sobre la base de los principios de libre acceso a la información y de simplificación administrativa.

A. Secciones del Registro Público del Mercado de Valores

Según el artículo 15 de la LMV, el RPMV debe constar de las siguientes secciones, sin perjuicio de que la SMV establezca otras adicionales de acuerdo con los requerimientos del mercado:

- 1) De valores mobiliarios y programas de emisión.
- 2) De agentes de intermediación en el mercado de valores.
- 3) De fondos mutuos.
- 4) De fondos de inversión.
- 5) De sociedades de propósito especial.
- 6) De sociedades administradoras de fondos de inversión.
- 7) De sociedades administradoras de fondos mutuos.
- 8) De sociedades titulizadoras.
- 9) De empresas clasificadoras de riesgo.

- 10) De sociedades anónimas abiertas.
- 11) De instituciones de compensación y liquidación de valores.
- 12) De las bolsas y otras entidades responsables de la conducción de mecanismos centralizados de negociación.
- 13) De árbitros.
- 14) De auditores independientes.
- 15) De las bolsas de productos.
- 16) De productos.
- 17) De corredores de productos.
- 18) De operadores especiales.
- 19) De cámaras de compensación.
- 20) Intermediarios extranjeros.
- 21) De custodia.

B. Inscripción obligatoria y facultativa en el RPMV

La inscripción puede ser:

- a) Obligatoria.- es obligatoria la inscripción de los valores de oferta pública y los programas de emisión de valores, sin que para ello se requiera autorización administrativa previa y sin que proceda el examen de la situación económico-financiera del emisor.
- b) Facultativa, según establezca la LMV.- es facultativa la inscripción de los valores que no han de ser objeto de oferta pública, en cuyo caso el emisor se somete a todas las obligaciones que emanan de la LMV.

El artículo 18 de la LMV, establece que la inscripción de un valor o de un programa de emisión de valores en el RPMV se debe presentar a la SMV con los documentos donde conste sus características, las del emisor y en su caso, los derechos y obligaciones de sus titulares.

Con excepción de lo estipulado en el artículo 23 de la LMV, referido a la inscripción parcial, la inscripción de un determinado valor de la empresa emisora acarrea automáticamente la de todos los valores de la misma clase que haya emitido.

Plazo

La LMV en su artículo 20, dispone un plazo de 30 días para que la SMV inscriba en el RPMV un valor o programa de emisión contados a partir de la fecha de presentación de la solicitud. Dicho plazo podrá ampliarse en tantos días como demore la empresa emisora levantar las observaciones que, por una sola vez le formule la SMV.

Una vez que el emisor levanta las observaciones referidas en el párrafo anterior y aún cuando no hubiese cumplido el plazo indicado, SMV dispone de 5 días para efectuar la inscripción.

Es importante señalar que de acuerdo con el artículo 22 de la LMV, la inscripción de un valor en el RPMV no implica la certificación sobre su bondad, la solvencia del emisor, ni sobre los riesgos del valor o de la oferta.

En consecuencia la SMV no está autorizada para analizar los valores materia de oferta pública, ni opinar sobre la misma, su labor se limita en este aspecto, únicamente a observar el cumplimiento de las normas sobre inscripción en el RPMV y la divulgación de hechos de importancia.

Gráfico No. 10



C.3 Información que deben presentar las empresas inscritas en el RPMV

La información que deben presentar las empresas inscritas en el RPMV comprende aspectos de carácter financiero, hechos de importancia, transferencias efectuadas, sustracción, destrucción, extravío y afectación de los títulos.

El artículo 28 de la LMV establece que el registro de un determinado valor o programa de emisión acarrea para su emisor la obligación de informar a la SMV y, en su caso, a la bolsa respectiva o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado, de los hechos de importancia, incluyendo las negociaciones en curso, sobre sí mismo, el valor y la oferta que de éste se haga, así como la de divulgar tales hechos en forma veraz, suficiente y oportuna. La información debe ser proporcionada a dichas instituciones y divulgada tan pronto como el hecho ocurra o el emisor tome conocimiento del mismo, según sea el caso. Con relación a lo que se considera como Hecho de Importancia la Resolución SMV N° 107-2002-EF/94.10, menciona en su artículo 4 cuando los mismos se constituyen siendo estos:

Los actos, hechos, decisiones y acuerdos que puedan afectar a un emisor y sus negocios, así como a las empresas que forman su grupo económico.

La información que afecte en forma directa o pueda afectar significativamente en la determinación del precio, la oferta o la negociación de valores inscritos en el RPMV.

En general la información necesaria para que los inversionistas pueden formar su opinión acerca del riesgo implícito de la empresa, su situación financiera y sus resultados de operación, así como los valores emitidos.

Estos hechos comprenden aspectos que dependen de la misma sociedad y que están relacionados a los acuerdos que adoptan sus órganos competentes relacionados con su gestión institucional y financiera, así como aquellos hechos externos a la sociedad y que no dependen de ella pero que inciden en su actividad institucional.

D. Inscripción en el Registro Público de un valor objeto de oferta pública primaria

La realización de una oferta pública de venta de valores por parte de una empresa, debe cumplir los requisitos establecidos en el artículo 54 de la Ley del Mercado de Valores.

Para la inscripción de un valor que será objeto de Oferta Pública Primaria en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV), el emisor deberá presentar a la SMV lo siguiente:

Tabla No. 6

Requisitos para la inscripción del Valor en el RPMV

La empresa emisora debe presentar a la SMV:

- Comunicación del representante legal del emisor a la SMV
- El proyecto de prospecto informativo de la emisión
- Estados financieros auditados del emisor
- Clasificación de riesgo

Fuente: SMV

- Comunicación del representante legal del emisor, con el contenido y formalidades que la SMV establezca.
- Documentos referentes al acuerdo de emisión, donde consten las características de los valores a ser emitidos y los deberes y derechos de sus titulares.
- El proyecto de prospecto informativo sobre la emisión.
- Los estados financieros auditados del emisor, con sus notas explicativas y el respectivo dictamen, correspondientes a los dos últimos años, cuando el período de constitución lo permita.
- Obtener la clasificación de riesgo cuando corresponda, con la finalidad de disminuir en parte el riesgo que una OPP puede conllevar para los potenciales inversionistas.

Nuestra legislación ha incorporado la clasificación del riesgo, pero tan sólo con relación a la emisión de bonos. Ello consiste en que Empresas Clasificadoras de Riesgo tomen en cuenta diversos factores que podrían influir en la capacidad de pago de los intereses y devolución del capital, en los casos de obligaciones emitidas por sociedades.

Solo es permitido realizar ofertas públicas de ventas con valores previamente inscritos en el RPMV, que exige al emisor proporcionar información sobre la emisión, las características de los valores, derechos y obligaciones otorgados a los titulares, manifestarse sobre los factores riesgosos para las expectativas de los inversionistas, estados financieros auditados, garantías de la emisión, procedimiento a seguir para colocar los valores, entre otros.

De acuerdo con lo establecido en el artículo 16 de la LMV, la información contenida en el Registro tiene un carácter público y por lo tanto, de libre acceso. Sin embargo, en algunos casos, puede tener carácter reservado, no pudiendo ser materia de difusión. Finalmente, corresponde a la SMV llevar el registro y determinar su organización y funcionamiento sobre la base de los principios de libre acceso a la información y de simplificación administrativa.

Gráfico No. 11

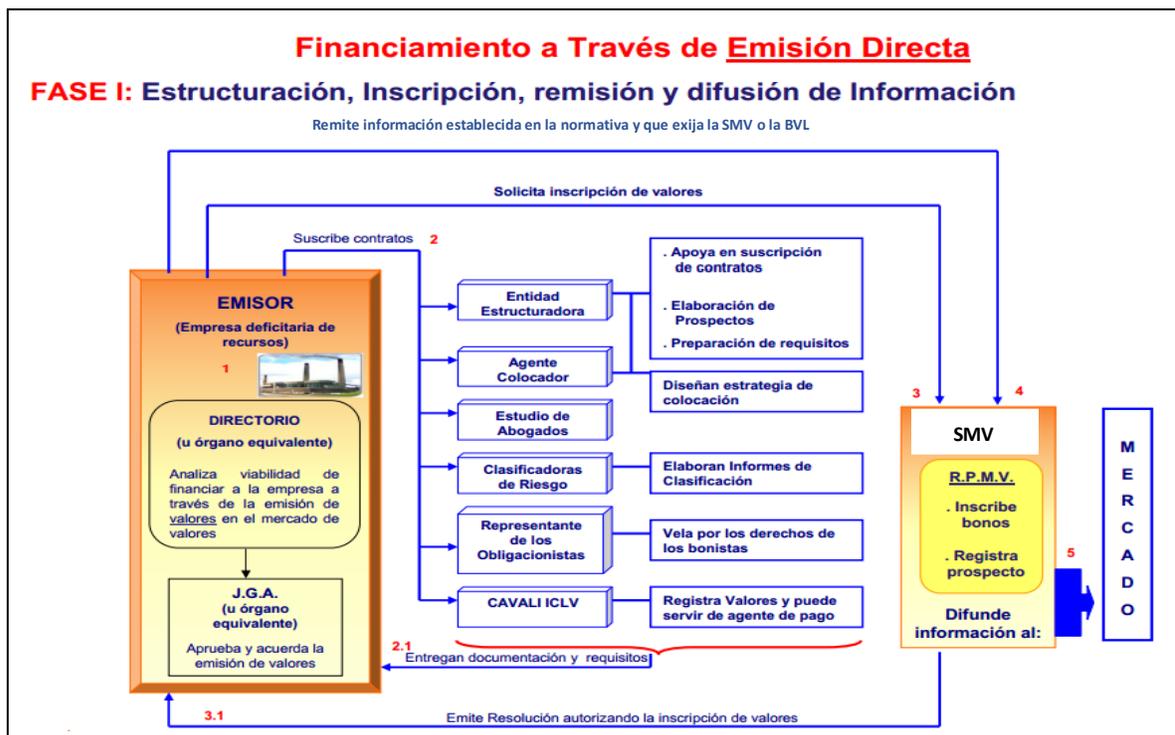


Gráfico No. 12

FASE II: Oferta, colocación, suscripción, emisión y cancelación de bonos

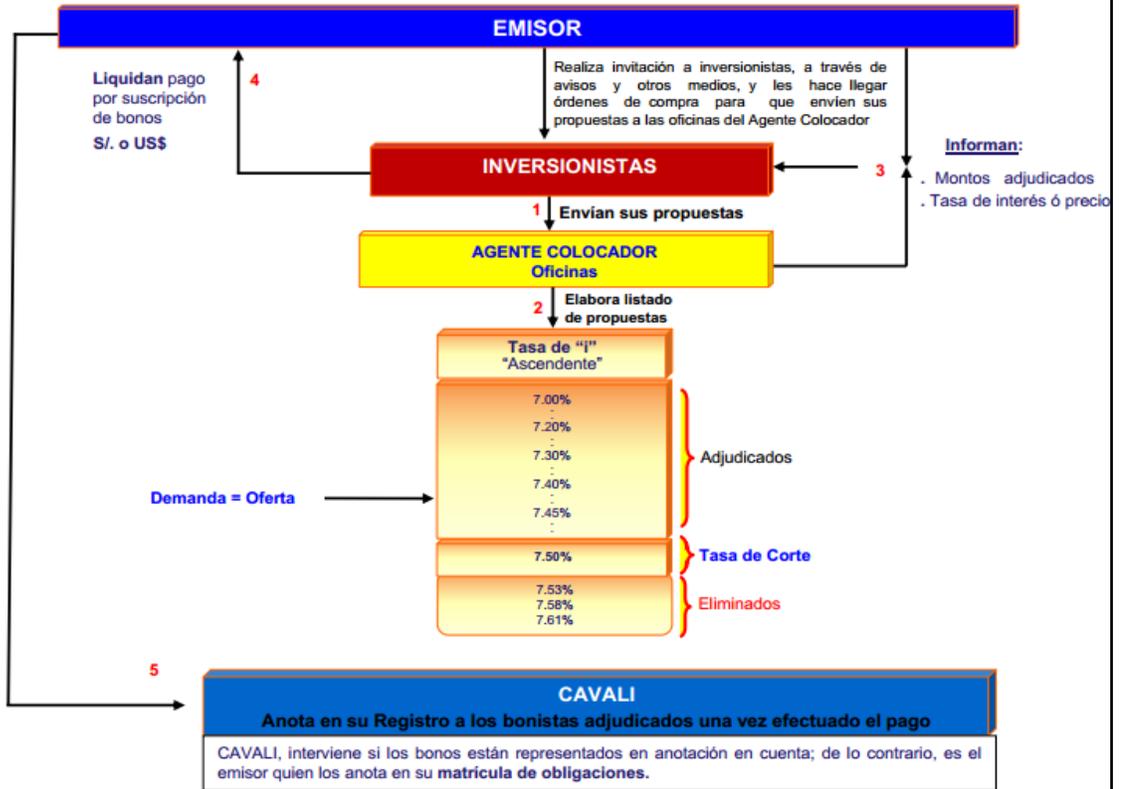
PASO 1: Oferta pública de los bonos: Invitación dirigida a los Inversionistas

- Cantidad de bonos a ser emitido: 5,000
- Valor nominal: US\$ 1,000 cada/bono
- Monto de la emisión: US\$ 5'000,000
- Plazo de emisión: 5 años
- Fecha de **inscripción** de los bonos en el R.P.M.V.: 15/01/2010
- Fecha de **colocación** de los bonos: 14/05/2010 **“SUBASTA”**
- Fecha de **emisión** de los bonos: 15/05/2010
- Tasa de interés: 7.5 % nominal anual
- Pago de intereses: Trimestral, contando desde la fecha de emisión
- Fecha de **redención**: 15/05/2015
- Clasificación de Riesgo: **AA.-** refleja muy alta capacidad de pago de la empresa

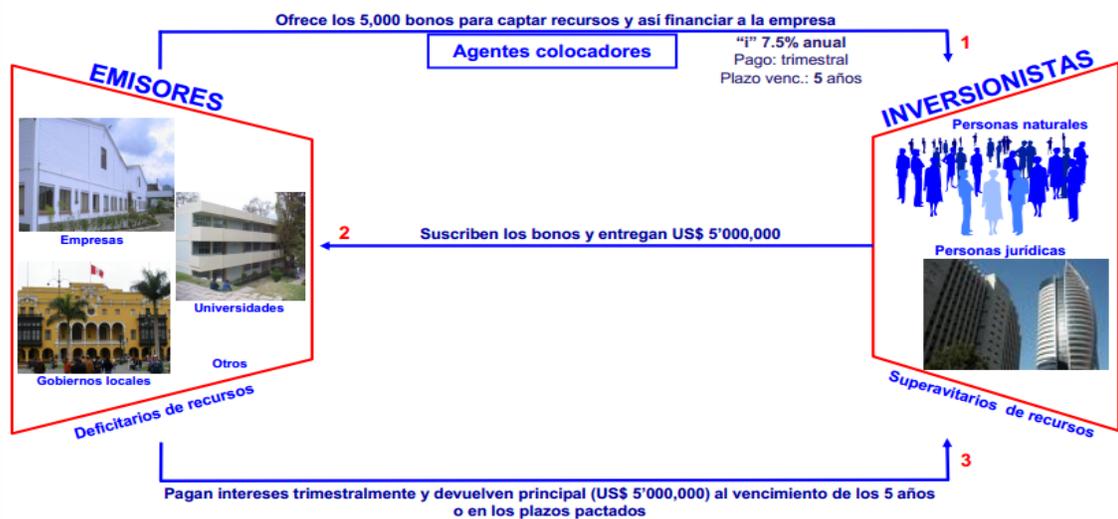
Fuente: Elaboración propia.

Gráfico No. 13

PASO 2: Colocación, suscripción y emisión de bonos



OPERATIVIDAD DEL FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE LA EMISIÓN DIRECTA



Fuente: Elaboración propia.

2.3.10 CLASIFICACIÓN DE RIESGO

Proceso de evaluación a partir del cual, una empresa clasificadora de riesgo expresa su opinión acerca de la calidad o riesgo de un determinado valor. La clasificación de riesgo implica un riguroso examen de la sociedad emisora, que es la empresa evaluada. No constituye una recomendación para comprar, vender o mantener dicho valor.

El proceso de clasificación se inicia cuando el emisor solicita a la empresa clasificadora de riesgo, la clasificación de sus valores. Si existe acuerdo, ambas firman el respectivo contrato. La LMV en el artículo 269, define la empresa clasificadora de riesgo como la persona jurídica que tiene por objeto exclusivo categorizar valores. De acuerdo con el artículo 270, estas empresas, pueden constituirse bajo cualquiera de las formas permitidas por la LGS.

Según el Reglamento de empresas clasificadoras de riesgo en su Artículo 15 denominado Clasificación Obligatoria se estipula que “Las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda deben contratar los servicios de cuando menos dos clasificadores, independientemente entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de esos valores. Es facultad de la SMV determinar aquellos valores que por sus características califican como representativos de deuda. En tales casos dichos valores deberán ser clasificados obligatoriamente”.

A. Clasificación obligatoria y facultativa

El artículo 280 de la LMV establece que la clasificación es obligatoria cuando se trata de la emisión por oferta pública de valores representativos de deuda, debiendo contratarse los servicios de por lo menos dos empresas clasificadoras de riesgo, independientes entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de esos valores. En los demás casos la clasificación es facultativa.

B. Criterios para la clasificación

El artículo 286 de la LMV establece que la clasificación de un valor se efectúa en función de:

La solvencia del emisor.

La variabilidad de los resultados económicos del emisor.

La probabilidad de que las obligaciones que el emisor ha puesto en circulación resulten impagas.

Las características del valor.

La liquidez del valor.

La información disponible a los fines de la clasificación.

Los demás criterios que, de manera general, determine la SMV.

C. Categorías de Riesgo

El análisis de la capacidad de pago de la empresa emisora de obligaciones, se resume en una clasificación de riesgo que se expresa mediante una simbología con significados determinados. Los símbolos corresponden a las diversas categorías que las normativas establecen, tales como:

Tabla No. 7

Categorías de riesgo	
CATEGORÍAS	SÍMBOLO
Mejor	I
Buena	II
Regular	III
Menor	IV
Alto Riesgo	V

Fuente: SMV

Dentro de cada categoría, se asignan letras, distinguiéndose según las clases de títulos, las mismas que expresarán el nivel de riesgo, que se traduce en la capacidad de pago de la empresa emisora.

La SMV, mediante disposiciones de carácter general, puede exceptuar en todo o en parte del cumplimiento de los requisitos establecidos respecto de determinadas categorías de colocaciones. A tal fin, toma en cuenta la naturaleza del emisor, los valores a emitirse, la cuantía de la emisión, el número de los inversionistas a los que ésta va dirigida, las especiales características que revistan u otras circunstancias que estime justificadas.

Es así, que la SMV, a través de Resolución SMV 059-2001- EF/94.10, del 31/10/2001, modificó el Reglamento de Oferta Pública Primaria, a efectos de flexibilizar los requerimientos de inscripción para los instrumentos de corto plazo de Entidades Calificadas. Al emisor que cuente con uno o más valores inscritos en el Registro Público por un período de dos años o más, que no haya sido objeto de imposición de sanciones, distintas a la amonestación, en los doce últimos meses, por faltas cometidas en relación con sus obligaciones de revelación de información a dicho Registro y cuando corresponda, la SMV le abrevia el plazo máximo de inscripción de sus valores en el RPMV de 30 a 15 días.

Asimismo, ha dispuesto que la entrega física del prospecto informativo especial a los potenciales inversionistas pueda ser sustituida por su publicación en un diario de circulación nacional.

Además mediante la sexta Disposición Transitoria y Final sobre Promoción del Desarrollo del Mercado de Valores, de la Ley N° 27649 (23.01.2002), dispuso mediante Decreto Supremo refrendado por el Ministerio de Economía y Finanzas, establecer excepciones a los requisitos de inscripción del valor y registro del prospecto en el RPMV, la obligación de contar con un agente colocador, entidad estructuradora o en su caso de representante de obligacionistas, en los supuestos en que el plazo de emisión sea corto o el monto de la emisión no sea elevado o según el tipo de valor de que se trate o las características del emisor o las naturalezas de las garantías que se establezcan u otras circunstancias similares, siempre que tales requerimientos resulten innecesarios o impongan costos injustificados al financiamiento vía la oferta de valores.

2.3.11 PROSPECTO INFORMATIVO

Uno de los requisitos para la inscripción de la oferta pública primaria es la presentación de un proyecto de prospecto informativo sobre la emisión. El prospecto informativo es el documento legalmente exigido con carácter previo a la realización de cualquier apelación pública en el que deben constar los datos necesarios para que los destinatarios de la misma

puedan formarse un juicio completo y razonando sobre la operación.

En tal sentido, en el artículo 56 de la Ley del Mercado de Valores (Dec. Leg. N° 861), estipula que el prospecto informativo deberá contener toda la información necesaria para la toma de decisiones por parte de los inversionistas; debe contener como mínimo lo siguiente:

- a. Las características de los valores, así como los derechos y obligaciones que otorgan a su titular.
- b. Las cláusulas relevantes del contrato de emisión o del estatuto para el inversionista.
- c. Los factores que signifiquen un riesgo para las expectativas de los inversionistas.
- d. Nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del prospecto informativo: entidad estructuradora o su representante, en su caso, así como del principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor.
- e. Los estados financieros auditados del emisor, con sus notas explicativas y el respectivo dictamen, correspondientes a los dos últimos años, cuando el período de constitución lo permita.
- f. El detalle de las garantías de la emisión, cuando corresponda.
- g. El procedimiento a seguir para la colocación de los valores.
- h. La información complementaria que determine la SMV mediante disposiciones de carácter general.

Principio de Transparencia

Se conoce como el principio de la información y es fundamental en el Mercado de Valores. Un mercado es transparente cuando, quienes participan en él, tienen la misma oportunidad de ser informados. Sin transparencia no es posible que el mercado inspire la confianza necesaria a quienes participan en él. Al aplicarse el principio de la transparencia, debe tenerse en cuenta que no se trata de exigir cualquier tipo de información. La información debe reunir las características siguientes: uniformidad, claridad, sencillez, oportunidad y veracidad.

En virtud de este principio, un emisor de valores a través de una OPP, debe informar correctamente al mercado no sólo respecto a valores que se desea colocar o vender, sino también con relación a la realidad de la sociedad emisora, el uso que se le darán a los fondos captados y la manera cómo se venderán o colocarán dichos valores. Esta información se plasma en un documento denominado Prospecto Informativo, el cual debe ser puesto a disposición del organismo gubernamental regulador, que en nuestro caso es la SMV.

2.3.12 LA EMISIÓN EN EL MERCADO PRIMARIO DE VALORES

Las empresas emisoras poseen dos alternativas de financiamiento vía intermediación directa: emisión de acciones (con los que abre su accionariado) y títulos de deuda (bonos e instrumentos de corto plazo).

A. Emisión de acciones

La más sencilla e importante fuente de financiamiento es el capital propio, reunido a través de la emisión de acciones. El artículo 257 de la Ley de Títulos Valores -Ley N° 27287- establece que la acción se emite sólo en forma nominativa. Es indivisible y representa la parte alícuota del capital de la sociedad autorizada a emitirla. Se emite en título o mediante anotación en cuenta y su contenido se rige por la ley de la materia.

La creación de nuevas acciones para el aumento de capital supone la introducción o colocación de activos financieros en el Mercado de Valores.

La acción se emite en título o en anotación en cuenta, de acuerdo con lo dispuesto por las normas pertinentes.

Las acciones se pueden emitir en clases. Los derechos que se confieren a los titulares de las acciones derivan del título. Tal es así que las acciones comunes ofrecen iguales derechos a todos los accionistas en forma genérica. En cambio cuando se emiten acciones en clase, éstas se diferencian de las comunes por los derechos que incorporan.

Por otro lado, la emisión de acciones en el mercado puede ser: 1) a la par, cuando el suscriptor entrega a la empresa el valor nominal del título; 2) con prima, cuando el desembolso para la suscripción es superior al valor nominal; 3) liberada, cuando en el caso de una ampliación de capital la suscripción de las acciones nuevas no requiere desembolso alguno. La emisión de nuevas acciones trae consigo el ejercicio del derecho de suscripción preferente de los antiguos accionistas, los cuales pueden ejercitarlo directamente y suscribir los títulos o enajenarlo a su valor teórico o bursátil, en cuyo caso podrá suscribir la persona que lo desee.

La mayor parte de las empresas emiten un único tipo de acciones ordinarias. Sin embargo, en algunas ocasiones una firma puede tener dos tipos de acciones en circulación, que difieren en su derecho a votar y a recibir dividendos.

El número máximo de acciones que se puede emitir se conoce como capital social autorizado o capital en acciones autorizado. Este máximo se especifica en los estatutos de la sociedad y sólo puede incrementarse con la autorización de los accionistas.

La mayor parte de las acciones emitidas están en poder de los inversionistas. Estas acciones se dice que están en circulación.

Las acciones emitidas se contabilizan en los libros de la empresa por su valor nominal. El precio de las nuevas acciones vendidas al público casi siempre supera el valor nominal. La diferencia se recoge en la contabilidad como capital aportado adicional o prima de emisión.

El éxito de una emisión de acciones depende de los siguientes factores:

. El precio de emisión es un aspecto muy importante, cuanto menor sea el precio de emisión, mayor será el valor de los derechos de suscripción, y más fácil será vender las nuevas acciones, pero, en cambio, menos recursos financieros obtienen las empresas. Por el contrario, si el precio de emisión fijado es alto, mayor será el volumen de recursos financieros que la empresa obtiene con un número de acciones dado, pero más difícil resultará colocar esas acciones en el mercado primario.

. La forma en que estén repartidas en el mercado las acciones antiguas. Si éstas están concentradas en unas pocas manos, su cotización será mucho más frágil que si estuvieran

distribuidas entre un gran número de accionistas.

. El volumen de acciones emitidas. Si la ampliación es de una acción nueva por cada cuatro antiguas, será mucho más fácil colocar la nueva emisión que si la ampliación fuera de una nueva por una antigua.

La elección del momento. Si nos hallamos en una fase ascendente del ciclo económico es probable que la ampliación salga bien.

La intervención de un buen intermediario es un factor muy importante.

Una publicidad adecuada.

B. Emisión de bonos

Los bonos son instrumentos financieros que brindan una rentabilidad fija. Son emitidos a largo plazo por una empresa, gobierno u organismo público, con un determinado tipo de interés y fecha prevista de pago de los intereses y reembolso del principal.

El artículo 86 del Decreto Legislativo N° 861, Ley del Mercado de Valores, define a los bonos como la oferta pública de valores representativos de deuda a plazo mayor a un año. Por su parte, la Ley de Títulos Valores los incluye dentro de los denominados valores mobiliarios.

Por lo tanto, la emisión de bonos es la creación de nuevos valores mobiliarios por el organismo emisor como consecuencia de un préstamo. Representan el préstamo que los inversionistas otorgan a una empresa o entidad que los emite, la que se compromete a devolver el dinero en la fecha acordada. En otras palabras, un bono es un instrumento financiero por medio del cual, un prestatario (agente deficitario) acuerda pagar al agente superavitario (inversionista individual o institucional) una tasa cupón y el valor nominal al vencimiento del bono.

Cuando se endeudan las empresas prometen realizar el pago periódico de intereses (cupón) y devolver el principal (cuantía inicial tomada a préstamo) de acuerdo con los plazos acordados. Sin embargo, esta responsabilidad es limitada. Los accionistas tienen el derecho de impago ante cualquier obligación de deuda, dejando en manos de los

prestamistas los activos de la sociedad. Está claro que optarán por hacerlo únicamente si el valor de los activos es menor que la cuantía de la deuda.

La emisión de bonos u obligaciones puede ser de 2 clases:

1) con prima, que a su vez puede ser:

a) De emisión, que es colocada en el mercado primario bajo la par, es decir, a un precio inferior a su valor nominal, b) de reembolso, por suma mayor al valor nominal;

2) sin prima.

Puesto que los prestamistas u obligacionistas no son considerados propietarios de la empresa no tienen poder de voto. El pago de los intereses de la deuda se considera como un costo y se resta del beneficio imponible. En cambio los dividendos de las acciones ordinarias se pagan con el beneficio después de impuestos.

Características de un bono

El plazo de vencimiento es el tiempo durante el cual el emisor promete cumplir las condiciones de la obligación.

El vencimiento se refiere al día en que la deuda dejará de existir y que el emisor amortizará el bono pagando la cantidad prestada.

El principal de un bono (denominado también valor a la par, valor de vencimiento, valor de rescate), es la cantidad que el emisor acuerda pagar al poseedor del bono a la fecha de vencimiento.

La tasa cupón es la tasa de interés que el emisor acuerda pagar en cada período establecido en el contrato. La tasa cupón, cuando es multiplicada por el principal del bono, proporciona la cantidad de unidades monetarias del cupón.

El cupón es la cantidad de intereses pagado a los poseedores durante el plazo del bono.

Tipos de bonos

Existen diversos tipos de bonos, entre los cuales se pueden señalar los siguientes:

Los bonos del Tesoro, emitidos por el Tesoro Público. Son instrumentos que permiten financiar operaciones del Gobierno.

Los bonos corporativos, emitidos por las empresas para captar fondos que le permitan financiar sus operaciones y proyectos de inversión. Resultan atractivos para las empresas porque no necesariamente están respaldados por garantías específicas. Los emisores tienen la posibilidad de diseñarlos de acuerdo con las características que se ajusten y convengan a sus propios requerimientos de financiamiento y en función a un estudio de demanda de este tipo de instrumento.

Los bonos de arrendamiento financiero, emitidos por instituciones bancarias, financieras y de arrendamiento financiero, con la finalidad de captar fondos destinados a comprar activos fijos para emplearlos en arrendamiento financiero. Tienen como límite los montos fijados para las operaciones pasivas de las entidades bancarias y financieras.

Los bonos estructurados, son parte de los llamados instrumentos de inversión estructurados, los cuales son deudas que representan una renta variable a su tenedor. La rentabilidad ofrecida se deriva de la rentabilidad futura de un portafolio de otros activos financieros.

Los bonos subordinados, son emitidos sólo por entidades financieras a plazos no menores de cinco años, sin opción a garantizarlos ni procede su pago antes del vencimiento ni su rescate por sorteo. Los bonos convertibles se caracterizan en que el poseedor o tenedor del bono tiene el derecho o la opción de intercambiar la obligación por una cantidad específica de acciones comunes.

Participantes en una emisión de bonos:

Respecto a los agentes intervinientes en una emisión, podemos decir que los bonos son emitidos por el deudor (cualquier persona jurídica del sector público o privado y no sólo por las sociedades anónimas como lo disponía la ley anterior); que pueden ser adquiridos por los inversionistas, a quienes se les informa de las condiciones del endeudamiento y de la forma de pago a través de los prospectos informativos y documentación complementaria referida a la persona jurídica deudora y característica de las obligaciones.

El proceso de información es controlado por la SMV, sin que ello signifique que dicha autoridad recomiende o garantice el buen fin de la inversión.

Entre los principales participantes en una emisión de bonos se tiene a los siguientes:

1) Emisor: Entidad pública o privada que, buscando financiamiento a través del mercado de valores, emite valores mobiliarios para ofrecerlos al público en general o a un sector determinado de éste. Las empresas emisoras son agentes deficitarios que requieren fondos, sea para financiar un nuevo proyecto de inversión, para ampliar su capacidad de producción o para reestructurar sus pasivos con un financiamiento, generalmente de largo plazo.

Una característica de nuestro mercado es que son pocas las empresas emisoras de bonos corporativos (69) y a su vez concentran la mayoría de emisiones.

2) Obligacionistas: Son los agentes superavitarios o inversionistas (individuales o institucionales) que buscan rentabilidad para el excedente de dinero o recursos financieros que tienen en su poder. Se les denomina también tenedores del bono.

3) Representante de los obligacionistas. En el caso de la emisión de bonos, se requiere que la empresa emisora designe un representante de los obligacionistas. Sólo las empresas bancarias, financieras o las sociedades agentes podrán ser designadas como representantes.

4) Estructurador.- Entidad encargada de la dirección de la oferta pública, esto es de realizar el estudio de la emisión y colocación de bonos. Asimismo, diseña o estructura las características de la emisión de los bonos. Pueden desempeñarse como tales los agentes de intermediación y bancos de inversión regulados por la Ley General del Sistema Financiero y de Seguros, así como las entidades que determine la SMV.

5) Ofertante.- Realiza la invitación a adquirir los valores mobiliarios objeto de la oferta pública. En tal sentido puede colocar dichos valores en forma directa o mediante terceros. Pueden ser ofertantes, el propio emisor y/o una entidad dedicada a la colocación y negociación de valores mobiliarios (agente de intermediación).

6) Clasificadora de Riesgo.- Emiten opinión acerca de la situación financiera de la empresa emisora y del riesgo o calidad de la emisión.

Los criterios que se toman en cuenta para la clasificación de riesgos son: 1) la solvencia del emisor, 2) la variabilidad de los resultados económicos del emisor, 3) la probabilidad que las obligaciones puestas en circulación por el emisor resulten impagas, 4) las características del valor, 5) la liquidez del valor, 6) la información disponible a los fines de la clasificación.

7) Ente Regulador.- SMV es la institución encargada de promover y reglamentar los aspectos relacionados al Mercado de Valores Peruano.

C. Procedimiento para la colocación de activos financieros en el Mercado Primario de Valores

El proceso de emisión de activos financieros (bonos y acciones) se da cuando los agentes deficitarios (demandante de fondos prestables) requieren, recursos financieros o fondos para financiar sus proyectos de inversión y no les resulta conveniente o suficiente tomarlos del sistema bancario, entonces recurren a la emisión de valores mobiliarios (bonos) y captan así los recursos necesarios directamente de los ofertantes de fondos (agentes superavitarios).

Los activos financieros son colocados a través de los bancos de inversión. Un banco de inversión es el intermediario directo entre la empresa emisora y el inversionista que desea adquirir valores ofertados. El banco de inversión no sólo realiza la oferta de títulos de empresas a inversionistas directos, sino que realiza un proceso especializado de asesoría integral, que va desde la definición del tipo de instrumento más conveniente para la

empresa emisora, hasta el servicio post-venta, que busca que el título emitido posea liquidez en el mercado y cobertura de información en forma permanente.

La responsabilidad fundamental de un banco de inversión consiste en asesorar al agente deficitario o emisor y determinar el financiamiento más adecuado a sus necesidades.

El procedimiento para colocación de activos financieros en el mercado primario de valores, contempla los pasos siguientes:

1. El agente deficitario (emisor) decide emitir valores mobiliarios (bonos o acciones), para lo cual contrata los servicios de un estructurador.

2. El estructurador se encarga de diseñar la emisión o programa de emisión. Este diseño implica realizar un análisis financiero, de sensibilidad y riesgos del mercado y del emisor; definir la estructura de la emisión (montos, plazos, amortizaciones, tasas, entre otras características); brindar asesoría en la elaboración de las Actas de Junta de Accionistas, contrato de colocación, minuta de emisión, solicitud para la SMV, etc. Las sociedades agentes de bolsa, los bancos o cualquier otra entidad que determine la SMV, incluso el mismo emisor, puede actuar como estructurador.

3. Si el emisor ofrece valores representativos de deuda, como por ejemplo bonos, debe contratar los servicios de por lo menos dos (2) empresas clasificadoras de riesgo independientes entre sí para que efectúen la clasificación permanente de dichos valores. En los demás casos, la clasificación es facultativa. Como parte de su labor, la clasificadora se encarga de realizar el análisis financiero del emisor y de la emisión (calce de plazos, endeudamiento económico, estrategia empresarial, perspectivas del negocio, posicionamiento en el mercado, etc.). Concluido su análisis emite una opinión, expresada en categorías, sobre la capacidad del emisor para cumplir o no sus obligaciones (con los inversionistas) en las condiciones y plazos establecidos en el contrato de emisión.

4. Una vez estructurada la emisión o programa de emisión, el emisor remite a la SMV la información y documentación solicitando su inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV).

5. La SMV revisa el expediente y si este cumple con todos los requisitos autoriza la inscripción de la emisión o programa de emisión en el RPMV.

6. Una vez autorizada la inscripción, el emisor transfiere los valores al agente de intermediación.

7. El agente de intermediación -que también puede actuar como estructurador- pre financia al emisor, cuando se trata de la colocación en firme.

8.- El agente de intermediación coloca o vende los valores a los inversionistas (individuales e institucionales). La colocación puede hacerse bajo las modalidades de en firme y no en firme.

9. Los inversionistas adquieren los valores y el agente de intermediación recibe los fondos producto de la venta de los valores.

10. El emisor procede al pago de los intereses y del principal de acuerdo con la periodicidad y condiciones establecidas en el prospecto informativo. Dichos pagos los puede realizar directamente o a través de CAVALI.

D. Contrato de Emisión de Bonos

Por el contrato de emisión, la sociedad emisora se obliga a crear y entregar bonos, en determinadas condiciones y el representante de los obligacionistas, en nombre de los futuros obligacionistas, acepta esas condiciones y se obliga a suscribir y desembolsar una prestación dineraria por los títulos emitidos.

El contrato de emisión de bonos deberá hacerse constar en escritura pública, debiendo cumplir obligatoriamente con los requisitos siguientes:

a) El nombre, el capital, el objeto, el domicilio y la duración de la sociedad emisora.

- b) Las condiciones de la emisión y cuando se trate de un programa de emisión, las diversas series o etapas de colocación.
- c) El valor nominal de las obligaciones, sus intereses, vencimientos, descuentos o primas si fuera el caso y el modo y lugar de pago.
- d) El importe total de la emisión y según corresponda, el de cada una de sus series o etapas.
- e) Las garantías de la emisión, de ser el caso.
- f) El régimen del sindicato de obligacionistas, así como las reglas fundamentales sobre sus relaciones con la sociedad.
- g) Cualquier otro pacto o convenio propio de la emisión.
- h) Las características de la emisión, relacionadas a:
 - Importe total, series y cupones.
 - Valor nominal, plazos, período de gracia, tasa de interés, primas si las hubiere y tasa de reajuste del valor nominal, si fuera el caso.
 - Sorteos, rescates y garantías, si las hubiere.
 - Descripción de los aspectos relevantes del programa de emisión a que pertenecen los valores, de ser el caso.
- i) Restricciones al actuar del emisor y responsabilidades que le corresponde asumir en salvaguarda de los intereses de los obligacionistas, tales como:
 - El suministro continuo de información relativa a su marcha económico-financiera y a cambios en su administración.
 - La conservación y la sustitución de los activos afectados en garantía exclusiva de los obligacionistas.
 - El derecho de los obligacionistas a disponer inspecciones y auditorías.
 - El procedimiento para la elección del representante de los obligacionistas.
 - Los deberes y responsabilidades que recaen sobre el representante de los obligacionistas.
- j) Las disposiciones sobre el arbitraje de los conflictos entre la sociedad, los obligacionistas y el representante de los obligacionistas.

k) Toda la información que establezca la SMV mediante disposiciones de carácter general.

Tipos de garantías de una emisión de bonos

Los tipos de garantías en una emisión de bonos pueden ser:

a) **Garantía común o general.**- Cuando no existe una garantía específica que respalda la emisión de los bonos, motivo por el cual el pago de éstos se encuentra afectado al patrimonio total de la empresa emisora. La LGS ha previsto que los titulares de obligaciones gocen de los privilegios siguientes:

- El representante de los obligacionistas podrá convocar a la junta general de accionistas de la sociedad emisora si ocurriese un atraso mayor de ocho días en el pago de intereses vencidos o en la amortización del capital.
- La asamblea de obligacionistas podrá acordar con la sociedad emisora, la modificación de las garantías establecidas para la emisión.
- El representante de los obligacionistas tiene derecho de asistir, con voz pero sin voto, a la junta general de accionistas.
- Designar a una persona natural para que forma parte del directorio, cuando la participación de un representante de los obligacionistas en dicho órgano estuviese prevista en la escritura pública de emisión.

b) **Garantía específica.**- los bonos pueden ser garantizados con las siguientes garantías específicas:

- Derechos reales de garantía (prenda o hipoteca).
- Fianza solidaria, emitida por entidades del sistema financiero nacional, compañías de seguros nacionales o extranjeras o bancos extranjeros.

E.5 Análisis comparativo de las ventajas y desventajas de la emisión de bonos

El mercado de deuda permite a las empresas captar recursos a través de la emisión de bonos (los cuales son emitidos a un plazo mayor a un año).

La emisión de estos valores obliga a los emisores a realizar pagos periódicos de intereses (cupones) y a devolver el importe total de la deuda al vencimiento de la misma.

En nuestro país, las empresas han preferido financiarse a través de la emisión de bonos. Son pocas las empresas que han realizado emisión de acciones (sólo existen ocho casos en los últimos diez años).

Las principales ventajas y desventajas del financiamiento empresarial mediante la emisión de bonos son las siguientes:

Ventajas de emitir bonos

- Diversificación de las fuentes de financiamiento.
- Mejoran la liquidez así como el capital de trabajo de la empresa emisora.
- Permite lograr un adecuado calce entre flujos de ingresos y egresos.
- Por lo general no se requieren garantías específicas (si se emite por debajo del patrimonio). Si se emite por encima se requiere garantía específica.
- Acceso al financiamiento directo a menor costo.
- Reestructuración de cartera de las empresas.
- No disminuyen el control de la organización. Los obligacionistas no participan de las utilidades ni comparten el control de la empresa.
- Generan escudo tributario. El pago de intereses es deducible para los efectos del impuesto a la renta, es decir, como los intereses pagados son deducibles de impuestos, al financiarse con deudas la empresa obtiene mayores utilidades.
- Facilitan la planeación estratégica. Versatilidad para diseñar variantes a partir del esquema básico del bono.

Desventajas de emitir bonos

- La deuda que se genera con la emisión de los bonos representa un desembolso fijo y por lo tanto, las desviaciones de las proyecciones financieras pueden provocar la postergación de los pagos o su aplazamiento indefinido, en cuyo caso la liquidación, la conversión de

deuda en capital o la transferencia de la propiedad constituyen las opciones previas al pago.

- Un elevado coeficiente de apalancamiento, visualizado mediante una alta participación porcentual de las deudas en la estructura financiera, aunque es favorable porque contribuye a incrementar las utilidades por acción común, puede ser contraproducente para los accionistas si las utilidades distribuidas crecen menos que el valor de mercado del título y en consecuencia, la tasa de rendimiento sobre el capital contable tiende a la baja.
- Como la relación contractual establecida entre la empresa y los inversionistas se dimensiona a largo plazo, el riesgo para éstos es mayor. Esto suele propiciar condiciones más exigentes.
- Hay límite en la captación de fondos a partir de deudas a largo plazo, conceptuándose que la barrera está determinada por la capacidad real de pago y por el hecho de evitar que la empresa termine orientando externamente los recursos provocados por la operación, dando lugar a la afirmación “la compañía trabaja para terceros”.
- Mayor supervisión de las entidades reguladoras.
- Mayor apertura y flujo continuo de información al mercado.
- Continua evaluación por parte de las clasificadoras de riesgo.

Capital contra Deuda

Las diferencias concretas que se derivan de comparar el capital propio representado por acciones con la deuda representada por bonos, está plasmada en el cuadro siguiente:

Tabla No. 8

Diferencias entre acciones y bonos		
Características	Capital: acciones	Deuda: bonos
NATURALEZA	Fortalece la estructura patrimonial	Incrementa el pasivo no corriente
PLAZO	Indefinido	Definido (más de 1 año)
RIESGO	Capital de riesgo	Garantía específica cuando la emisión es por encima del patrimonio.
BENEFICIO	Dividendos aleatorios	Intereses fijos
INCUMPLIMIENTO	Las empresas no pueden quebrar por no pagar dividendos	La deuda sin pagarse es un pasivo para la empresa
CONTROL	Las acciones por lo general tienen derecho a voto (acciones comunes)	Los bonos no tienen derecho a voto
DERECHOS PATRIMONIALES	Detenta la propiedad de la empresa	No detenta la propiedad de la empresa
CONDICIÓN TRIBUTARIA	Los dividendos normalmente se gravan como ingreso personal; éstos no son un gasto del negocio	Los intereses normalmente se gravan como ingreso personal; los intereses son un gasto para el negocio

Fuente: SMV

Las diferencias más importantes se aprecian en cuanto al control y a los derechos patrimoniales. Las acciones dan derecho a voto, en cambio la deuda no; esto quiere decir, que las acciones permiten direccionar o controlar la empresa. Además, a diferencia de los bonos, con las acciones se detenta el derecho de propiedad de la empresa.

Factores que determinan el éxito de una emisión:

- Tamaño de la empresa.
- Lucro obtenido por la empresa emisora.
- Perspectivas estables y crecientes de lucro.
- Clasificación de riesgo del activo financiero.
- Calidad de la administración.
- Oportunidad del mercado de determinar el momento óptimo de la emisión.

- Desarrollo del mercado de valores.
- Costo de emisión y colocación de los activos financieros.

2.3.13 Impuesto a las Ganancias de Capital en la BVL

BolsaNet (2010) da a conocer que desde el 1 de enero de 2010 se grava con el Impuesto a la Renta a la ganancia de Capital que se obtiene por las operaciones de compra y venta de títulos en la Bolsa de Valores de Lima.

Explica que cuando una persona natural domiciliada transfiere acciones obtiene una renta de segunda categoría asociada a la ganancia de capital, es decir, a la compra venta de valores mobiliarios. La tasa que deberá pagar es de 6.25% sobre la renta neta anual.

Para determinar la renta neta de segunda categoría en el año es necesario lo siguiente:

1. Definir la renta bruta de segunda categoría (directamente o a través de fondos o patrimonios).
2. Se deduce de la renta bruta 5 UIT.
3. Al saldo se deducirá un 20%.
4. Resultado: Renta Neta de segunda categoría (renta imponible).
5. Si existiera pérdidas de capital, se deducirán de la renta imponible (ganancia de capital).
6. Si al final hubiera pérdida, ésta no podrá arrastrarse a los ejercicios siguientes.

Existe una regla general para el pago del Impuesto a la Renta a la Ganancia de Capital que establece que el Impuesto se aplica tanto si las sociedades son constituidas o establecidas en el Perú o en el extranjero. El impuesto a la renta deberá ser declarado y pagado por el vendedor a través de la Declaración Jurada anual.

Esta regla no se aplica a Sociedades Administradoras de los Fondos Mutuos de Inversiones en Valores, Fondos de Inversión, Sociedades Titulizadoras de Patrimonios Fideicometidos, y Fiduciarios de Fideicomisos Bancarios y AFP (aportes voluntarios sin fines previsionales).

El Estudio Rodrigo, Elías y Medrano (2010) indica que el Reglamento de la Ley del Impuesto a la Renta ha incorporado (LIR) una “precisión” en relación a este tipo de bonos que excede lo dispuesto por la LIR:

La inafectación a los intereses y Ganancias de capital de los bonos al 10.03.2007 solo procederá si tales rendimientos, a esa fecha, gozaban de alguna exoneración.

Tabla No. 9

Tasas del Impuesto a las Ganancias de Capital en la BVL				
	Bonos peruanos		Bonos extranjeros	
	PN	PJ	PN	PJ
Tenedor domiciliado	5% de la renta bruta (monto pagado)	30% de la RN	15, 21, 30% de la RN	30% de la RN
Tenedor no domiciliado	30% de la renta bruta (monto pagado)	-4.99%* -30% de la renta bruta (monto pagado)	∅	

Fuente: Rodrigo, Elías y Medrano.

Los requisitos para aplicar la tasa de 4.99% son: (i) acreditar el ingreso de la moneda extranjera al Perú; y, (ii) que el crédito no devengue un interés anual al rebatir superior a la tasa preferencial predominante en la plaza de donde provenga, más tres (3) puntos (Tasa Prime más seis puntos para la plaza americana, y Libor más siete puntos en otras plazas). Este impuesto se aplica hasta el 2015 y se exonera entre el 2016 y 2018 para promover el mercado de valores, según disposición del gobierno.

2.3.14 DEFINICIONES CONCEPTUALES (GLOSARIO DE TÉRMINOS BURSÁTILES)

- **Acciones comunes:** Son valores emitidos por empresas constituidas como sociedades anónimas que otorgan algunos derechos a sus propietarios, como participar en el capital y utilidades de la empresa, votar en las juntas generales de accionistas, fiscalizar la gestión de los negocios de la empresa, entre otros.

- **Acciones de inversión:** Dichos títulos tienen origen en las anteriores acciones laborales, cuyos tenedores originales fueron los trabajadores de las empresas industriales, pesqueras y mineras obligadas a emitirlos. Estas acciones conforman la cuenta Participación Patrimonial del Trabajo y no confieren la calidad de socios que ostentan los titulares de las acciones de capital cuyos títulos constituyen partes alícuotas del capital social.
 - **Acciones en circulación:** Son aquellas acciones emitidas por una sociedad anónima y se encuentran en poder de quienes las han adquirido.
 - **Bonos:** Son valores que representan una deuda contraída por una empresa o dependencia gubernamental y que pagan una renta fija, es decir, reditúan intereses a una tasa definida que puede ser fija, variable o reajutable, lo importante es que dicha tasa ha sido establecida desde el momento en que se produce la emisión de estos valores.
 - **CAVALI S.A. I.C.L.V:** Es una sociedad anónima especial, cuya finalidad es registrar valores que han sido convertidos en registros computarizados o anotaciones en cuenta (desmaterializados) y realizar la liquidación de operaciones efectuadas en la Bolsa de Valores de Lima, es decir, recibir los valores del vendedor y el dinero del comprador, y entregar los valores al comprador y el dinero al vendedor.
 - **Cartera (Portafolio):** Inversiones de los bancos y las instituciones financieras en general. El término se emplea para indicar valores, acciones, bonos, etc. que son llevados en los libros de dichas instituciones. El término también se suele referir a otros activos específicos de la empresa tales como: Cartera de cheques y billetes (caja), cartera de colocaciones y cartera pesada, etc.
 - **Certificados de Participación:** Son valores mobiliarios representativos de derechos de participación que confieren a su titular una parte alícuota de los recursos provenientes de un fondo.
 - **Comitente:** Es la persona natural o jurídica que realiza operaciones de compra y venta de valores en el mercado bursátil o extrabursátil, a través de una Sociedad Agente de Bolsa; también se le denomina inversionista.
- Compensación:** Proceso por medio del cual, y con el fin de ahorrar tiempo y dinero, se confrontan los créditos y los débitos de varios titulares unidos por relaciones comerciales

a través de una oficina común (Cámara de Compensación), de tal modo que solo se liquidan las diferencias. Se realiza con más frecuencia en la actividad bancaria, pero también existe en forma limitada en el comercio entre países de América Latina.

- **Costo de oportunidad:** El valor más alto que podría ser generado si los recursos y los factores productivos fueran destinados a actividades diferentes a aquellas en donde están siendo utilizados. Sirve para medir el costo de emplear tales recursos en su actividad actual en comparación con lo que podrían producir en uso alternativo.
- **Cotización:** Precio al cual se compra y vende públicamente en el mercado las mercancías, los valores y efectos públicos o mercantiles.
- **Coyuntura:** Conjunción de situaciones económicas, políticas, sociales, etc. que se da en un momento determinado.
- **Demanda:** Es la cantidad de un bien o un servicio que un individuo desea al precio corriente. La demanda total en la economía es conocida como demanda agregada.
- **Demandante:** Es aquella persona o empresa que se encuentra interesada en adquirir o comprar algún bien o servicio. En el Mercado de Valores es aquella persona o empresa que desea comprar valores (demandante de valores) o aquella empresa que se encuentra interesada en adquirir o captar dinero a través de la emisión de valores (demandante de fondos).
- **Desmaterialización:** Es la conversión de certificados o documentos físicos que representan un valor emitido por una empresa, en registros computarizados o anotaciones en cuenta.
- **Dividendo:** Parte de las utilidades, que se destina para distribuir entre los accionistas después de atender las reservas legales estatutarias y voluntarias. Puede ser en acciones o en efectivo.
- **Emisor:** Son todas aquellas empresas o entidades gubernamentales que emiten valores con la finalidad de obtener dinero para financiar sus actividades.
- **Especulación:** Operación que consiste en aprovechar las fluctuaciones naturales de la oferta y la demanda con el fin de obtener beneficios de corto plazo.

- **Financiamiento:** Obtención capital destinado a la adquisición de los bienes necesarios para el cumplimiento de sus fines.
- **Fondo de garantía:** Fondo que se destina a los clientes de los corredores para la reposición de títulos valores mobiliarios negociados en la Bolsa por daños, consecuencias de acto culposo o dolos de responsabilidad de esas instituciones.
- **Especulación:** Operación que consiste en aprovechar las fluctuaciones naturales de la oferta y la demanda con el fin de obtener beneficios de corto plazo.
- **Financiamiento:** Obtención capital destinado a la adquisición de los bienes necesarios para el cumplimiento de sus fines.
- **Fondo de garantía:** Fondo que se destina a los clientes de los corredores para la reposición de títulos valores mobiliarios negociados en la Bolsa por daños, consecuencias de acto culposo o dolos de responsabilidad de esas instituciones.
- **Fusión:** Operación por la cual dos o más sociedades se disuelven, sin liquidarse, para constituir una nueva sociedad.
- **Incorporación:** Es la operación por la cual una o más sociedades son absorbidas por otras que les suceden en sus derechos y obligaciones.
- **Instrumentos de corto plazo:** Valores representativos de deuda emitidos mediante títulos o anotaciones en cuenta. Pueden utilizarse como instrumentos de corto plazo los pagarés, las letras de cambio u otros valores representativos de deuda que determine la SMV, la cual podrá establecer las características de estos últimos, pudiendo exceptuarlos de los requisitos previstos en la Ley de Sociedades u otras normas que resulten aplicables.
- **Inversión:** Empleo del capital con el objetivo de obtener beneficio en el corto, mediano o largo plazo.
- **Inversionista institucional:** Institución que dispone de recursos mantenidos con cierta estabilidad destinados a la reserva de riesgos o a la renta patrimonial y que invierte estos recursos en el mercado de capitales.
- **Liquidez:** Característica de un activo consistente en la posibilidad de recuperar de una manera rápida y sustancialmente íntegra su valor en dinero efectivo.

- **Mercado de Capitales:** Es el conjunto de instituciones, instrumentos financieros y canales que hacen posible el flujo de capitales desde los agentes que tienen excedentes de recursos financieros hacia los que les falta (deficitarios).
- **Mercado de Valores:** Segmento del mercado de capitales, al que concurren ofertantes y demandantes de valores mobiliarios, en donde se transan valores negociables desde su emisión, primera colocación, transferencia, hasta la extinción del título, en que intervienen unidades deficitarias o superavitarias actuando como intermediarios los bancos, instituciones financieras y la bolsa de valores a través de sus agentes de intermediación. Está conformado por el mercado primario y el mercado secundario.
- **Mercado Primario:** Es el proceso de venta inicial de una emisión de títulos valores, también conocido como colocación primaria, es decir, es aquel donde se colocan y negocian por primera vez los títulos que se emiten.
- **Mercado Secundario:** Es aquel donde los instrumentos financieros o los títulos valores que se han colocado en el mercado primario son objeto de negociación. El mercado secundario les da liquidez a los valores existentes. Generalmente, estas negociaciones se realizan en las Bolsas de Valores.
- **Mercado:** Lugar donde se efectúan operaciones de compra-venta de determinados bienes. Conjunto ideal de actos de compra y venta de bienes determinados en un tiempo y un espacio específicos.
- **Oferta Privada:** Es aquella en la que no se emplean medios masivos de difusión. Van dirigidas exclusivamente a inversionistas institucionales, o son valores cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo es igual o superior a S/. 250,000.
- **Oferta Pública:** Es oferta pública de valores mobiliarios la invitación, adecuadamente difundida, que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general, o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios.
- **Oferta Pública Secundaria:** Es aquella que tiene por objeto la transferencia de valores emitidos y colocados previamente. Constituyen ofertas públicas secundarias, entre otras,

la oferta pública de adquisición, la oferta pública de compra, la oferta pública de venta y la oferta de intercambio.

- **Operación Extrabursátil:** Son las operaciones que se efectúan con valores inscritos en la Bolsa pero que se realizan fuera de Rueda de Bolsa. En estas operaciones se requiere la intervención de una sociedad agente quien es la encargada de certificar la transacción y liquidación oportuna de las operaciones con indicación de la cantidad, precio y la fecha en que tuvo lugar la operación.

- **Renta variable:** Es cuando se compra una acción y la inversión se determina por las utilidades que obtiene la empresa, así como las posibles variaciones en el precio de la misma, según las condiciones existentes en el mercado.

- **Renta fija:** Es el rendimiento de un título-valor, fundamentalmente obligaciones, cuya remuneración está predeterminada en el momento de la emisión, normalmente en forma de interés.

- **Rentabilidad:** Relación existente entre un capital y los rendimientos netos obtenidos de la inversión, expresada en términos porcentuales.

- **Rescate:** Pago del valor de un título valor para retirarlo definitivamente de circulación.

- **Riesgo:** Probabilidad de pérdida de capital que se afronta al tomar decisiones de inversión o ejercer una actividad empresarial.

- **Rueda de Bolsa:** Es la sesión diaria en la que se negocian los valores previamente inscritos en la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y la Bolsa.

- **Sociedad Agente de Bolsa (SAB):** Es el intermediario del mercado bursátil autorizado por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) que está encargado de realizar las operaciones de compra y venta que los inversionistas solicitan; a cambio, cobra una comisión que es determinada libremente por cada una de ellas en el mercado.

- **Valores:** Títulos, certificados o documentos emitidos por una empresa que otorgan derechos a sus poseedores, y que son libremente transferibles. Pueden ser acciones, bonos, letras hipotecarias, instrumentos de corto plazo, etc.

2.3.15 Otras modalidades de financiamiento empresarial

a) Préstamo bancario

Según el BCR (2015), las empresas peruanas de los segmentos: corporativo, grandes y medianas; además de financiarse en el mercado de capitales local e internacional mediante la venta de bonos e instrumentos de corto plazo, consiguen recursos financieros mediante créditos de bancos nacionales y extranjeros, préstamos sindicados, crédito de proveedores comerciales, financiamiento de leasing financiero y operativo de mediano y largo plazo.

Este sector empresarial concentra el mayor monto de ventas del país y, por tanto, se caracteriza por su elevada escala tanto en sus operaciones como en su actividad crediticia. Su poder de negociación con los bancos se basa en el acceso que tiene al mercado de capitales nacional e internacional, así como acceso al crédito de varias entidades financieras en el país, aunque en menor magnitud para las medianas compañías. Las condiciones promedio son:

Tabla No. 10

Segmentos y Características de los Créditos				
Segmento	Monto	Plazo	Garantía	Utilización
Sector Empresarial Mayorista				
Corporativo	Elevado	Variable	No específica	Productivo
Gran Empresa			Específica	
Mediana Empresa	Mediano			
Sector Empresarial Minorista				
Pequeña Empresa	Pequeño	Un año	Específica y Solidaria	Productivo
Micro Empresa				Productivo y Consumo

Tabla No. 11

Distribución del Crédito* por Monedas y Segmentos				
	Moneda Nacional		Moneda Extranjera	
	S/. millones	%	S/. millones	%
Sector Empresarial Mayorista				
Corporativo	10 552	8,9	18 629	23,2
Gran Empresa	12 218	10,3	21 258	26,5
Mediana Empresa	15 173	12,7	22 657	28,2
Sector Empresarial Minorista				
Pequeña Empresa	19 056	16,0	2 874	3,6
Micro Empresa	7 774	6,5	355	0,4

Tabla No. 12

La Tasa Activa Implícita por Segmento y por Moneda (en porcentaje de las colocaciones)		
	Moneda Nacional	Moneda Extranjera
Sector Empresarial – Mayorista		
Corporativo	5,9	3,9
Gran Empresa	7,3	5,7
Mediana Empresa	11,3	8,4
Sector Empresarial - Minorista		
Pequeña Empresa	20,8	12,2
Micro Empresa	32,9	

Fuente: BCR. Radiografía del costo de crédito en el Perú (2015).

La dolarización de los créditos que concentra este sector empresarial representa más del 60% del total que brinda el sistema financiero peruano, ya que tiene mayores posibilidades de acceder a créditos de exterior y que incluye a las empresas generadoras de ingresos en dólares.

Las empresas corporativas, grandes y medianas, en conjunto, concentran el 50% del crédito del sistema financiero. Los créditos por montos promedios más bajos en este sector (desde S/. 0.7 millones), son generalmente en moneda nacional y a medianas empresas, y los mayores montos (hasta S/. 96 millones en promedio) son para los corporativos que reciben créditos en ambas monedas.

b) Emisión de valores en el exterior

Históricamente las empresas peruanas corporativas, grandes y medianas han financiado sus operaciones con capital propio y crédito bancario, sin embargo, con la caída del costo del financiamiento en el mercado de capitales local e internacional, especialmente entre el 2012 y el 2013, optaron por conseguir recursos emitiendo títulos de deuda fuera del país, aprovechando que los inversionistas internacionales volcaron su interés hacia la compra de los instrumentos de renta fija de empresas con clasificaciones de riesgo de grado de inversión y high yield (bonos de grado especulativo) de países emergentes . Esto permitió que las empresas con la capacidad de emitir en el exterior reperfilen sus deudas y disminuyan el costo de sus créditos.

Consiguieron recursos provenientes de los mercados externos con tasas de interés anuales en dólares desde 4.24% hasta 9% a plazos de entre 5 y 20 años, y montos que oscilaron entre US\$ 50 millones y US\$ 850 millones por cada operación de venta de títulos.

Como informan los Reportes de Inflación Trimestrales del BCR en el 2010, 2011, 2012 y 2013, las empresas en estudio se endeudaron mediante el mercado de valores internacional realizando colocaciones privadas en el exterior por US\$ 3,375 millones, US\$ 1,855 millones, US\$ 2,960 millones y US\$ 6,389 millones, respectivamente.

Cabe mencionar que cuando una empresa se financia con bonos por montos superiores a los US\$200 millones en una sola emisión, el mercado internacional brinda muchas más beneficios por su liquidez, por el mayor número de participantes (inversionistas) que compran y venden, y por su estructura de resguardos financieros, lo que hace que el mercado internacional tenga un atractivo especial para los emisores tanto corporativos como financieros.

Empero desde el 2014, las condiciones de financiamiento en el mercado internacional cambiaron y sólo las empresas con mejores clasificaciones crediticias accedieron al mercado internacional y las demás obtuvieron fondos dentro del mercado local en el que las tasas fluctuaron entre el 5% y 8% anual, según el tipo y riesgo de cada empresa.

Tabla No. 13

COLOCACIONES PRIVADAS EN EL EXTERIOR	
(Millones de dólares)	
Empresa	Monto
2010	3 375
Financieras	1 700
No Financieras	1 675
2011	1 855
Financieras	1 530
No Financieras	325

Tabla No. 14

EMISIONES DE BONOS EN EL MERCADO INTERNACIONAL			
Empresa	Monto (Millones de US\$)	Plazo (años)	Tasa
AÑO 2012	2 960		
Sector no financiero	1 810		
Volcan	600	10	5,38%
Camposol	125	5	9,88%
Terminales Portuarios Euroandinos	110	25	8,13%
Ajecorp	450	10	6,50%
Coazucar (Grupo Gloria)	325	10	6,38%
Maestro	200	7	6,75%
Sector financiero	1 150		
BBVA Banco Continental	500	10	5,00%
Interbank	250	8	4,80%
Scotiabank Perú	400	15	4,50%

Tabla No. 15

EMISIONES DE BONOS EN EL MERCADO INTERNACIONAL			
Empresa	Monto (Millones de US\$)	Plazo (años)	Tasa
AÑO 2013	6 389		
Sector no financiero	4 038		
Copeinca	75	5	9,00%
Exalmar	200	7	7,38%
Cementos Pacasmayo	300	10	4,63%
Alicorp	450	10	3,88%
Gas Natural de Lima y Callao - Cálidda	320	10	4,38%
Compañía Minera Milpo	350	10	4,63%
Corporacion Lindley	260	10	4,63%
Ferreycorp	300	7	4,88%
Transportadora de Gas del Perú	850	15	4,25%
Consortio Transmantaro	450	10	4,38%
Inkia Energy	150	8	8,38%
San Miguel Industrias	200	7	7,75%
Planta de Reserva Fría de Generación de Éten	133	20	7,65%
Sector financiero	2 351		
BBVA Banco Continental	300	4	2,31%
Fondo Mivivienda	500	10	3,50%
BBVA Banco Continental (abril)	500	5	3,25%
Banco de Crédito (marzo)	716	10	4,25%
Banco de Crédito (abril)	170	14	6,13%
Andino Investment Holding	115	7	11,00%
Interbank	50	10	7,50%

Fuente: BCR, Reporte de Inflación 2012, 2013 y 2014.

2.3.16 Financiamiento con bonos en América Latina

Las emisiones de bonos tanto en moneda extranjera como en moneda local en América Latina registraron un auge entre el 2010 y 2013, que contribuyeron con el ensanchamiento del espacio de financiamiento tanto del sector corporativo como de los gobiernos de la región.

Tabla 16

CANTIDAD DE NUEVAS EMISIONES DE BONOS REGISTRADAS EN BOLSA								
<i>Number of new bonds listed</i>								
Bolsa	2012				2013			
	Total	Emisiones Domésticas		Emisiones Extranjeras	Total	Emisiones Domésticas		Emisiones Extranjeras
		<i>Domestic Issues</i>		<i>Foreign Issues</i>		<i>Domestic Issues</i>		<i>Foreign Issues</i>
	<i>Exchange</i>	Sector Público	Sector Privado		Sector Público	Sector Privado		
	<i>Public sector</i>	<i>Private sector</i>		<i>Public sector</i>	<i>Private sector</i>			
Buenos Aires	917	195	722	0	1.055	231	824	0
Rosario	5	0	5	0	7	0	7	0
Boliviana	39	0	39	0	51	0	51	0
BM&FBOVESPA	42	6	36	0	104	6	98	0
Santiago	111	6	103	2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Colombia	35	0	35	0	68	7	61	0
Costa Rica	163	66	35	62	81	29	14	38
Guayaquil	122	3	119	0	115	3	112	0
Quito	111	12	99	0	112	27	85	0
El Salvador	28	3	16	9	23	4	17	2
Mexicana	124	91	31	2	125	100	25	0
Panamá	33	0	28	5	36	0	35	1
Asunción	142	11	131	0	98	21	77	0
Lima	72	2	70	0	83	2	81	0
Euronext Lisboa	49	0	49	0	45	1	29	15
Rep. Dominicana	59	22	36	1	77	24	53	0
Montevideo	5	2	3	0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Caracas	36	0	36	0	19	0	19	0

Fuente: Federación Iberoamericana de Bolsas. Anuario 2014

A continuación se presenta, en base a información de la Revista Forbes México, las características generales de tres emisiones de bonos de empresas corporativas de Latinoamérica que al igual que en el resto del mundo acceden a tasas de interés competitivas y amplios plazos de pago por su bajo perfil de riesgo.

a. México / Grupo Bimbo

Sector: alimentos

Características de las dos emisiones: US\$ 500 millones y US\$ 800 millones

Tasa cupón 1: 4.875%

Plazo: 30 años

Tasa cupón 2: 3.875%

Plazo: 10 años

Calificación del emisor: Moody's BAA2 / S&P BBB / Fitch BBB

Destino de los recursos: refinanciamiento de pasivos y fines corporativos.

b. México / América Móvil

Sector: telecomunicaciones

Plazo: 5 y 10 años (pesos) colocó en euros

Tasa: 6% y 7.125%

Calificación (ambas): Moody's A2, S&P A- y Fitch A

Destino de los recursos: fines corporativos.

c. Brasil / Petrobras

Sector: energía

Características de sus emisiones: en enero hizo tres en euros y una en libras esterlinas por el equivalente a US\$ 5.132 millones.

Tasa cupón: desde 2.275% hasta 6.625%

Plazos: 4, 7, 11 y 20 años en marzo lanzó seis tramos por US\$ 8,500 millones

Plazos: 3, 6, 10 y 30 años

Plazos: desde 3.25 a 7.25%

Calificación de la emisión a 30 años: Moody's BAA1 / S&P BBB / Fitch BBB.

Al comparar la información expuesta en los dos últimos acápite y la correspondiente a los antecedentes de la investigación, se verifica que el costo promedio en dólares del financiamiento de las empresas corporativas en el mercado de valores para un monto del orden de US\$ 50 millones a más es de 3.7% anual, ligeramente menor a los 3.90% de la banca; para la gran empresa es de 5.2% frente a 5.7% y para la mediana de 7.3% frente a 8.4%. Lo que denota que principalmente las medianas se favorecerían si eligieran financiarse con la venta de bonos. Obtener los recursos financieros en dólares en el exterior tiene similar costo que el país para las corporaciones y grandes empresas, y es inaccesible para las medianas.

2.4 HIPÓTESIS Y VARIABLES

En el estudio las hipótesis son las siguientes:

HIPÓTESIS GENERAL:

La regulación financiera y los procedimientos vigentes influyeron en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013.

PRIMERA HIPÓTESIS ESPECÍFICA

El costo de los procedimientos de inscripción y aprobación de las emisiones de bonos en el RPMV incidió negativamente en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013.

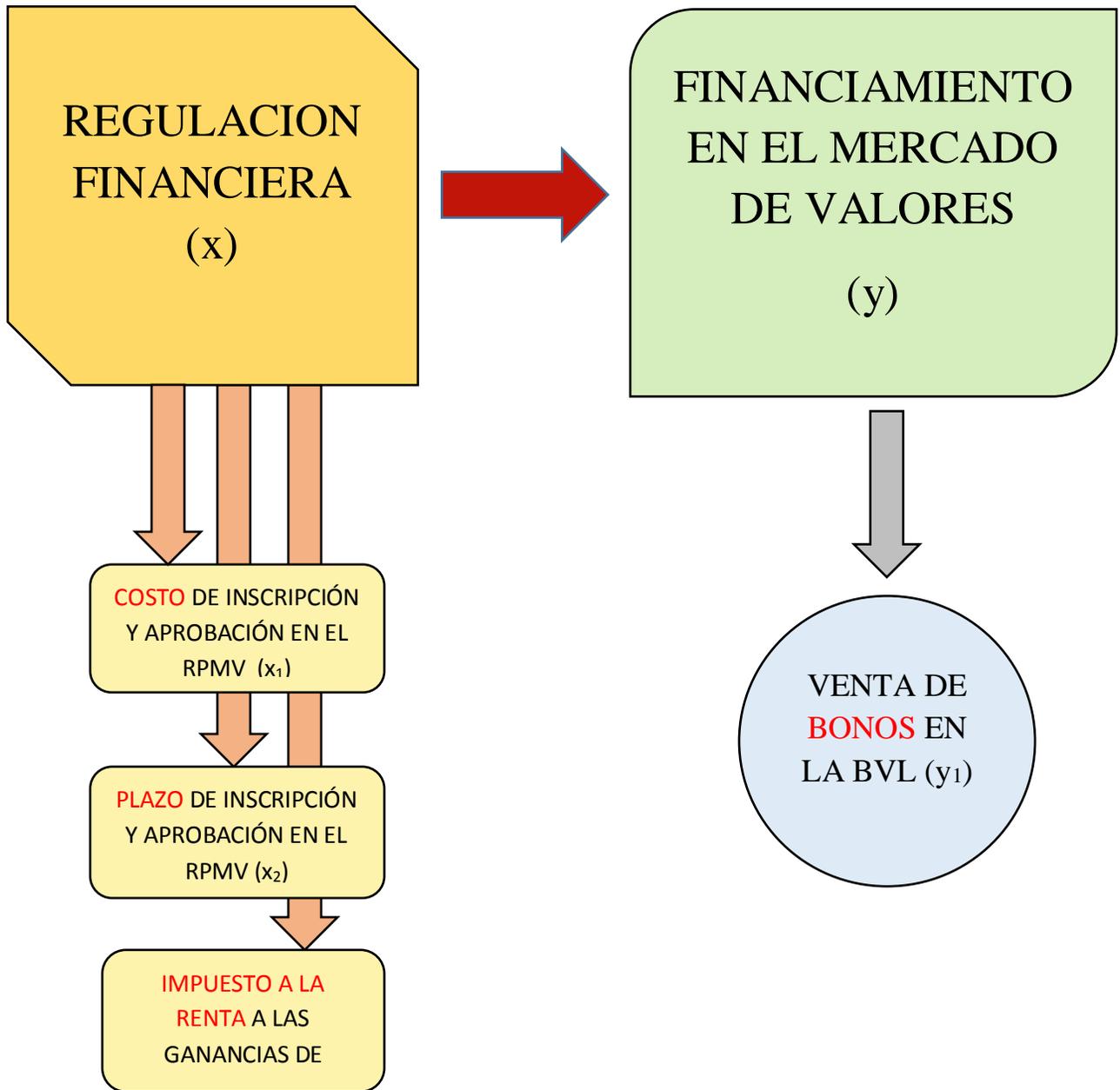
SEGUNDA HIPÓTESIS ESPECÍFICA

El plazo de los procedimientos de inscripción y aprobación de las emisiones de bonos en el RPMV dificultó el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013.

TERCERA HIPÓTESIS ESPECÍFICA

El Impuesto a las Ganancias de Capital en la Bolsa de Valores de Lima incrementó el costo del financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013.

DIAGRAMA DE VARIABLES EXÓGENAS (x) Y ENDÓGENAS (y)



Fuente: Elaboración propia

OPERACIONALIZACION DE LAS VARIABLES

Variable independiente Regulación Financiera (X):

Definición Conceptual

Procedimientos requeridos por el Estado para que una empresa obtenga financiamiento en el mercado de valores mediante la venta de bonos en la Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Definición operacional

En la presente investigación la regulación financiera es la variable independiente que está representada por la función de tres variables independientes:

$$X: F (X1, X2, X3)$$

Donde:

X1: Costo de inscribir y aprobar la oferta de venta de bonos en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV).

X2: Plazo para inscribir y aprobar la oferta pública de venta de bonos en el RPMV.

X3: Impuesto a las ganancias de capital por la venta de bonos en la BVL

Variable Costo de inscripción en el RPMV (X1):

Definición Conceptual

Comisiones y derechos que pagan las empresas para inscribir en el RPMV los bonos que vende mediante una Oferta Pública Primaria en la Bolsa de Valores de Lima.

Definición operacional

FÓRMULA PARA X1

Costo de inscribir la oferta de del bono en RPMV	=	Tasa cupón anual del bono menos tasa promedio de costo corporativo bancario
---	----------	--

Variable Plazo de inscripción en el RPMV (X2):

Definición Conceptual

Tiempo que transcurre entre el inicio y el final del trámite de inscripción de la oferta pública de venta de los bonos en el RPMV.

Definición operacional

FÓRMULA PARA X2

Plazo para inscribir la oferta de venta de bonos en el RPMV	=	Número de días calendario para inscribir en el RPMV
--	----------	--

Variable Impuesto a las Ganancias de Capital en la BVL (X3):

Definición Conceptual

Carga tributaria impuesta por el Estado y recaudada por la Sunat. La tasa impositiva del Impuesto a la Renta es de 5% para las personas naturales y 30% para las personas jurídicas que compran bonos en la Bolsa de Valores de Lima y obtienen una ganancia por su venta, cualquiera sea el monto, desde el 2010.

Definición operacional

FÓRMULA PARA X3

Impuesto a las ganancias de capital en la BVL	=	Monto recaudado por SUNAT por impuesto a la renta por ganancias de capital en la BVL
--	----------	---

Variable dependiente Financiamiento en el mercado de valores (Y1):

Definición Conceptual

Recurso dinerario que obtiene una empresa por la venta de bonos inscritos en el RPMV mediante una Oferta Pública Primaria en la que influye el costo de su inscripción en el RPMV (X1) y plazo de la inscripción en el RPMV (X2) y el impuesto a la renta por las ganancias de capital (X3).

Definición operacional del costo de emitir los bonos

FÓRMULA PARA Y1

Financiamiento en el Mercado de valores	=	Función lineal (X1, X2, X3)
	Y1	= B₀ + B₁X1 + B₂X2 + B₃X3

De acuerdo a las investigaciones oficiales del BCR del 2013, los costos de emisión de bonos como porcentaje del monto total emitido disminuyen a medida que aumenta la escala de la emisión, debido al alto componente de los costos fijos y que los coeficientes B₁ y B₂ son negativos. Asimismo, estadísticamente es lógico observar que variaciones en los costos de X1, X2 y X3 repercuten en el costo de la venta de bonos.

SISTEMA DE VARIABLES E INDICADORES

1. A continuación se presentan gráficamente las variables que intervienen en la investigación, así como los indicadores y factores que se usan para la medición de dicha variables.

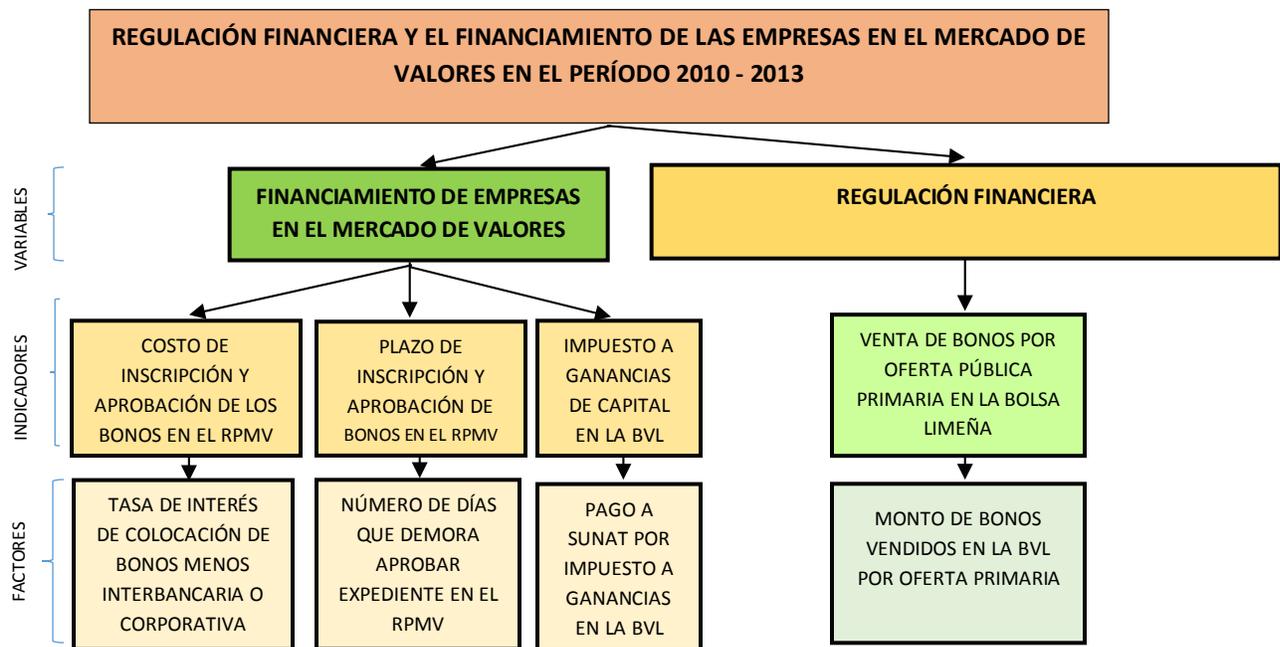


Tabla No. 16

MATRIZ DE CONSISTENCIA

PROBLEMAS	OBJETIVOS	HIPÓTESIS	VARIABLES E INDICADORES
<p>PROBLEMA PRINCIPAL</p> <p>¿La regulación financiera y los procedimientos vigentes influyen negativamente en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013?</p>	<p>OBJETIVO GENERAL</p> <p>Probar que la regulación financiera y los procedimientos establecidos influyen negativamente en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013.</p>	<p>HIPÓTESIS PRINCIPAL</p> <p>La regulación financiera y los procedimientos vigentes influyen en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013.</p>	<p>VARIABLE INDEPENDIENTE</p> <p>X: REGULACIÓN FINANCIERA</p> <p>INDICADORES:</p> <p>X1: COSTO DE INSCRIBIR LA OFERTA DE VENTA DE LOS BONOS EN EL RPMV</p> <p>X2: PLAZO QUE LLEVA INSCRIBIR</p>

PROBLEMAS ESPECÍFICOS	OBJETIVOS ESPECÍFICOS	HIPÓTESIS ESPECÍFICAS	LA OFERTA DE BONOS EN EL RPMV
<p>1. ¿El costo de los procedimientos para inscribir las ofertas de venta de bonos en el RPMV incide negativamente en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013?</p> <p>2. ¿El plazo que conlleva los procedimientos para inscribir las ofertas de venta de bonos en el RPMV dificulta en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013?</p> <p>3. ¿El Impuesto a las Ganancias de Capital en la BVL incrementa el costo del financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013?</p>	<p>1. Demostrar que el costo y el procedimiento para inscribir las ofertas de venta de bonos en el RPMV dificultan en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013.</p> <p>2. Comprobar que el plazo de los procedimientos de inscripción y aprobación de las ofertas de venta de bonos en el RPMV impacta negativamente en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013.</p> <p>3. Corroborar que el Impuesto a las Ganancias de Capital en la BVL afecta el financiamiento de las empresas en el mercado de valores en 2010 – 2013.</p>	<p>1.- El costo de los procedimientos para inscribir las ofertas de venta de bonos en el RPMV incide en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013.</p> <p>2.- El plazo de los procedimientos para inscribir las ofertas de venta de los bonos en el RPMV impacta en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013.</p> <p>3.- El Impuesto a las Ganancias de Capital en la BVL afecta al financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013.</p>	<p>X3: IMPUESTO A LAS GANANCIAS DE CAPITAL EN LA BVL</p> <p>VARIABLE DEPENDIENTE</p> <p>Y: FINANCIAMIENTO DE EMPRESAS EN EL MERCADO DE VALORES</p> <p>INDICADORES</p> <p>Y1: VENTA DE BONOS POR OFERTA PÚBLICA PRIMARIA EN LA BVL</p>

CAPÍTULO III: METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

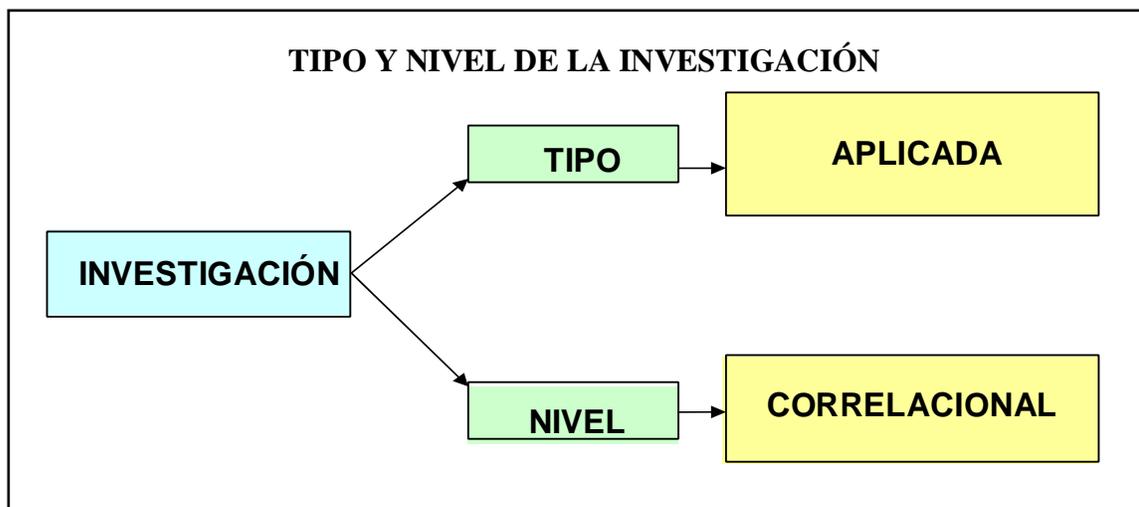
3.1 TIPO, NIVEL Y DISEÑO DE INVESTIGACIÓN

El tipo de investigación a realizarse es aplicada porque utiliza las teorías económicas y de control financiero prudencial para encontrar las posibles implicancias de la regulación financiera en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores.

El nivel de la investigación es correlacional porque se pretende encontrar la magnitud de la relación entre la regulación financiera y el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores.

El diseño de la investigación es no experimental y longitudinal pues no se hará variar intencionalmente las variables independientes y lo que se efectuará es observar el fenómeno tal y como se da en su contexto natural a través del tiempo, para después analizarlo.

Gráfico No. 15



Fuente: Elaboración propia

3.2 POBLACIÓN Y MUESTRA

El presente estudio es abordado en base a la información de las empresas peruanas inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) que han obtenido financiamiento en

el mercado de valores mediante la venta (colocación) de instrumentos financieros de corto plazo (valores mobiliarios con vigencia de hasta un año) y bonos (valores mobiliarios con vigencia mayor a un año).

De acuerdo a la data de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), que administra el RPMV, en el país hay 67 compañías peruanas en ejercicio que se han financiado en el mercado de valores y tienen valores mobiliarios emitidos vigentes, que a su vez están inscritos en la Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Considerando que el presente estudio se circunscribe a las operaciones de financiamiento de las empresas peruanas emisoras de valores mobiliarios desde el 2010, en que se comienza a aplicar el Impuesto a la Renta a las ganancias de capital en la BVL, y hasta el 2013 en que se tiene información anual completa, la población en estudio es de 32 empresas.

En tal sentido, la investigación se ha llevado a cabo con la población completa en base a las 364 operaciones de financiamiento que han efectuado en el período 2010 – 2013, por lo que no se efectúa el cálculo de una muestra representativa que se sí aplica cuando la población es sustancialmente mayor.

UNIDAD DE ANÁLISIS

La unidad de análisis está constituida por una empresa peruana emisora de un valor mobiliario entre el 2010-2013.

3.3 TECNICAS DE RECOLECCION DE DATOS, VALIDACIÓN Y CONFIABILIDAD

Se utilizará la técnica bibliográfica para la recopilación de información secundaria sobre las variables e indicadores antes mencionados.

A) Datos de Fuentes Secundarias

Para elaborar la tesis se utilizaron fuentes secundarias para recopilar las características (como costo, plazo y moneda) de cada una de las operaciones de financiamiento a través de la venta de bonos e instrumentos de corto plazo en el mercado de valores entre el 2010 y 2013, que proporciona la SMV.

Además se recogió información del tipo de cambio de las series estadísticas del BCR, las tasas de interés interbancarias y corporativas por monedas de la SBS y la tasa del Impuesto a la Renta a las ganancias de capital aplicadas por la Sunat desde el 2010.

También se utilizaron libros, revistas de investigación económica y financiera, artículos periodísticos, documentos de trabajo, estados financieros anuales auditados, memorias institucionales y material estadístico elaborado por: SMV, MEF, BCR, SUNAT y Peru Top Publications.

B) Instrumentos de recolección de datos

Dada la naturaleza de la investigación, no se efectuarán, entrevistas ni cuestionarios, debido a que la información relativa a las diferentes variables de investigación se encuentra en las fuentes secundarias antes mencionadas.

3.4 TÉCNICAS DE ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE DATOS

Para llevar a cabo este estudio se utilizarán las técnicas descriptivas estadísticas básicas y el análisis de correlación lineal que a seguir se describen:

Estadística descriptiva

De acuerdo a bibliografía de la UAM, la estadística descriptiva es la ciencia que analiza series de datos (por ejemplo, edad, peso; etc.) y trata de extraer conclusiones sobre el comportamiento de estos elementos o variables.

Las variables que se observan y analizan pueden ser de dos tipos:

- a) Variables cualitativas o atributos: no se pueden medir numéricamente, representan características o atributos de las variables (por ejemplo: nacionalidad, sexo y religión).
- b) Variables cuantitativas: tienen valor numérico (edad, altura, precio de un producto, ingresos anuales).

Por su parte, las variables cuantitativas se pueden clasificar atendiendo a los valores que pueden tomar en discretas y continuas: Discretas: sólo pueden tomar valores enteros (1, 2, 8, -4, etc.). Continuas: pueden tomar cualquier valor real dentro de un intervalo.

Luego de determinar los objetivos y variables de estudio, la estadística descriptiva permite clasificar la información con las siguientes medidas de las variables:

- Medidas de posición: Medias, Mediana, Moda, Cuartiles y Percentiles.
- Medidas de dispersión: Varianza, Desviación estándar y Covarianza.
- Medidas de asimetría: Positiva o negativa. El Coeficiente de Karl Pearson, la mide, por ejemplo.
- Medidas de apuntamiento o curtosis que determina el grado de concentración que presentan los valores en la región central de la distribución. Así puede ser:

Leptocúrtica.- Existe una gran concentración.

Mesocúrtica.- Existe una concentración normal.

Platicúrtica.- Existe una baja concentración.

Análisis de regresión y correlación

Mendiburú precisa que el análisis de regresión consiste en emplear métodos que permitan determinar la mejor relación funcional entre dos o más variables concomitantes (o relacionadas). El análisis de correlación estudia el grado de asociación de dos o más variables.

Análisis de Regresión

Una relación funcional matemáticamente hablando, está dada por:

$$Y = f(x_1, \dots, x_n; \theta_1, \dots, \theta_m)$$

donde:

Y : Variable respuesta (o dependiente)

x_i : La i -ésima variable independiente ($i=1, \dots, n$)

θ_j : El j -ésimo parámetro en la función ($j=1, \dots, m$)

f : La función

Para elegir una relación funcional particular como la representativa de la población bajo investigación, usualmente se procede:

- 1) Una consideración analítica del fenómeno que nos ocupa, y
- 2) Un examen de diagramas de dispersión.

Una vez decidido el tipo de función matemática que mejor se ajusta (o representa nuestro concepto de la relación aproximada que existe entre las variables) se presenta el problema de elegir una expresión particular de esta familia de funciones; es decir, se ha postulado una cierta función como término del verdadero estado en la población y ahora es necesario estimar los parámetros de esta función (ajuste de curvas).

Como los valores de los parámetros no se pueden determinar sin errores por que los valores observados de la variable dependiente no concuerdan con los valores esperados, entonces la ecuación general replanteada, estadísticamente, sería:

$$Y = f(x_1, \dots, x_n; \theta_1, \dots, \theta_m) + \varepsilon$$

Donde ε representa el error cometido en el intento de observar la característica en estudio, en la cual muchos factores contribuyen al valor que asume ε .

Regresión Lineal Simple

Cuando la relación funcional entre las variables dependiente (Y) e independiente (X) es una línea recta, se tiene una regresión lineal simple, dada por la ecuación

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X + \varepsilon$$

donde:

β_0 : El valor de la ordenada donde la línea de regresión se intersecta al eje Y.

β_1 : El coeficiente de regresión poblacional (pendiente de la línea recta)

ε : El error.

Suposiciones de la regresión lineal

1. Los valores de la variable independiente X son "fijos".
2. La variable X se mide sin error (se desprecia el error de medición en X)
3. Existe una sub población de valores Y normalmente distribuido para cada valor de X.
4. Las variancias de las sub poblaciones de Y son todas iguales.
5. Todas las medias de las sub poblaciones de Y están sobre la misma recta.

6. Los valores de Y están normalmente distribuidos y son estadísticamente independientes.

Los supuestos del 3 al 6 equivalen a decir que los errores son aleatorios, que se distribuyen normalmente con media cero y variancia σ^2 .

Análisis de Correlación

El análisis de correlación emplea métodos para medir la significación del grado o intensidad de asociación entre dos o más variables. El concepto de correlación está estrechamente vinculado al concepto de regresión, pues, para que una ecuación de regresión sea razonable los puntos muestrales deben estar ceñidos a la ecuación de regresión; además el coeficiente de correlación debe ser:

- Grande cuando el grado de asociación es alto (cerca de +1 o -1, y pequeño cuando es bajo, cerca de cero.
- independiente de las unidades en que se miden las variables.

Coeficiente de correlación Lineal Simple (r).

Es un número que indica el grado o intensidad de asociación entre las variables X e Y. Su valor varía entre -1 y +1; esto es:

$$-1 \leq r \leq 1.$$

Si $r = -1$, la asociación es perfecta pero inversa; es decir, a valores altos de una variable le corresponde valores bajos a la otra variable, y viceversa.

Si $r = +1$, también la asociación es perfecta pero directa.

Si $r = 0$, no existe asociación entre las dos variables.

Luego puede verse que a medida que r se aproxime a -1 ó +1 la asociación es mayor, y cuando se aproxima a cero la asociación disminuye o desaparece.

El coeficiente de correlación está dada por:

Coeficiente de correlación Lineal Simple (r).

Es un número que indica el grado o intensidad de asociación entre las variables X e Y. Su valor varía entre -1 y +1; esto es:

$$-1 \leq r \leq 1.$$

Si $r = -1$, la asociación es perfecta pero inversa; es decir, a valores altos de una variable le corresponde valores bajos a la otra variable, y viceversa.

Si $r = +1$, también la asociación es perfecta pero directa.

Si $r = 0$, no existe asociación entre las dos variables.

Luego puede verse que a medida que r se aproxime a -1 o +1 la asociación es mayor, y cuando se aproxima a cero la asociación disminuye o desaparece.

El coeficiente de correlación está dada por:

$$r = \frac{\text{SUMA DE PRODUCTOS XY}}{(\text{SUMACUADRADOSX} \cdot \text{SUMACUADRADOSY})^{1/2}}$$

CAPÍTULO IV: ANÁLISIS Y RESULTADO DE LA INVESTIGACIÓN

4.1 CONTRASTE DE HIPÓTESIS

4.1.1 FORMULACIÓN DE HIPÓTESIS

HIPÓTESIS GENERAL

HG: La regulación financiera influye en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013.

HG₀: La regulación financiera no influye en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013. ($\sigma = 0$)

HG₁: La regulación financiera si influye en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013. ($\sigma \neq 0$)

HIPÓTESIS ESPECÍFICAS

PRIMERA HIPÓTESIS ESPECÍFICA

HE1: El costo de los procedimientos de la inscripción y aprobación de las emisiones de bonos en el RPMV incide en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013.

HE1₀: El costo de los procedimientos de la inscripción y la aprobación de las emisiones de bonos en el RPMV no incide en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013. ($\sigma = 0$)

HE1₁: El costo de los procedimientos de la inscripción y la aprobación de las emisiones de bonos en el RPMV si incide en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013. ($\sigma \neq 0$)

SEGUNDA HIPÓTESIS ESPECÍFICA

HE2: El plazo de los procedimientos de la inscripción y la aprobación de las emisiones de bonos en el RPMV impacta en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013.

HE2₀: El plazo de los procedimientos de la inscripción y la aprobación de las emisiones de bonos en el RPMV no impacta en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013. ($\sigma = 0$)

HE2₁: El plazo de los procedimientos de la inscripción y la aprobación de las emisiones de bonos en el RPMV si impacta en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013. ($\sigma \neq 0$)

TERCERA HIPÓTESIS ESPECÍFICA

HE3: El Impuesto a las Ganancias de Capital en la Bolsa de Valores de Lima afecta al financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010.

HE3₀: El Impuesto a las Ganancias de Capital en la Bolsa de Valores de Lima no afecta en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013. ($\sigma = 0$)

HE3₁: El Impuesto a las Ganancias de Capital en la Bolsa de Valores de Lima si afecta en el financiamiento de las empresas peruanas en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013. ($\sigma \neq 0$)

4.1.2 Estadístico de prueba

Considerando que X e Y son variables de escalas de razón, se verifica la relación mediante la correlación de Pearson (r).

El estadístico de prueba será el siguiente:

$$t_c = \frac{r}{\sqrt{(1-r^2)/(n-2)}} \sim t_{(n-2)}$$

Debido a la hipótesis nula, la prueba será de dos colas.

4.1.3 Decisión estadística

- La correlación es de $r=0.793$, lo que refleja que hay una alta influencia entre las variables.
- El cálculo del estadístico F de la Tabla de Análisis de Varianza (ANOVA) nos permite tomar una decisión sobre rechazar o no la hipótesis nula.

Fuente	Suma cuadrados SC	Grados libertad g.l.	Cuadrados medios	F
Entre grupos	$\sum_{i=1}^k n_i(\bar{y}_i - \bar{y}_{..})^2$	$k - 1$	$SQEG/k-1$	$\frac{SQEG/k-1}{SQDG/N-k}$
Dentro grupos	$\sum_{i=1}^k \sum_{j=1}^{n_i} (y_{ij} - \bar{y}_i)^2$	$N - k$	$SQDG/N-k$	
Total	$\sum_{i=1}^k \sum_{j=1}^{n_i} (y_{ij} - \bar{y}_{..})^2$	$N-1$		

El índice F calculado por el paquete estadístico SPSS es de 202.751 frente al F teórico de la tabla Fischer que para un grado de confianza al 95%, y grados de libertad de (3 y 360) es de 2.623.

Siendo $F_{\text{calculado}} > F_{\text{teórico}}$

$$F_{\text{calculado}} > F(0.95, 3, 364)$$

$$202.751 > 2.623$$

Se rechazan las hipótesis nulas: $HG_0 = HE1_0 = HE2_0 = HE3_0$, y se acepta que el costo y el plazo de registro en el RPMV, así como el impuesto a las ganancias de capital influyen en el monto de financiamiento que las empresas obtienen en el mercado de valores.

Tabla No. 17

Resumen del modelo de regresión

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,793 ^a	,628	,625	33,724

a. Variables predictoras: (Constante), IMPUESTO A LA RENTA, COSTO DE INSCRIPCIÓN, PLAZO DEL TRÁMITE

ANÁLISIS DE VARIANZA (ANOVA)^a

Modelo		Suma de cuadrados	Grados de libertad	Media cuadrática	F de Fischer	Significancia
1	Regresión	691766,440	3	230588,813	202,751	,000 ^b
	Residual	409428,257	360	1137,301		
	Total	1101194,696	363			

a. Variable dependiente: MONTO EMITIDO

b. Variables predictoras: (Constante), IMPUESTO A LA RENTA, COSTO DE INSCRIPCIÓN, PLAZO DEL TRÁMITE

Coefficientes^a

Modelo	Coefficientes no estandarizados	Coefficientes tipificados	t

	B	Error típ.	Beta	
(Constante)	79,514	9,455		8,410
1 COSTO DE INSCRIPCIÓN	-597,668	113,899	-,190	-5,247
PLAZO DEL TRÁMITE	-2,168	,446	-,208	-4,865
IMPUESTO A LA RENTA	98,759	6,356	,645	15,537

Coefficientes^a

Modelo	Sig.	Intervalo de confianza de 95,0% para B	
		Límite inferior	Límite superior
(Constante)	,000	60,920	98,108
1 COSTO DE INSCRIPCIÓN	,000	-821,659	-373,676
PLAZO DEL TRÁMITE	,000	-3,044	-1,292
IMPUESTO A LA RENTA	,000	86,259	111,260

a. Variable dependiente: MONTO EMITIDO

4.2 DISCUSIÓN DE RESULTADOS

La verificación de la hipótesis general de la investigación se realiza mediante el contraste de las tres hipótesis específicas.

- a) Existe una relación directa que es negativa entre el costo de los procedimientos de la inscripción y aprobación de las emisiones de bonos en el RPMV y el monto del financiamiento obtenido por las empresas peruanas mediante la emisión de bonos en

el mercado de valores peruano, al hallar un estadístico t de -5.247 con intervalo de confianza del 95%.

Con este resultado se rechaza la hipótesis nula denominada $HE1_0$ y se acepta la primera hipótesis específica de la investigación.

- b) Existe una relación directa que es negativa entre el plazo que demora el trámite de la inscripción y aprobación de las emisiones de bonos en el RPMV y el monto del financiamiento obtenido por las empresas peruanas mediante la emisión de bonos en el mercado de valores peruano, al hallar un estadístico t de -4.865 con intervalo de confianza del 95%.

Con este resultado se rechaza la hipótesis nula denominada $HE2_0$ y se acepta la segunda hipótesis específica de la investigación.

- c) Existe una relación directa que es positiva entre el monto pagado por el Impuesto a las Ganancias de Capital obtenidas en la Bolsa de Valores de Lima y el monto del financiamiento obtenido por las empresas peruanas mediante la emisión de bonos en el mercado de valores peruano, al hallar un estadístico t de 15.537 con intervalo de confianza del 95%.

Con este resultado se rechaza la hipótesis nula denominada $HE3_0$ y se acepta la tercera hipótesis específica de la investigación.

En línea con los resultados anteriores, se verifica que las x_1 , x_2 y x_3 tienen efecto en Y en el período 2010 – 2013.

La investigación respalda la teoría que la aplicación de una regulación financiera que establezca requisitos diferenciados de acuerdo al tipo de inversionista que participe en el mercado de valores como plantea Carlos Meneses en su investigación “Las ofertas híbridas como alternativa” presentada en la PUCP desde una perspectiva legal.

Asimismo, va en línea a lo que propone el economista francés Jean Tirole, el que fue galardonado con el Premio Nobel de Economía 2014, quién propone establecer una regulación aplicada a la medida de cada tipo de actividad a fin de contrarrestar el poder del mercado generado por los monopolios y oligopolios a nivel global, en especial en el sector financiero después de la crisis financiera internacional del 2008 cuyos efectos aún se perciben en las economías de EE.UU. y los países europeos, principalmente.

De esta manera se rechaza el planteamiento de la Escuela de Chicago, que recomienda reducir a su mínima expresión la regulación financiera y dar plena libertad a los participantes del sector ya que en el largo plazo toman decisiones eficientes por la competencia plena que existe en el mercado, como lo sustenta Eugene Fama, uno de los tres premiados con el Nobel de Economía de la Academia Sueca del 2013.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

CONCLUSIONES

1. Se comprueba que la regulación financiera y los procedimientos administrativos vigentes requeridos influyen en el monto de financiamiento que las empresas peruanas obtuvieron en el mercado de valores durante el período 2010 – 2013, al determinarse matemáticamente que existe una alta correlación en el análisis econométrico aplicado ($r = 0.793$).
2. Se verifica que existe una relación directa que es negativa entre el costo de los procedimientos de la inscripción y aprobación de las emisiones de bonos en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) y el monto del financiamiento obtenido por las empresas peruanas mediante la emisión de bonos en el mercado de valores peruano, al hallar un estadístico t de -5.247 con intervalo de confianza del 95%.
3. Se constata que hay una relación directa que es negativa entre el plazo que demora el trámite de la inscripción y aprobación de las emisiones de bonos en el RPMV y el monto del financiamiento obtenido por las empresas peruanas mediante la emisión de bonos en el mercado de valores peruano, al hallar un estadístico t de -4.865 con intervalo de confianza del 95%.
4. Se comprueba la existencia de una relación directa que es positiva entre el monto pagado por el Impuesto a las Ganancias de Capital obtenidas en la Bolsa de Valores de Lima y el monto del financiamiento obtenido por las empresas peruanas mediante la emisión de bonos en el mercado de valores peruano, al hallar un estadístico t de 15.537 con intervalo de confianza del 95%.

RECOMENDACIONES

1. Se recomienda que la regulación del mercado de valores de un tratamiento diferenciado a cada uno de los tipos de inversionistas, según el segmento del público al cual va dirigida la oferta o venta de bonos y acciones, a fin de reducir el costo y plazo que demora la inscripción en el RPMV, tomando en consideración que el objeto de protección de la regulación de la oferta pública primaria lo constituyen precisamente los inversionistas que tienen problemas para acceder y procesar la información.
2. El Estado debe evaluar que el costo de su intervención sea menor al beneficio que resulte de su participación en la economía, por ello debe analizar los casos en que puede abreviarse los requisitos y procedimientos para que los bonos y acciones se inscriban y emitan con celeridad y disminuyan los costos y plazos para las empresas a fin de que consigan recursos financieros de manera más óptima.
3. El Estado debe estudiar los pro y los contra de eliminar definitivamente el Impuesto a las Ganancias de Capital en la Bolsa de Valores que también desalientan a las empresas a financiarse en el mercado de valores nacional, ya que en setiembre de este año solo aprobó la exoneración de dicho impuesto hasta el 31 de diciembre del 2018.
4. El Estado debe priorizar sus objetivos considerando el interés público, en aquellos inversionistas que si requieren de protección y tutela como son los pequeños inversionistas. Al respecto, es preciso señalar que una de las funciones del Estado, según lo mencionado anteriormente, es la corrección de las fallas que el mercado puede tener, por lo que su actuación debe considerar ese marco y no generar distorsiones e ineficientes sobrecostos al poner en marcha el aparato administrativo, de manera innecesaria, a través de una regulación excesiva cuando no haya una necesidad real de ello.
5. La tutela del Estado debería incidir en mayor medida en la protección de los pequeños inversionistas, segmento en que se verifica la presencia de asimetría informativa, y no respecto de los inversionistas institucionales y acreditados quienes cuentan con la

capacidad para superar cualquier déficit en la información que el emisor pueda ofrecer.

6. El rol del Estado a través de la regulación y supervisión de las ofertas públicas debe proveer los incentivos necesarios para promover que nuevos emisores ingresen al mercado de valores y que también el inversionista “retail” ingrese al mercado, a través de la inversión de sus ahorros, y además que el propio mercado cree un estándar mínimo de información que los emisores deban brindar, lo que permitirá aumentar la profundidad de nuestro mercado de valores así como la liquidez y mayores opciones de inversión; reduciéndose de esta forma costos y barreras que afectan el ingreso de nuevos participantes.

Entre las principales medidas para reducir los costos de entrada al mercado de valores se puede sugerir:

1. Ampliar la aplicación del Mercado Alternativo de Valores (MAV) a la emisión de bonos y acciones.
2. Simplificar los procesos de emisión de valores mobiliarios.
3. Flexibilizar el sistema e-prospectus.
4. Reducir los requerimientos de clasificadoras de riesgo para la emisión de instrumentos de corto plazo.
5. Modificar el Reglamento de Oferta Pública Primaria a los Inversionistas Acreditados (ROPPIA).
6. Implementar el régimen híbrido dirigido a especialistas.
7. Incentivar las emisiones de deuda con calificación de riesgo crediticio inferior a AA-.
8. Inafectación del IGV a los intereses de los bonos emitidos por el sector privado.

1. Mercado Alternativo de Valores (MAV)

Los elevados costos fijos desincentivan la emisión de valores mobiliarios por montos de US\$ 5 millones a US\$ 10 millones. Frente a ello, la SMV ha creado el Mercado Alternativo de Valores (MAV) desde el 2013 (cuando emitió reglamentación) que flexibiliza los requerimientos y reduce los costos de emisión de empresas que facturan menos de S/. 200 millones anuales con el fin de incentivar las ofertas públicas primarias y secundarias de valores emitidos por empresas que cumplan con determinadas condiciones.

A través del MAV se realizan ofertas públicas primarias de instrumentos de corto plazo (con vigencia de hasta un año) y facilita la negociación secundaria en mecanismos centralizados de negociación.

Cuenta con un esquema tarifario con fines promocionales aplicable a la inscripción y la negociación de los valores. Las tarifas y contribuciones que se deben pagar a la SMV, BVL y Cavali son equivalentes al 50% de las del régimen general. Es más, por colocación primaria la BVL no cobra nada.

El MAV inicialmente se centra en las emisiones de instrumentos de corto plazo, dado que al ser un mercado en formación quiere acotar el riesgo a los inversionistas. Al cabo de dos años de vigencia del MAV en que cinco se han financiado con éxito bajo este esquema, se postula extender su aplicación a la emisión de bonos y acciones.

2. Simplificación de los procesos de emisión de valores mobiliarios

La complejidad y multiplicidad de procesos que deben llevar a cabo las empresas para efectuar una emisión limita la oferta de valores mobiliarios, impidiendo de esta forma un mayor desarrollo del mercado de capitales local. Para las empresas resulta costoso y difícil de entender los procedimientos exigidos para la emisión de instrumentos de deuda.

Uno de los costos asociados es la cantidad de horas-hombre que le deben dedicar para cumplir los procesos administrativos requeridos para la emisión (costo de los asesores legales y/o

costo del tiempo que dedica el personal y la gerencia de la empresa). Por ello, es necesario que los reguladores responsables creen un procedimiento simple y de fácil comprensión.

3. Flexibilización del sistema e-prospectus

El sistema e-prospectus, -que involucra formatos electrónicos de prospectos informativos y contratos de emisión para inscribir los programas en el RPMV-, ha sido un importante avance para agilizar los procesos de emisión y reducir los costos horas-hombre asociados. Además, ha sido ampliamente utilizado por los emisores actuales de instrumentos de corto plazo. De igual modo, cabe destacar la extensión del sistema e-prospectus a las emisiones de bonos corporativos manteniendo los requisitos exigidos a los emisores: contar con un valor inscrito en el RPMV en los últimos 12 meses y estar al día en las obligaciones de remisión de información.

Dado que existen empresas que no emiten valores recurrentemente, o no tienen la necesidad de hacerlo, es conveniente que la entidad reguladora flexibilice el actual requerimiento al emisor de tener inscrito al menos un valor en el RPMV. En particular, el plazo de 12 meses debería ampliarse a 36 meses.

4. Reducción de los requerimientos de clasificadoras de riesgo para la emisión de instrumentos de corto plazo

La mayoría de empresas, sobre todo las que no son tan conocidas, realizan sus primeras emisiones a través de instrumentos de corto plazo (hasta 360 días para pagar) para financiar requerimientos de capital de trabajo. Una vez que poseen una aceptación del mercado proceden a emitir bonos corporativos a plazos de 2 a 3 años con amortizaciones parciales para financiar inversiones de mediano plazo y, posteriormente, pueden emitir bonos tipo bullet a plazos de 5 años o superiores para financiar sus planes de expansión de largo plazo.

Dado que la emisión de instrumentos de corto plazo (papeles comerciales y certificados de depósitos negociables) son los valores mobiliarios más simples y constituyen la puerta de ingreso al mercado de capitales para los nuevos emisores, se plantea reducir de dos a una el número de clasificaciones de riesgo requeridas.

5. Modificación del Reglamento de Oferta Pública Primaria a los Inversionistas Acreditados

El Reglamento de Oferta Pública Primaria a los Inversionistas Acreditados (ROPPIA) otorga como ventaja para el emisor que la inscripción, registro y aprobación de los valores a emitir y del prospecto informativo sea automática luego de la presentación completa de la documentación e información correspondiente. La inscripción, registro o aprobación, realizados automáticamente, están sujetos a una supervisión posterior por parte de la SMV. Además, se requiere la contratación de sólo una clasificadora de riesgo (en lugar de dos) para que efectúe la clasificación permanente de esos valores. Asimismo, la oferta pública primaria (OPP) de bonos, en tanto se dirija exclusivamente a inversionistas institucionales, no requerirá de un representante de los obligacionistas.

No obstante contar con las características mencionadas, el ROPPIA aún presenta algunos problemas. En la práctica no existen ahorros en términos de menores tiempos y procesos para el emisor. Si bien la inscripción, registro y aprobación de los valores a emitir y del prospecto informativo es automática, el emisor aún busca la aprobación de la SMV de manera indirecta y previa a la presentación formal de la emisión. Esto obedece a la desconfianza mutua existente entre el emisor y el regulador, pues el emisor no está seguro si finalmente la SMV aprobará, en su posterior supervisión, toda la documentación e información presentada. Es decir, existe el riesgo de que la SMV observe posteriormente la colocación, perjudicando así al emisor y la reputación de los estructuradores y abogados consultores.

El artículo 10° del ROPPIA referido a la supervisión posterior señala en su inciso e) que: “la formulación de observaciones solo acarreará la suspensión de la colocación de nuevos

valores hasta la subsanación de las observaciones. La SMV se pronunciará sobre la subsanación en un plazo no mayor de 5 días, luego de recibida la documentación correspondiente”. Además, en comparación a una oferta de valores tradicional dirigida a todo el mercado, el emisor debe seguir presentando la misma cantidad de información para efectuar una OPP dirigida exclusivamente a inversionistas acreditados o institucionales. Debe el regulador establecer claramente las ventajas para los inversionistas acreditados, que son los i) inversionistas institucionales, ii) personas naturales y jurídicas que acrediten cumplir, simultáneamente, requisitos patrimoniales y de calificación, iii) los fondos y patrimonios autónomos que inviertan en valores mobiliarios.

También se requiere simplificar el prospecto informativo de la emisión bajo el ROPPIA. Para reducir los costos de preparación de la colocación para la empresa emisora, el prospecto informativo debe centrarse en la descripción de los valores a emitir y en los mecanismos de la emisión. De este modo, el emisor ya no tiene que describir las características de la industria en la que opera, ni el entorno nacional / macroeconómico. Dicha información, además está disponible para los inversionistas acreditados en las Memorias Anuales y en el informe de la clasificadora de riesgo que el emisor debe presentar.

La propuesta de modificación requiere de un cambio en el Manual para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Valores Mobiliarios. Se debe añadir las simplificaciones propuestas al prospecto informativo en un acápite especial para las ofertas dirigidas a inversionistas acreditados.

6. Implementación de un “régimen híbrido” para especialistas

El Banco Mundial, a través del International Finance Corporation (IFC), ha propuesto flexibilizar las condiciones y requerimientos de las OPP dirigidas a inversionistas acreditados. Esta propuesta se conoce como un esquema híbrido al combinar elementos de una oferta privada y de una oferta pública. El régimen híbrido está orientado a inversionistas sofisticados que requieren de menores niveles de protección por parte del regulador (como

los inversionistas institucionales). La principal característica de un régimen híbrido es que reduce los requerimientos de información que debe presentar el emisor: (i) se exonera el envío de un prospecto informativo completo; en su lugar, se debe enviar un prospecto corto o información básica; y (ii) se reducen los requerimientos de información que el emisor debe brindar periódicamente al mercado posterior a la emisión de la oferta de valores. Típicamente, la emisión a través de un régimen híbrido no requiere de aprobación del regulador. En caso fuera necesario, la aprobación es automática o solo toma pocos días.

Una reforma integral del mercado de capitales debe llevar a que el regulador (en este caso la SMV) no tenga entre sus funciones y facultades la aprobación del prospecto de la emisión para las ofertas dirigidas o bajo un régimen híbrido. Debido a que estas ofertas están dirigidas a inversionistas sofisticados, se considera que ellos ya están en la capacidad de saber si la información presentada es cierta y correcta, y no requieren de la tutela de un organismo regulador. Implementación de la central de balances de las empresas no financieras.

7. Inafectación del IGV a los intereses de los bonos emitidos por el sector privado

Actualmente, el crédito a través del sistema financiero (bancos y otras empresas del sistema) tiene una ventaja respecto al financiamiento a través del mercado de capitales: en el crédito bancario, los intereses al crédito se encuentran inafectos permanentemente al pago del IGV; mientras que, en el mercado de capitales, el pago de los intereses (cupones) de los bonos está exonerado temporalmente hasta el 31 de diciembre de 2015 del pago de dicho impuesto. Esta situación genera incertidumbre en los emisores de títulos de deuda en el mercado de valores sobre la continuidad del beneficio tributario, el cual podría ser eliminado y con ello se incrementaría el costo de financiamiento vía el mercado de capitales. Por lo tanto, en lugar de extender una exoneración temporal, se debe establecer la inafectación del IGV a los intereses generados por valores mobiliarios para dotar de la seguridad jurídica necesaria a los inversionistas y emisores.

8. Incentivar las Emisiones de Deuda con Calificación de Riesgo Inferior a AA-

Las emisiones de instrumentos de deuda en el mercado de capitales local están concentradas en instrumentos de la mayor calidad crediticia (con una clasificación igual o superior a AA). Ello impide el acceso al mercado de capitales a la mayoría de empresas, incluso si deciden incluir mejoradores en la estructuración de la emisión pues ello elevaría sus costos. Para efectos de incentivar a las AFP a que adquieran instrumentos con riesgo inferior a AA-, se considera conveniente que la SBS revise la actual regulación del encaje de las AFP. Para ello, se propone: i) Evaluar la reducción de las actuales tasas de encaje de las AFP, para dar mayor flexibilidad a dichas instituciones en sus decisiones de inversión ii) Evaluar la introducción de una nueva metodología para hallar el encaje en función al riesgo de la cartera administrada.

Las modificaciones a los procedimientos antes señalados, impactan positivamente en la competitividad del país frente a los inversionistas, nacionales e internacionales.

FUENTES BIBLIOGRÁFICAS

1. AGOSTINI, Claudio y BUDNEVICH, Carlos (2009). El Mercado de Valores Chileno: Análisis y Propuesta en el Ámbito Tributario. EN: *Documentos de Trabajo No.3 de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile*. 53p.
2. ALONSO, Iván. “Jean Tirole, Premio Nobel de Economía, por Iván Alonso”. EN: *El Comercio*. Año 175. N. 88,751. Lima. Viernes 17 de octubre del 2014. A31p.
3. BOLSANET (2010). Revista Electrónica mensual de la Bolsa de Valores de Lima.
4. BVL (2014). Comunicado a la opinión pública. EN: *Gestión*. Año 25. N. 6884. Lima. Viernes 05 de diciembre del 2014. 5p.
5. BCR (2013). Nota de Estudio Número 21, *Propuestas para la incorporación de nuevos emisores de instrumentos de deuda en el mercado local de capitales*. Lima. 18p.
6. BCR (2015). Documento de Trabajo N. 001 – 2015. *Radiografía del costo del crédito en el Perú*. Lima. 5p.
7. CABIESES, Guillermo. “Premios Nobel de Economía (2013). Los mercados eficientes y la irracionalidad exuberante”. EN: *Rev. Capitales*. Año 6. N.65. Lima. Procapitales. Diciembre del 2013. 6p.
8. CONASEV. Memoria anual 2010. Lima. 227p.
9. DAMMERT, Alfredo, CARBAJAL, Max & MOLINELLI, Fiorella (2013). *Teoría de la Regulación Económica*. Fondo Editorial Universidad San Martín de Porres. Lima. (41p, 45p)
10. FEDERACIÓN INTERAMERICANA DE BOLSAS (2015). *Anuario Estadístico 2014*. Buenos Aires. 26p.
11. FREIXAS, Xavier (1990). Fundamentación teórica de la regulación de los mercados financieros. EN: *Rev. Moneda y Crédito*. Universidad Complutense de Madrid. N. 190. 11p.
12. GUTIÉRREZ, Mauricio (2008). *Costes de agencia y de transacción como determinantes de las decisiones financieras. Un análisis de ecuaciones*

estructurales. (Tesis Doctoral) Universidad Complutense de Madrid. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Madrid. 13p.

13. JANSSON, Tor; ROSALES, Ramón y WESTLEY, Glen (2003). Principios y prácticas para la regulación financiera. Banco Interamericano de Desarrollo (BID) Washington DC. 108p.
14. KEYNES, Jhon (2001). La Teoría general del empleo, el interés y el dinero. Editado y traducido en Fondo de Cultura Económica de Argentina Segunda Edición. Buenos Aires.
15. LEY DEL MERCADO DE VALORES, Decreto Legislativo N° 861 y N° 30050. Fecha 22/10/1996 y 24/06/2013.
16. MACROCONSULT (2010). Desarrollo de Mecanismos que faciliten el acceso de nuevos emisores al Mercado de Valores.
17. MAURICIO, Pablo (2010). *Deficiencias estructurales de la oferta de activos financieros en el Mercado de Valores del Perú 2000 - 2008*. Tesis doctoral. Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Facultad de Ciencias Contables y Empresariales. Lima. 186p.
18. MENDIBURÚ, Felipe. Econometría. Revista Electrónica Tarwi de la Universidad Nacional La Molina. Lima.
19. MENESES, Carlos (2013). Promoción del mercado de valores: Las ofertas híbridas como alternativa. Tesis de Magister. Pontificia Universidad Católica del Perú. Facultad de Derecho. Lima. 5p.
20. MONTERO, Marilyn (2012). *La emisión de bonos corporativos como medio de financiamiento para la ejecución de proyectos de inversión en la minería peruana: Volcan Compañía Minera*. Tesis Magister. Universidad San Martín de Porres. Facultad de Ciencias Contables, Económicas y Financieras. Lima. 97p.
21. OCDE (1997). The OECD report on regulatory reform, Paris. Vol. II, 196p.
22. PIGOU, Arthur (1912). Riqueza y bienestar. Traducido del inglés al español por Sánchez Ramos, F. Madrid: Editorial Aguilar.

23. PINEDA, Jhon (2012). Las Pymes a través del mercado de valores en el Perú: Una visión comparada con España. Lima. EN Working Paper del IE Law School. 31p.
24. RIVERA, Eugenio (2004). *Teorías de la regulación en la perspectiva de las políticas públicas. Gestión y Política Pública.* 142p.
25. RODRIGO, Elías y Medrano (2010). Exposición en BVL – Cavali el 12.02.2010. *Modificaciones a La Ley Del Impuesto a La Renta y su Reglamento. Ejercicio 2010.* 28p.
26. RODRÍGUEZ, Vladimir (2009). *Financiamiento de las medianas empresas en el mercado primario de valores.* Tesis de licenciatura. Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Facultad de Derecho y Ciencias Políticas. Lima. 151p.
27. RODRÍGUEZ, Vladimir (2010). *Ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú.* Tesis doctoral. Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Facultad de Derecho y Ciencias Políticas. Lima. 312p.
28. RODRÍGUEZ, Vladimir (2013). Fallas de mercado y regulación económica: ¿La regulación ejercida por el gobierno permite lograr un mejor funcionamiento de los mercados?. *Revista Quipukamayoc* de la Facultad de Ciencias Contables de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Vol. 21 No. 39, Lima. 102p.
29. SAMUELSON, Paul & NORDHAUS, William. (2005). *Economía.* Décimo Octava Edición. Mc Graw Hill Interamericana. México.
30. SIFONTES, Domingo (2003). “Regulación económica y agencias regulatorias independientes: una revisión de la literatura”. EN: “*Revista Virtual de Contribuciones a la Economía*”. Serial ISSN 1696-8360. Universidad de Carabobo y Universidad Complutense de Madrid.
31. SMITH, Adam. (1776). Una investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones. Londres.
32. STIGLITZ, Joseph. (2000). *La Economía del Sector Público.* Barcelona - España. Antoni Bosch, editor. Tercera Edición. 92p.
33. STIGLITZ, Joseph. (2010). *Revista de Economía Institucional*, vol. 12, N° 23, segundo semestre, p13-28. Universidad Externado de Colombia, Bogotá.

34. SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES, Memorias anuales 2011, 2012 y 2013. Lima.
35. UAM - Universidad Autónoma de México. *Curso Básico de Estadística Descriptiva*. Ciudad de México. 45p.

ANEXOS

ANEXOS DE TABLAS

Tabla No. 18

TASAS DE COLOCACIÓN DE OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS

Período: Enero - Diciembre 2010

EMISOR / MES	INSTR.	MONTO COLOCADO		PLAZO	TASA COLOCACIÓN	
		Mill. US\$	Mill. S/.	AÑOS/DÍAS	VALOR	TIPO
Enero						
Cemento Andino	B. COR.	7.00		3 años	3.7500%	T.I.N.A
Cemento Andino	B. COR.	28.00		8 años	6.2500%	T.I.N.A
Corporación Miski	ICP	0.50		180 días	7.0000%	R.I.
Edegel	B. COR.	10.00		8 años	6.4697%	T.I.N.A
BIF	B.SUB.		15.00	10 años	4.4000%	T.I.N.A
Febrero						
Corporación Miski	ICP	0.50		180 días	6.9500%	T.I.N.A
BIF	BAF	5.00		3 años	4.2000%	T.I.N.A
América Leasing	BAF	5.03		7 años	7.2500%	T.I.N.A
Corporación Miski	ICP	0.50		180 días	6.9000%	T.I.N.A
Titulizadora Peruana Sociedad				20 años	4.8000%	
Titulizadora	B.TIT.	32.46				T.I.N.A
Titulizadora Peruana Sociedad				20 años	9.0000%	
Titulizadora	B.TIT.	2.07				T.I.N.A
Mibanco	CDN		25.00	360 días	3.1260%	R.I.
Banco Santander	BAF		15.00	3 años	4.7500%	T.I.N.A
Marzo						
Telefónica del Perú	ICP	22.00		180 días	1.2007%	R.I.
Banco Falabella Perú	CDN		30.00	364 días	3.0625%	R.I.
Corporación Miski	ICP	0.50		180 días	6.8000%	R.I.

Mibanco	CDN		25.00	359días	3.0020%	R.I. T.I.N.A
Leasing Total	BAF	1.98		3 años	6.4000%	.
Tiendas EFE	ICP		3.00	180 días	3.5000%	R.I.
Telefónica				60 días	0.9014%	R.I.
Móviles	ICP	17.50				T.I.N.A
América Leasing	BAF	9.00		3 años	4.3000%	.
Abril						
Palmas del Espino	ICP	5.00		360 d.	1.9758%	R.I. T.I.N.A
Edelnor	B.COR.		30.00	7 años	7.0625%	.
TGP	B.COR.	100.00		15 años	Libor(3m)+3,375 %	T.I.N.A
TGP	B.COR.	50.00		15 años	7.2500%	T.I.N.A
Palmas del Espino	ICP	5.00		360 d.	1.9758%	R.I.
Tiendas EFE	ICP		3.00	180 d.	3.3000%	R.I.
Telefónica del Perú	B.COR.		20.00	2 años	4.3125%	T.I.N.A
Telefónica del Perú	B.COR.		12.23	2 años	4.3125%	.
HSBC Bank Perú	BAF		40.00	3 años	5.0000%	T.I.N.A
Edelnor	B.COR.		20.00	5 años	6.6250%	T.I.N.A
Scotiabank Perú	B. COR.		60.00	7 años	7.1875%	.
Banco Ripley Perú	CDN		25.00	364 d.	3.0000%	T.I.N.A
Corporación Lindley	B.COR.	20.00		10 años	7.7188%	.
Mayo						
Banco Falabella Perú	C.D.N.		30.00	364 d.	3.2500%	T.I.N.A
Ferreyros	B.COR.	15.00		3 años	4.6875%	T.I.N.A
Yura S.A.	ICP	3.80		360 d.	2.0083%	.
Banco Ripley Perú	CDN		25.00	364 d.	3.5000%	R.I.
Tiendas EFE	ICP		1.86	180 d.	3.9500%	T.I.N.A

Mibanco	C.D.N.		30.00	364 días	3.5540%	R.I.
Yura	B.COR.		30.00	2 años	4.9063%	T.I.N.A
Yura	B.COR.		70.00	5 años	6.6875%	T.I.N.A
Junio						
Telefónica Móviles	B.COR.		26.00	3 años	5.7500%	T.I.N.A
Telefónica Móviles	B.COR.		70.00	7 años	7.7500%	T.I.N.A
Tiendas EFE	ICP		3.00	180 días	4.2500%	R.I.
BIF	BAF	5.00		3 años	3.9500%	T.I.N.A
Amerika Financiera	BAF	6.00		3 años	4.4000%	T.I.N.A
Telefónica del Perú	B.COR.		23.33	6 años	7.5000%	T.I.N.A
Ferreyros	B.COR.	10.00		3 años	4.5625%	T.I.N.A
Rash Perú	ICP		3.00	180 días	4.0500%	R.I.
Inmuebles Comerciales del Perú	B.COR.		53.06	10 años	8.5187%	T.I.N.A
Julio						
Banco Ripley Perú	CDN		25.00	364 días	4.0313%	T.I.N.A
Pluspetrol Lote 56	B.COR.	27.53		5 años	Libor 90d+3%	T.I.N.A
Pluspetrol Lote 56	B.COR.	97.00		10 años	Libor 90d+3.5%	T.I.N.A
Leasing Total	BAF	5.00		3 años	6.0000%	T.I.N.A
Mibanco	CDN		30.00	364 d.	4.1209%	R.I.
Scotiabank Perú	B.COR.		100.00	7 años	7.3125%	T.I.N.A
CMAC Arequipa	CDN		10.00	364 d.	4.0938%	T.I.N.A
Agosto						
Edelnor	B.COR.		30.00	10 años	7.4375%	T.I.N.A

Corporación Miski	I.C.P.	0.50		90 días	11.0000%	R.I.
Banco Continental	B.COR.		40.00	10 años	7.1875%	T.I.N.A
Ferreyros	B.COR.	15.00		3 años	4.0000%	T.I.N.A
Telefónica del Perú	B.COR.		60.00	7 años	6.8100%	T.I.N.A
Corporación Miski	I.C.P.	0.50		180 días	12.0000%	R.I.
Banco Continental	B.COR.		80.00	10 años	7.2179%	T.I.N.A
						.
Setiembre						
Corporación Miski	ICP	0.50		91 días	11.0360%	R.I.
Telefónica	B.COR.		60.00	6 años	6.8125%	T.I.N.A
Móviles						.
BIF	B.A.F.	5.00		3 años	3.9800%	T.I.N.A
Tiendas EFE	I.C.P.		3.00	181 días	5.0000%	R.I.
Corporación Miski	I.C.P.	0.50		90 días	11.5000%	R.I.
Amerika	B.A.F.	9.00		3 años	4.2500%	T.I.N.A
Financiera						.
Edegel	B.COR.	10.00		10 años	5.7813%	T.I.N.A
BIF	B.A.F.	5.00		3 años	3.9000%	T.I.N.A
						.
Octubre						
Telefónica	B. COR.		50.00	6 años	6.3750%	T.I.N.A
Móviles						.
Relapasa	B.COR.	25.00		3 años	4.2500%	T.I.N.A
BIF	B.COR.	5.00		3 años	3.7500%	T.I.N.A
						.
Edelnor	B.COR.		20.00	7 años	6.5000%	T.I.N.A
Financiera						.
Edyficar	C.D.N.		50.00	364 días	4.2345%	R.I.
Noviembre						
Pesquera Exalmar	Acciones		273.1 3	--	--	--
BIF	B.A.F.	5.00		3 años	3.5000%	T.I.N.A
						.

Corporación Miski	I.C.P.	0.40		60 días	10.5000%	R.I.
Corporación Miski	I.C.P.	0.40		180 días	11.5000%	R.I.
Mibanco	C.D.N.		40.00	364 días	4.1880%	R.I.
Corporación Miski	I.C.P.	0.55		150.00	9.5000%	TEA
Montana	I.C.P.	4.00		180.00	3.5623%	R.I.
Tiendas EFE	I.C.P.		3.00	230.00	4.6000%	R.I.
				4.50	6.2500%	T.I.N.A
Luz del Sur	B.COR.		42.09			.
Rash Perú	I.C.P.		4.00	360.00	4.2500%	TEA
Diciembre						
Financiera TFC	B.COR.		20.00	3 años	6.8800%	T.I.N.A
						.
Enersur	B.COR.	25.00		15 años	6.5000%	T.I.N.A
						.
Enersur	B.COR.		42.42	10 años	7.5938%	T.I.N.A
						.
Saga Falabella	B.COR.		50.00	7 años	6.3438%	T.I.N.A
						.
CrediScotia						T.I.N.A
Financiera	C.D.N.		50.00	360 días	4.0938%	.
América						T.I.N.A
Financiera	B.A.F.	4.25		3 años	4.5000%	.
						T.I.N.A
Corporación Miski	I.C.P.	0.40		90 días	9.5000%	.

Fuente: SMV

RI: Rendimiento Implícito.
TINA: Tasa de interés
Nominal anual.

Tabla No. 19

TASAS DE COLOCACIÓN DE OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS

Período: Enero - Diciembre 2011

EMISOR / MES	MONTO COLOCADO		PLAZO	TASA DE COLOCACIÓN	
	Mill. US\$	Mill. S/.	AÑOS / DIAS	VALOR	TIPO
	Enero				
Edelnor		20.00	8 años	7.0313%	T.I.N.A.
Red de Energía del Perú	20.00		7 años	5.7500%	T.I.N.A.
Red de Energía del Perú	38.00		15 años	6.5000%	T.I.N.A.
COFIDE		50.00	5 años	6.2500%	T.I.N.A.
Banco de Crédito del Perú	91.00		3 años	3.7500%	T.I.N.A.
Leasing Total	5.00		3 años	5.9500%	T.I.N.A.
Tiendas EFE		3.00	360 días	4.9000%	R.I.
Banco Ripley Perú		34.75	364 días	4.7813%	T.I.N.A.
Crediscotia Financiera		50.00	360 días	4.5000%	T.I.N.A.
Febrero					
Corporación Miski	0.50		120 d.	9.5000%	R.I.
Corporación Miski	0.50		150 d.	9.5000%	R.I.
Crediscotia Financiera		100.00	360 d.	4.8438%	T.I.N.A.
Marzo					
BIF	5.00		3 años	3.7500%	T.I.N.A.
Corporación Miski	0.50		150 d.	9.5000%	R.I.
BIF	5.00		3 años	3.7000%	T.I.N.A.
Leasing Total	3.51		3 años	5.9500%	T.I.N.A.
Telefónica Móviles		60.00	7 años	7.3750%	T.I.N.A.
Abril					
Crediscotia Financiera		60.00	3 años	7.7188%	T.I.N.A.
Creditítulos Sociedad			14 años	6.8438%	T.I.N.A.
Titulizadora - Hunt Oil	13.58		2 meses	6.8438%	T.I.N.A.
Creditítulos Sociedad			3 años 2 meses	4.2500%	T.I.N.A.
Titulizadora - Hunt Oil	40.00		meses	4.2500%	T.I.N.A.

Creditítulos Sociedad Titulizadora - Hunt Oil	146.42	14 años	5.4525%	T.I.N.A.
Telefónica Móviles	34.90	2 meses	4.9688%	R.I.
Banco Ripley Perú	25.00	150 días	5.9375%	T.I.N.A.
Corporación Miski	0.50	364 días	9.9500%	R.I.
		150 días		
Mayo				
Mibanco	40.00	270 días	5.7366%	R.I.
Corporación Miski	0.50	150 días	10.0000%	R.I.
Ferreyros	18.86	5 años	5.5625%	T.I.N.A.
Supermercados Peruanos	50.00	180 días	5.8125%	R.I.
Banco Ripley Perú	25.00	364 días	6.0000%	T.I.N.A.
Palmas del Espino	3.50	360 días	2.4984%	R.I.
Saga Falabella	50.00	7 años	7.5625%	T.I.N.A.
Mibanco	25.00	364 días	6.0338%	R.I.
Corporación Miski S.A.	0.50	180 días	10.0000%	R.I.
Titulizadora (Mall Trujillo)	64.48	10 años	8.0313%	T.I.N.A.
Junio				
Leasing Total	2.49	3 años	5.9500%	T.I.N.A.
Telefónica Móviles	37.00	180 días	4.9688%	R.I.
Corporación Miski	0.50	180 días	9.8000%	R.I.
Banco Ripley Perú	20.00	364 días	5.4063%	T.I.N.A.
COFIDE	50.00	3 años	6.7000%	T.I.N.A.
Mibanco	40.00	364 días	5.6179%	R.I.
Palmas del Espino	5.00	360 días	2.3672%	R.I.
Julio				
Crediscotia Financiera	47.74	360 días	5.5000%	T.I.N.A.
Corporación Miski	0.50	120 días	9.5000%	R.I.
BIF	5.00	3 años	3.7500%	T.I.N.A.
Banco Ripley Perú	10.00	364 días	5.6875%	T.I.N.A.
Palmas del Espino	5.00	360 días	2.3345%	R.I.
COFIDE	45.07	4 años	7.0000%	T.I.N.A.
Tiendas EFE	3.00	180 días	5.9500%	R.I.
Leasing Total	3.58	3 años	5.7500%	T.I.N.A.
Corporación Miski	0.50	180 días	9.0000%	R.I.
Financiera Edyficar	40.00	364 días	5.4112%	R.I.
Saga Falabella	50.00	7 años	7.0938%	T.I.N.A.

Agosto					
Financiera Edyficar		30.00	364 días	5.2739%	R.I.
Corporación Miski	0.50		180 días	9.0000%	R.I.
BBVA Banco Continental		100.00	7 años	7.1250%	T.I.N.A.
Financiera Edyficar		30.00	364 días	5.2053%	R.I.
Crediscotia Financiera		60.00	360 días	5.1875%	R.I.
Palmas del Espino	5.00		360 días	2.4984%	R.I.
Telefónica Móviles		35.00	360 días	4.7500%	R.I.
Setiembre					
Banco Falabella Perú		60.00	5 años	6.2813%	T.I.N.A.
Banco Falabella Perú		35.00	3 años	6.1250%	T.I.N.A.
Scotiabank Perú		75.92	7 años	6.7813%	T.I.N.A.
Leasing Total	2.38		3 años	5.8500%	T.I.N.A.
Corporación Miski	0.50		180 días	9.0000%	R.I.
Octubre					
Telefónica del Perú		59.33	5 años	6.1875%	T.I.N.A.
Mibanco		40.61	364 d.	4.9321%	R.I.
Financiera Edyficar		40.00	10 años	8.1563%	T.I.N.A.
Rash Perú		3.00	120 d.	5.3000%	R.I.
Banco Falabella Perú		30.00	360 d.	5.0000%	R.I.
Corporación Miski	0.50		180 d.	9.0000%	R.I.
Rash Perú		3.00	180 d.	5.3300%	T.E.A.
Luz del Sur		54.42	7 años	6.6562%	T.I.N.A.
Luz del Sur		27.21	10 años	7.0938%	T.I.N.A.
COFIDE		30.00	3 años	5.6000%	T.I.N.A.
Ferreyros	18.17		5 años	5.7500%	T.I.N.A.
Banco de Crédito del Perú		128.00	5 años	6.2188%	T.I.N.A.
Noviembre					
Corporación Miski	0.50		180 d.	9.0000%	R.I.
Financiera Efectiva		3.00	180 d.	5.6000%	T.I.N.A.
Mibanco		40.00	364 d.	4.9662%	R.I.
Duke Energy Egenor Sociedad en Comandita por Acciones	35.00		15 años	6.3750%	T.I.N.A.
Banco Ripley Perú		20.00	364 d.	4.9375%	T.I.N.A.
Hipermercados Tottus		30.00	364 d.	4.9688%	R.I.
El Pacífico Peruano Suiza	60.00		15 años	6.9688%	T.I.N.A.
Palmas del Espino	11.50		360 d.	2.4984%	R.I.

Banco Ripley Perú		13.75	364 d.	4.9375%	R.I.
BIF	5.00		3 años	3.7800%	T.I.N.A.
BIF	5.00		3 años	3.7800%	T.I.N.A.
Corporación Miski	0.50		180 d.	9.0000%	R.I.
Diciembre					
Leasing Total	3.56		3 años	5.8500%	T.I.N.A.
Banco de Crédito del Perú		150.00	10 años	7.2500%	T.I.N.A.
Crediscotia Financiera		50.00	3 años	6.2813%	T.I.N.A.
Financiera Edyficar		30.00	10 años	8.1250%	T.I.N.A.
BIF	5.00		3 años	3.7500%	T.I.N.A.
BBVA Banco Continental		50.00	5 años	6.0000%	T.I.N.A.
BBVA Banco Continental		150.00	15 años	7.4688%	T.I.N.A.
Saga Falabella		30.00	360 d.	4.9375%	R.I.
Banco Falabella Perú		30.00	5 años	6.2813%	T.I.N.A.
Banco Falabella Perú		30.00	3 años	5.8438%	T.I.N.A.
Tiendas EFE		3.00	180 d.	5.6000%	R.I.
Corporación Miski	0.50		180 d.	8.9500%	R.I.

Fuente: SMV

R.I.: Rendimiento implícito.

T.I.N.A.: Tasa de interés nominal anual.

Tabla No. 20

**TASAS DE COLOCACIONES DE OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIA
Enero - Diciembre de 2012**

Emisor	Tipo de Valor	Monto Colocado		Plazo	Tasa de colocación	
		Mill.US\$	Mill. S/.		Tasa de Interés	Tipo
Creditítulos	B. Titul.		80.76	15 años	7,8125%	T.I.N.A.
Tiendas EFE	I.C.P.		3.0	180 días	5,6000%	R.I.
Corporación Miski	I.C.P.	0.5		180 días	8,9500%	R.I.
Volcan (*)	B. Corp.	35.5		10 años.	5,3750%	T.I.N.A.
Crediscotia	C.D.N.		60.0	360 días	4,9688%	T.I.N.A.
COFIDE	Senior Notes	29.0		10 años	4,7500%	T.I.N.A.
Andino Investment Holding	Acciones		114.85	-.-	-.-	-.-
Luz del Sur	B. Corp.		55.94	5 años	5,9688%	T.I.N.A.
Luz del Sur	B. Corp.		24.735	7 años	6,3438%	T.I.N.A.
Leasing Total	B.A.F.	2.32		3 años	5,9000%	T.I.N.A.
Corporación Miski	I.C.P.	0.5		180 días	8,9500%	R.I.
Duke Energy Perú	B. Corp.	40.0		12 años	5,8125%	T.I.N.A.
Financiera Efectiva	I.C.P.		3.0	180 días	5,6000%	T.E.A.
Scotiabank Perú	B. Corp.		100.0	5 años	5,7188%	T.I.N.A.
Crediscotia	C.D.N.		60.0	360 días	4,4063%	T.I.N.A.
Crediscotia	B.Corp.		50.0	3 años	5,5313%	T.I.N.A.
Telefónica Móviles	I.C.P.		25.0	180 días	4,2188%	T.I.N.A.
Financiera Efectiva	I.C.P.		3.0	180 días	5,5000%	T.E.A.
BanBif	B.Sub.		15.0	10 años	VAC + 4,2%	T.I.N.A.
Edelnor	B. Corp.		40.0	10 años	6,2813%	T.I.N.A.
BBVA Continental	B. Corp.		200.0	7 años	5,8125%	T.I.N.A.
BanBif	B.Sub.		15.0	10 años	VAC + 4,1%	T.I.N.A.
Financiera Edyficar	B. Corp.		60.0	3 años	5,4688%	T.I.N.A.

Financiera Crediscotia	C.D.N.		70.0	360 días	4,5000%	T.I.N.A
Mibanco	B. Corp.		50.0	3 años	5,3438%	T.I.N.A
Leasing Total	B.A.F.	5.5		3 años	5,8500%	T.I.N.A
COFIDE	B. Corp.		150.0	15 años	6,6500%	T.I.N.A
Scotiabank Perú	B. Corp.		100.0	7 años	5,5625%	T.I.N.A.
Financiera Efectiva	I.C.P.		3.0	180 días	5,4500%	R.I.
Edelnor	B. Corp.		50.0	20 años	6,0625%	T.I.N.A.
Banco Ripley	B. Corp.		30.0	3 años y 6 meses	5,1250%	T.I.N.A.
Telefónica Móviles	I.C.P.		20.0	360 días	4,2500%	R.I.
Scotiabank Perú	B. Corp.		50.0	5 años	5,1875%	T.I.N.A.
Saga Falabella	B. Corp.		60.0	10 años	5,8125%	T.I.N.A.
MiBanco	B. Corp.		50.0	5 años	5,4063%	T.I.N.A.
Scotiabank Perú	B. Corp.		50.0	5 años	5,1563%	T.I.N.A.
Interbank	B.Sub.		137.9	10 años	6,9063%	T.I.N.A.
Financiera Efectiva	I.C.P.		3.0	180 días	5,4000%	R.I.
Banco de Comercio	B.Sub.		10.0	10 años	10,0500%	T.I.N.A.
COFIDE	B.Corp.		100.0	25 años	6,2000%	T.I.N.A.
Banco Falabella	C.D.N.		45.0	360 días.	4,8149%	R.I.
Financiera Edyficar	B. Corp.		70.0	3 años y 6 meses	5,5000%	T.I.N.A
BBVA Banco Continental	B. Corp.	54.0		4 años	4,6875%	T.I.N.A.
Luz del Sur	B. Corp.		66.15	7 años	5,4375%	T.I.N.A.
Leasing Total	B.A.F.	0.5		3 años	5,5938%	T.I.N.A.
Leasing Total	B.A.F.	1.0		3 años	5.5000%	T.I.N.A.
Mibanco	B. Corp.		48.8	5 años	5.3750%	T.I.N.A.
Scotiabank	B. Corp.		58.0	5 años	5.0938%	T.I.N.A.
Coazucar (*)	Senior Notes	-		10 años	6.3750%	T.I.N.A.
CrediScotia Financiera	B. Sub.		130.0	15 años	7.4063%	T.I.N.A.
Telefónica Móviles	B. Corp.		50.0	7 años	5.5313%	T.I.N.A.
Saga Falabella	B. Corp.		40.0	10 años	5.4063%	T.I.N.A.

CMAC Sullana	CDN		15.57	360 días	5.7813%	T.I.N.A.
Tiendas EFE	I.C.P.		3.0	180 días	5.3438%	R.I.
Edelnor	B.Corp.		50.0	10 años	5.5625%	T.I.N.A.
BBVA Continental (*)	Senior Notes	23.0		10 años	5.00%	T.I.N.A.
Leasing Total	B.A.F.	2.97		3 años	5.5625%	T.I.N.A.
Financiera Efectiva	I.C.P.		2.946	180 días	5.50%	R.I.
Maestro S.A. (*)	Senior Notes	7.0		7 años	6.75%	T.I.N.A.
Telefónica Móviles	I.C.P.		62.0	180 días	4.00%	R.I.
BANCO DE CRÉDITO	B.Corp.		200.0	SEM.	5.50%	T.I.N.A.
Financiera Efectiva	I.C.P.		3.0	180 días	5.50%	R.I.
Leasing Total	B.A.F.	3.028		SEM.	5.9375%	T.I.N.A.
Red de Energía del Perú	B.Corp.	40.0		SEM.	5.8750%	T.I.N.A.
CMAC Sullana	CDN		24.185	360 días	5.6875%	T.I.N.A.
H 2 OLMOS	B.Corp.		77.4	TRIM.	5,4063%	T.I.N.A.
H 2 OLMOS	B.Corp.		252.84	TRIM.	VAC + 4.25%	T.I.N.A.
Palmas del Espino	I.C.P.	10.0		360 días	2.3672%	R.I.
San Fernando	I.C.P.		30.0	360 días	4.2813%	R.I.
Luz del Sur	B. Corp.		77.58	SEM.	5.2500%	T.I.N.A.
COFIDE	B. Corp.		90.0	SEM.	5.6250%	T.I.N.A.
Edelnor	B. Corp.		40.0	13 años	5.5625%	T.I.N.A.
Red de Energía del Perú	B.Corp.		104.14	10 años	5.3750%	T.I.N.A.
Palmas del Espino	I.C.P.	5.145		360 días	2.3018%	R.I.
Rash Perú	I.C.P.		5.0	180 días	5.18%	R.I.
Banco Falabella	C.D.N.		55.0	360 días	4,2006%	R.I.
Cofide	Senior Notes	17.0		9,18 años	.3,32%	T.I.N.A.
Banco de Crédito del Perú	B.Corp.		200.0	10 años	5.3125%	T.I.N.A.
Financiera Efectiva	I.C.P.		3.0	180 días	5.40%	R.I.
Banco Ripley	C.D.N.		50.0	360 días	4.25%	T.I.N.A.

Red de Energía del Perú	I.C.P	15.0		360 días	217,1100%	R.I
Leasing Total	B.A.F.	3.826		3 años	593,7500%	T.I.N.A.
Scotiabank Perú	Sub. Notes	5.0		15 años	450,0000%	T.I.N.A.
Saga Falabella	I.C.P		50.0	360 días	409,3750%	T.I.N.A.
Financiera Edyficar	B. Sub.		40.0	10 años	618,7500%	T.I.N.A.
Luz del Sur	B. Corp.		77.1	8 años	475,0000%	T.I.N.A.
Palmas del Espino	I.C.P	10.0		360 días	233,4500%	R.I.
Banco Comercio	B. Sub.		2.81	10 años	1050,0000%	T.I.N.A.
Mibanco	B. Corp.		100.0	5 años	478,1250%	T.I.N.A.
TOTAL		310.79	3.967.7			

Fuente: SMV. T.I.N.A.:
Tasa de Interés Nominal
Anual, R.I.:
Rendimiento Implícito,
ICP: Instrumento de
Corto Plazo.

Tabla No. 21:
TASAS DE COLOCACIÓN DE OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS
Período: Enero - Diciembre 2013

EMISOR / MES	INSTRUMENTO	MONTO COLOCADO		PLAZO AÑOS/ DÍAS	TASA DE COLOCACIÓN	
		Mill. US\$	Mill. S/.		VALOR	TIPO
Enero						
Interbank	B. Subord.		150.00	10 años	5.8125%	T.I.N.A.
Financiera Efectiva	I.C.P. Senior		3.00	180 días	5.4000%	R.I.
BBVA Continental	Notes			3,6 años	2.1314%	R.I.
Crediscotia	C.D.N.		60.56	360 días	3.9688%	R.I.
Edelnor	B. Corp. Senior		50.00	20 años	5.1250%	T.I.N.A.
Fondo MiVivienda	Notes			10 años	3.5000%	T.I.N.A.
Tiendas EFE	I.C.P.		5.00	180 días	5.3750%	R.I.
Crediscotia			50.00	4 años	4.7188%	T.I.N.A.
Financiera S.A	B. Corp. Senior			7 años	7.3750%	T.I.N.A.
Pesquera Exalmar	Notes					T.I.N.A.
Febrero						
Cementos Pacasmayo	Senior			10 años	4.6250%	T.I.N.A.
Red de Energía del Perú	Notes					T.I.N.A.
Red de Energía del Perú	B. Corp.		77.31	10 años	512.5000%	T.I.N.A.
Red de Energía del Perú	B. Corp.	10.00		5 años	4.6250%	T.I.N.A.
Credititulos Sociedad Titulizadora S . A .	B. de Titulización		103.16	2 años		Variable
Andino Investment Holding	I.C.P.	5.00		180 días	3.5000%	R.I.
Caja Huancayo	C.D.N.		15.00	360 días	5.1563%	R.I.
Continental Sociedad Titulizadora S.A.	B. de Titulización	25.00		8 años	7.3438%	T.I.N.A.
Banco de Comercio	B. Subord.		4.00	10 años	10.2500%	T.I.N.A.
Tiendas Efe	I.C.P.		3.00	180 días	5.2187%	R.I.

Leasing Total	B.A.F.	7.12		3 años	6.1875%	T.I.N.A.
Marzo						
CrediScotia	C.D.N.		60.00	360 días	3.8125%	T.I.N.A.
Banco de Comercio UNACEM	B. Subord. B. Corp.		3.50	10 años	10.2500%	T.I.N.A.
UNACEM	B. Corp.		60.00	7 años	4.9375%	T.I.N.A.
Banco de Crédito del Perú	B. Corp.		60.00	10 años	5.1563%	T.I.N.A.
Banco de Crédito del Perú	B. Corp.		100.00	90 días	3.7500%	R.I.
Banco de Crédito del Perú	B. Corp.		100.00	120 días	3.7969%	R.I.
Banco de Crédito del Perú	B. Corp.		100.00	180 días	3.8437%	R.I.
CMAC Arequipa	C.D.N.		30.00	364 días	4.6250%	T.I.N.A.
Financiera Efectiva	I.C.P.		3.00	180 días	5.2000%	R.I.
Banco Falabella Perú	B. Corp.		75.00	7 años	5.2188%	T.I.N.A.
Banco Falabella Perú	B. Corp.	10.00		5 años	4.5000%	T.I.N.A.
Abril						
BBVA Continental	Senior Notes	1.50		5 años	3.3760%	T.I.N.A.
Banco Financiero	B. Corp.		70.00	13 años	6.9000%	T.I.N.A.
Saga Falabella S.A.	B. Corp.		50.00	10 años	5.0000%	T.I.N.A.
Financiera Efectiva	I.C.P.		3.00	180 días	5.2000%	R.I.
CrediScotia	C.D.N.		88.23	360 días	3.8125%	T.I.N.A.
Creditulos Sociedad Titulizadora	B. de Titulización		38.34	2 años		T.I.N.A.
Ferreycorp Agrícola y Ganadera	Senior Notes			7 años	4.8750%	T.I.N.A.
Chavín de Huantar	I.C.P.	0.50		180 días	6.0000%	R.I.
Transportadora de Gas del Perú	Senior Notes			15 años	0.0425%	T.I.N.A.
Tiendas Efe S.A.	I.C.P.		5.00	360 días	5.1250%	R.I.
COFIDE	B. Corp.		100.00	30 años	5.3500%	T.I.N.A.
Caja Huancayo	C.D.N.		10.00	360 días	5.0938%	R.I.
Caja Huancayo	C.D.N.		20.00	360 días	5.0938%	R.I.
Consortio Transmantaro	Senior Notes			10 años	0.0438%	T.I.N.A.

Mayo						
BIF	B.A.F.	10.00		4 años	3.7500%	T.I.N.A.
Financiera Edyficar	B. Corp.		62.11	3.5 años	5.2813%	T.I.N.A.
Banco Financiero	B.A.F.	18.13		5 años	4.8437%	T.I.N.A.
Agrícola y Ganadera						
Chavín de Huantar	I.C.P.	0.50		120 días	6.0000%	R.I.
Financiera Efectiva	I.C.P.		3.00	180 días	5.4000%	R.I.
Junio						
Banco Ripley Perú	B. Corp.		30.00	3.5 años	5.8125%	T.I.N.A.
Banco de Crédito del Perú	C.D.N.		100.00	90 días	3.9531%	R.I.
BIF	B. Subord.		30.00	10 años	VAC+4.0 9%	T.I.N.A.
Julio						
Los Portales	I.C.P.	4.13		360 días	3.5934%	R.I.
Mibanco	B. Corp.		45.22	3.5 años	6.5938%	T.I.N.A.
Credititulos	B. Titul.	173.57		10 años	Libor 180 +3.1250	T.I.N.A.
Credititulos	B. de Titul.	50.00		5 años	4.4375%	T.I.N.A.
Financiera Efectiva	I.C.P.		3.00	180 días	5.3000%	R.I.
Banco Financiero	B. Subord.		25.00	15 años	8.5000%	T.I.N.A.
Agosto						
Andino Investment Holding S.A.	I.C.P.	5.00		180 días	2.9688%	T.I.N.A.
Banco de Crédito del Perú	C.D.N.		100.00	120 días	4.2969%	R.I.
Gerencia	Bonos				Tasa	
Inmobiliaria Edificas	Convertible		12.00	2 años y 9 meses	variable + 5%	T.I.E.A. Cap.
Leasing Total	B.A.F.	10.00		3 años	6.0625%	T.I.N.A.
Agrícola y Ganadera						
Chavín de Huantar	I.C.P.	0.50		180 días	5.9687%	R.I.
Edelnor	B. Corp.		50.00	7 años	6.7500%	T.I.N.A.
Edelnor	B. Corp.		35.50	25 años	7.2813%	T.I.N.A.
Banco Financiero	B.A.F.	8.00		5 años	5.0000%	T.I.N.A.
Los Portales	I.C.P.		12.00	360 días	5.7851%	R.I.
Mibanco	B. Corp.		39.44	3.5 años	6.9688%	T.I.N.A.
Setiembre						
Credititulos	B.Titul.		23.25	2.25años		T.I.N.A.
Credititulos.	B. Titul.	15.00		5 años	3.8438%	T.I.N.A.

Credititulos	B. Titul.	50.00		15 años	6.1563%	T.I.N.A.
Credititulos	B.Titul	45.00		26 años	7.5313%	T.I.N.A.
Scotia Sociedad Titulizadora	B.Titul.		84.32	12 años	7.3750%	T.I.N.A.
Octubre						
BBVA Banco				15 años	6.5313%	T.I.N.A.
Continental	B. Subord.	45.00				T.I.N.A.
Banco Ripley Perú	B. Corp.		17.33	3.5 años	7.0000%	T.I.N.A.
BIF	B. Subord.		10.00	10 años	VAC + 4.35%	T.I.N.A.
Scotiabank Perú	B. Corp.		38.50	5 años	6.1875%	T.I.N.A.
Financiera Efectiva	B. Corp.		90.38	4 años	10.469%	T.I.N.A.
Leasing Total	B.A.F.	2.89		3 años	5.5625%	T.I.N.A.
Luz del Sur	B. Corp.		82.83	4 años	5.8125%	T.I.N.A.
Noviembre						
Los Portales S.A.	I.C.P.	5.00		360 días	2.7947%	R.I.
Scotia Sociedad Titulizadora	B. de Titulización	40.00		20 años	7.2813%	T.I.N.A.
Edelnor S.A.A.	B. Corp.		50.00	7 años	6.5000%	T.I.N.A.
Edelnor S.A.A.	B. Corp.		60.00	25 años	7.3750%	T.I.N.A.
Banco Falabella Perú	C.D.N.		60.00	360 días	4.4375%	T.I.N.A.
Banco Financiero	B.A.F.	15.51		3 años	4.2599%	T.I.N.A.
Diciembre						
Credicorp Capital Sociedad Titulizadora S.A.	B. de Titulización	104.47		9 años y 6 meses	Libor 180 +3.375	T.I.N.A.
Financiera Uno S.A	C.D.N.		50.00	360 días	5.4063%	R.I.
Los Portales S.A	I.C.P.	5.41		360 días	2.8939%	R.I.
Agrícola y Ganadera Chavín de Huantar	I.C.P.	0.97		180 días	5.9062%	R.I.
UNACEM	B. Corp.		60.00	3 años	5.5625%	T.I.N.A.
Interbank	B. Subord.	50.00		10 años	7.5000%	T.I.N.A.
Luz del Sur	B. Corp.		83.46	8 años	7.0313%	T.I.N.A.
		718.19	2,754.4			

Fuente: SMV

T.I.N.A.: Tasa de interés
nominal anual.

(*) El monto colocado y
demandado corresponde
únicamente al tramo local.

Tabla No. 22

TASAS DE INTERÉS ANUAL EN MONEDA NACIONAL Y EXTRANJERA

Mes	TASA DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL					TASA DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA				
	Tasa Inter bancaria	Corpor ativas	Gran des empr esas	Media nas empres as	Peque ñas empre sas	Tasa Inter bancaria	Corp orativ as	Gran des empr esas	Media nas empre sas	Pequ eña empr esa
Ene10	1.00	5.69	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Feb10	1.22	6.46	nd	nd	nd	0.57	6.35	nd	nd	nd
Mar10	1.23	6.43	nd	nd	nd	0.38	6.41	nd	nd	nd
Abr10	1.22	6.82	nd	nd	nd	0.33	5.86	nd	nd	nd
May10	1.45	7.24	nd	nd	nd	0.38	6.04	nd	nd	nd
Jun10	1.62	7.32	nd	nd	nd	0.41	6.22	nd	nd	nd
Jul10	1.90	7.64	nd	nd	nd	1.93	6.21	nd	nd	nd
Ago10	2.38	8.47	nd	nd	nd	3.72	7.00	nd	nd	nd
Sep10	2.74	5.47	6.39	8.67	23.56	0.95	4.32	5.54	9.49	15.01
Oct10	2.95	5.57	6.27	9.47	23.21	2.95	3.79	5.50	9.33	14.70
Nov10	2.97	5.05	6.12	10.14	23.68	1.13	3.16	5.31	9.07	14.32
Dic10	2.98	4.54	5.90	10.41	23.22	1.14	3.26	5.52	8.53	14.18
Ene11	3.21	4.76	6.19	10.51	23.12	0.77	3.54	5.52	8.63	14.17
Feb11	3.39	5.44	6.85	10.71	24.55	2.70	3.47	5.27	8.81	15.55
Mar11	3.68	5.43	7.49	11.07	24.56	1.59	3.61	5.57	9.26	16.32
Abr11	3.97	5.59	7.62	10.48	24.29	0.27	3.06	5.48	9.01	15.78
May11	4.23	6.11	7.97	10.97	23.82	0.31	2.66	5.34	9.35	16.06
Jun11	4.28	6.39	8.07	10.94	23.58	0.33	3.57	5.26	9.28	15.60
Jul11	4.26	6.36	8.00	11.02	23.31	0.34	3.22	5.57	9.00	15.34
Ago11	4.23	6.31	7.89	11.22	23.27	0.34	3.18	5.47	9.36	15.16
Sep11	4.27	6.11	7.88	10.94	23.57	1.42	3.28	5.47	8.81	15.40
Oct11	4.27	6.00	7.82	10.77	23.23	0.43	3.01	5.32	8.41	15.11
Nov11	4.26	6.01	7.44	11.09	23.00	0.32	3.09	5.25	8.59	15.41
Dic11	4.24	6.01	7.37	11.16	22.94	0.28	2.99	5.36	8.92	16.02
Ene12	4.23	5.92	7.41	11.43	22.94	0.76	3.56	5.38	9.00	15.39
Feb12	4.23	6.01	7.24	11.40	23.73	1.51	3.63	5.45	9.27	15.49
Mar12	4.25	6.05	7.01	11.22	23.73	2.30	3.84	5.72	8.86	16.35
Abr12	4.24	6.00	7.10	10.81	22.89	2.16	4.13	5.70	8.98	15.34
May12	4.24	6.01	7.26	10.99	22.85	3.52	3.96	5.70	8.80	14.99
Jun12	4.23	5.95	7.28	11.22	23.05	1.77	4.03	6.08	8.71	15.16

Jul12	4.25	5.84	7.30	10.73	22.93	0.70	3.91	6.07	8.86	14.89
Ago12	4.22	5.84	7.46	11.06	22.83	0.51	3.83	5.94	9.18	15.76
Sep12	4.23	5.70	7.50	11.05	22.93	1.23	3.82	5.82	9.17	15.63
Oct12	4.24	5.95	7.52	10.98	23.04	1.13	3.65	5.87	9.18	15.46
Nov12	4.25	6.19	7.65	11.01	22.98	2.65	4.07	5.93	9.26	15.82
Dic12	4.24	5.78	7.36	10.96	22.45	1.16	4.05	6.36	9.02	15.50
Ene13	4.15	5.98	7.40	10.98	22.24	4.90	4.13	6.67	8.73	14.43
Feb13	4.20	6.03	7.54	10.96	22.42	4.12	4.32	6.80	9.43	6.80
Mar13	4.24	5.79	7.44	10.81	22.03	2.04	4.57	7.65	10.10	14.73
Abr13	4.20	5.42	7.23	10.73	21.86	0.92	4.13	6.97	9.20	14.36
May13	4.25	5.41	7.18	10.82	21.68	0.45	3.48	6.26	9.20	14.49
Jun13	4.26	5.30	7.21	10.60	21.20	0.29	2.87	6.19	9.23	13.97
Jul13	4.33	5.41	7.09	10.55	21.05	0.25	3.50	6.14	8.72	13.78
Ago13	4.52	5.67	7.04	10.86	21.40	0.15	3.15	6.05	8.63	13.69
Sep13	4.27	5.53	7.07	10.86	21.46	0.15	3.03	6.02	8.79	13.73
Oct13	4.25	5.78	7.13	10.97	21.24	0.15	3.33	5.91	8.82	13.63
Nov13	4.18	5.37	7.19	10.34	20.86	0.15	2.90	5.33	8.67	13.44
Dic13	4.09	5.39	7.05	10.07	21.02	0.15	2.43	5.44	8.31	13.20

Fuente: BCR y SBS

nd = no disponible tasas de interés para grandes, medianas y pequeñas empresas porque la SBS crea esa subdivisión a partir de setiembre del 2010.

Tabla No. 23
BASE DE DATOS SPSS

Año	Nombre de empresa	Monto vendido	Costo de inscripción	Plazo del trámite	Impuesto a ganancias
2010	América Leasing	14.119	0.043	26	0.166
2010	América Leasing	25.263	0.013	17	0.092
2010	América Financiera	16.842	0.014	25	0.066
2010	América Financiera	25.263	0.013	22	0.088
2010	América Financiera	11.916	0.015	25	0.050
2010	Banco Falabella	30.000	0.001	20	0.007
2010	Banco Falabella	30.000	0.003	22	0.022
2010	Banco Interamericano de Finanzas	15.000	0.014	21	0.059
2010	Banco Interamericano de Finanzas	14.035	0.012	25	0.047
2010	Banco Interamericano de Finanzas	14.035	0.010	24	0.037
2010	Banco Interamericano de Finanzas	14.035	0.010	23	0.039
2010	Banco Interamericano de Finanzas	14.035	0.009	27	0.036
2010	Banco Interamericano de Finanzas	14.035	0.008	22	0.030
2010	Banco Interamericano de Finanzas	14.035	0.005	26	0.020
2010	Banco Ripley	25.000	0.000	16	0.001
2010	Banco Ripley	25.000	0.011	20	0.072
2010	Banco Ripley	25.000	0.005	21	0.036
2010	Banco Santander	15.000	0.018	20	0.073
2010	BBVA Banco Continental	40.000	0.042	21	0.463
2010	BBVA Banco Continental	80.000	0.042	16	0.932
2010	Cemento Andino	19.649	0.008	19	0.042
2010	Cemento Andino	78.596	0.033	16	0.707
2010	CMAC Arequipa	10.000	0.011	27	0.031
2010	Corporación Lindley	56.140	0.047	18	0.732
2010	Corporación Miski	1.404	0.040	31	0.016
2010	Corporación Miski	1.404	0.040	32	0.015
2010	Corporación Miski	1.404	0.039	33	0.015
2010	Corporación Miski	1.404	0.038	33	0.015
2010	Corporación Miski	1.404	0.080	32	0.031
2010	Corporación Miski	1.404	0.090	33	0.035
2010	Corporación Miski	1.404	0.081	30	0.031
2010	Corporación Miski	1.404	0.085	32	0.033
2010	Corporación Miski	1.123	0.075	33	0.023
2010	Corporación Miski	1.123	0.085	30	0.026
2010	Corporación Miski	1.544	0.065	29	0.028

2010	Corporación Miski	1.123	0.065	32	0.020
2010	CrediScotia Financiera	50.000	0.011	17	0.153
2010	Edegel	28.070	0.035	18	0.269
2010	Edegel	28.070	0.028	23	0.216
2010	Edelnor	30.000	0.041	21	0.337
2010	Edelnor	20.000	0.036	22	0.200
2010	Edelnor	30.000	0.045	19	0.368
2010	Edelnor	20.000	0.035	19	0.194
2010	Enersur	70.175	0.035	18	0.679
2010	Enersur	42.420	0.046	20	0.538
2010	Ferreyros	42.105	0.017	20	0.198
2010	Ferreyros	28.070	0.016	22	0.122
2010	Ferreyros	42.105	0.010	21	0.118
2010	Financiera Edyficar	50.000	0.013	20	0.172
2010	Financiera TFC	20.000	0.039	19	0.215
2010	HSBC Bank Perú	40.000	0.020	20	0.222
2010	Inmuebles Comerciales del Perú	53.065	0.055	18	0.808
2010	Leasing Total	5.558	0.034	27	0.052
2010	Leasing Total	14.035	0.030	28	0.117
2010	Luz del Sur	42.090	0.033	19	0.378
2010	Mibanco	25.000	0.001	18	0.010
2010	Mibanco	25.000	0.000	16	0.002
2010	Mibanco	30.000	0.006	21	0.047
2010	Mibanco	30.000	0.011	22	0.094
2010	Mibanco	40.000	0.012	21	0.133
2010	Montana	11.228	0.006	24	0.018
2010	Palmas del Espino	14.035	0.014	24	0.054
2010	Palmas del Espino	14.035	0.001	21	0.004
2010	Pluspetrol Lote 56	77.282	0.015	16	0.323
2010	Pluspetrol Lote 56	272.279	0.020	13	1.513
2010	Rash Perú	3.000	0.011	31	0.009
2010	Rash Perú	4.000	0.013	28	0.014
2010	Refinería La Pampilla	70.175	0.013	17	0.245
2010	Saga Falabella	50.000	0.034	16	0.463
2010	Scotiabank	60.000	0.042	18	0.694
2010	Scotiabank	100.000	0.043	14	1.191
2010	Telefónica del Perú	61.754	0.006	16	0.107
2010	Telefónica del Perú	20.000	0.013	22	0.073
2010	Telefónica del Perú	12.225	0.013	24	0.045
2010	Telefónica del Perú	23.325	0.045	23	0.290

2010	Telefónica del Perú	60.000	0.038	19	0.632
2010	Telefónica Móviles	49.123	0.003	19	0.045
2010	Telefónica Móviles	26.000	0.028	22	0.198
2010	Telefónica Móviles	70.000	0.048	26	0.918
2010	Telefónica Móviles	60.000	0.038	19	0.632
2010	Telefónica Móviles	50.000	0.034	14	0.467
2010	Tiendas Efe	3.000	0.005	28	0.004
2010	Tiendas Efe	3.000	0.003	30	0.003
2010	Tiendas Efe	1.860	0.010	33	0.005
2010	Tiendas Efe	3.000	0.013	30	0.010
2010	Tiendas Efe	3.000	0.020	30	0.017
2010	Tiendas Efe	3.000	0.016	28	0.013
2010	Titulizadora Peruana	91.115	0.018	15	0.456
2010	Titulizadora Peruana	5.816	0.060	25	0.096
2010	Transportadora de Gas del Perú	280.700	0.023	14	1.795
2010	Transportadora de Gas del Perú	140.350	0.043	15	1.648
2010	Yura	10.667	0.001	25	0.004
2010	Yura	30.000	0.019	23	0.159
2010	Yura	70.000	0.037	17	0.714
2011	Banco de Crédito	245.427	0.015	13.00	1.019
2011	Banco de Crédito	128.000	0.020	14.00	0.697
2011	Banco de Crédito	150.000	0.030	14.00	1.242
2011	Banco Falabella	60.000	0.020	18.00	0.337
2011	Banco Falabella	35.000	0.019	22.00	0.181
2011	Banco Falabella	30.000	0.008	20.00	0.063
2011	Banco Falabella	30.000	0.020	17.00	0.168
2011	Banco Falabella	30.000	0.016	6.00	0.132
2011	Banco Interamericano de Finanzas	13.485	0.015	21.00	0.056
2011	Banco Interamericano de Finanzas	13.485	0.015	20.00	0.054
2011	Banco Interamericano de Finanzas	13.485	0.015	26.00	0.056
2011	Banco Interamericano de Finanzas	13.485	0.015	25.00	0.057
2011	Banco Interamericano de Finanzas	13.485	0.015	26.00	0.057
2011	Banco Interamericano de Finanzas	13.485	0.015	26.00	0.056
2011	Banco Ripley	34.749	0.005	19.00	0.052
2011	Banco Ripley	25.000	0.017	20.00	0.117
2011	Banco Ripley	25.000	0.018	21.00	0.121
2011	Banco Ripley	20.000	0.012	23.00	0.064
2011	Banco Ripley	10.000	0.014	27.00	0.040
2011	Banco Ripley	20.000	0.007	23.00	0.038
2011	Banco Ripley	13.748	0.007	24.00	0.026

2011	BBVA Banco Continental	100.000	0.029	15.00	0.793
2011	BBVA Banco Continental	50.000	0.018	18.00	0.242
2011	BBVA Banco Continental	150.000	0.032	13.00	1.332
2011	Cofide	50.000	0.020	16.00	0.276
2011	Cofide	50.000	0.025	16.00	0.338
2011	Cofide	45.065	0.028	18.00	0.342
2011	Cofide	30.000	0.014	22.00	0.112
2011	Corporación Miski	1.349	0.053	33.00	0.020
2011	Corporación Miski	1.349	0.053	31.00	0.020
2011	Corporación Miski	1.349	0.053	30.00	0.020
2011	Corporación Miski	1.349	0.057	31.00	0.021
2011	Corporación Miski	1.349	0.058	30.00	0.021
2011	Corporación Miski	1.349	0.058	32.00	0.021
2011	Corporación Miski	1.349	0.056	31.00	0.021
2011	Corporación Miski	1.349	0.053	32.00	0.020
2011	Corporación Miski	1.349	0.048	31.00	0.018
2011	Corporación Miski	1.349	0.048	32.00	0.018
2011	Corporación Miski	1.349	0.048	30.00	0.018
2011	Corporación Miski	1.349	0.048	32.00	0.018
2011	Corporación Miski	1.349	0.048	31.00	0.018
2011	Corporación Miski	1.349	0.048	30.00	0.018
2011	Corporación Miski	1.349	0.047	31.00	0.017
2011	CrediScotia Financiera	50.000	0.003	17.00	0.036
2011	CrediScotia Financiera	100.000	0.006	16.00	0.166
2011	CrediScotia Financiera	60.000	0.035	17.00	0.574
2011	CrediScotia Financiera	47.740	0.013	19.00	0.165
2011	CrediScotia Financiera	60.000	0.009	17.00	0.156
2011	CrediScotia Financiera	50.000	0.020	19.00	0.281
2011	Creditítulos Sociedad Titulizadora	36.631	0.026	20.00	0.262
2011	Creditítulos Sociedad Titulizadora	107.880	0.000	14.00	0.003
2011	Creditítulos Sociedad Titulizadora	394.889	0.012	12.00	1.317
2011	Duke Energy Egenor	94.395	0.021	15.00	0.554
2011	Edelnor	20.000	0.028	18.00	0.154
2011	El Pacífico Peruano Suiza	161.820	0.027	13.00	1.214
2011	Ferreyros	50.860	0.013	17.00	0.185
2011	Ferreyros	48.991	0.015	21.00	0.203
2011	Financiera Edyficar	40.000	0.012	17.00	0.129
2011	Financiera Edyficar	30.000	0.010	19.00	0.085
2011	Financiera Edyficar	30.000	0.010	22.00	0.080
2011	Financiera Edyficar	40.000	0.039	18.00	0.431

2011	Financiera Edyficar	30.000	0.039	22.00	0.321
2011	Financiera Efectiva	3.000	0.014	29.00	0.011
2011	Hipermercados Tottus	30.000	0.007	21.00	0.060
2011	Leasing Total	13.485	0.017	22.00	0.063
2011	Leasing Total	9.466	0.017	22.00	0.045
2011	Leasing Total	6.716	0.017	28.00	0.032
2011	Leasing Total	9.644	0.015	27.00	0.040
2011	Leasing Total	6.422	0.016	24.00	0.028
2011	Leasing Total	9.604	0.016	27.00	0.043
2011	Luz del Sur	54.420	0.024	19.00	0.362
2011	Luz del Sur	27.210	0.029	23.00	0.214
2011	Mibanco	40.000	0.015	18.00	0.165
2011	Mibanco	25.000	0.018	20.00	0.123
2011	Mibanco	40.000	0.014	19.00	0.152
2011	Mibanco	40.610	0.007	16.00	0.077
2011	Mibanco	40.000	0.007	20.00	0.080
2011	Palmas del Espino	9.440	0.013	24.00	0.033
2011	Palmas del Espino	13.485	0.011	25.00	0.042
2011	Palmas del Espino	13.485	0.011	25.00	0.041
2011	Palmas del Espino	13.485	0.013	26.00	0.047
2011	Palmas del Espino	31.016	0.003	22.00	0.022
2011	Rash Perú	3.000	0.011	29.00	0.009
2011	Rash Perú	3.000	0.011	31.00	0.009
2011	Red de Energía del Perú	53.940	0.015	17.00	0.224
2011	Red de Energía del Perú	102.486	0.023	15.00	0.637
2011	Saga Falabella	50.000	0.033	16.00	0.457
2011	Saga Falabella	50.000	0.029	16.00	0.392
2011	Saga Falabella	30.000	0.007	18.00	0.058
2011	Scotia Sociedad Titulizadora	64.482	0.038	17.00	0.672
2011	Scotiabank	75.920	0.025	16.00	0.531
2011	Supermercados Peruanos	50.000	0.016	16.00	0.216
2011	Telefónica del Perú	59.330	0.019	17.00	0.318
2011	Telefónica Móviles	60.000	0.031	16.00	0.517
2011	Telefónica Móviles	34.900	0.007	19.00	0.070
2011	Telefónica Móviles	37.000	0.007	19.00	0.074
2011	Telefónica Móviles	35.000	0.005	21.00	0.049
2011	Tiendas Efe	3.000	0.007	29.00	0.005
2011	Tiendas Efe	3.000	0.017	28.00	0.014
2011	Tiendas Efe	3.000	0.014	29.00	0.011
2012	Banco de Comercio	2.810	0.073	29.00	0.056

2012	Banco de Crédito	200.000	0.021	12.00	1.128
2012	Banco de Crédito	200.000	0.021	13.00	1.162
2012	Banco Falabella	45.000	0.014	17.00	0.169
2012	Banco Falabella	55.000	0.010	17.00	0.151
2012	Banco Interamericano de Finanzas	15.000	0.036	19.00	0.149
2012	Banco Interamericano de Finanzas	15.000	0.035	20.00	0.145
2012	Banco Ripley	30.000	0.017	18.00	0.138
2012	Banco Ripley	50.000	0.011	17.00	0.144
2012	BBVA Banco Continental	137.808	0.012	13.00	0.469
2012	BBVA Banco Continental	58.696	0.016	17.00	0.250
2012	BBVA Banco Continental	200.000	0.024	13.00	1.299
2012	CMAC Sullana	15.570	0.023	25.00	0.100
2012	CMAC Sullana	24.185	0.022	27.00	0.149
2012	Cofide	74.008	0.013	14.00	0.265
2012	Cofide	150.000	0.032	12.00	1.320
2012	Cofide	100.000	0.028	13.00	0.756
2012	Cofide	90.000	0.022	16.00	0.538
2012	Cofide	43.384	0.001	23.00	0.014
2012	Corporación Miski	1.276	0.055	30.00	0.019
2012	Corporación Miski	1.276	0.055	27.00	0.019
2012	CrediScotia Financiera	130.000	0.040	15.00	1.414
2012	Crediscotia Financiera	60.000	0.010	16.00	0.158
2012	Crediscotia Financiera	50.000	0.021	15.00	0.286
2012	Creditítulos Sociedad Titulizadora	80.760	0.044	17.00	0.969
2012	Duke Energy Egenor	102.080	0.024	15.00	0.663
2012	Edelnor	40.000	0.028	16.00	0.311
2012	Edelnor	50.000	0.026	16.00	0.359
2012	Edelnor	50.000	0.021	16.00	0.290
2012	Edelnor	40.000	0.024	21.00	0.260
2012	CrediScotia Financiera	70.000	0.011	18.00	0.202
2012	CrediScotia Financiera	60.000	0.015	16.00	0.251
2012	Financiera Edyficar	60.000	0.020	17.00	0.333
2012	Financiera Edyficar	70.000	0.021	15.00	0.395
2012	Financiera Edyficar	40.000	0.030	21.00	0.329
2012	Financiera Efectiva	3.000	0.022	25.00	0.018
2012	Financiera Efectiva	3.000	0.021	24.00	0.017
2012	Financiera Efectiva	3.000	0.020	24.00	0.017
2012	Financiera Efectiva	3.000	0.020	23.00	0.016
2012	Financiera Efectiva	2.946	0.021	29.00	0.017
2012	Financiera Efectiva	3.000	0.021	31.00	0.017

2012	Financiera Efectiva	3.000	0.022	30.00	0.018
2012	H2 Olmos	77.400	0.020	17.00	0.416
2012	H2 Olmos	252.840	0.037	14.00	2.545
2012	Interbank	137.900	0.035	14.00	1.311
2012	Leasing Total	5.921	0.025	20.00	0.040
2012	Leasing Total	13.977	0.024	22.00	0.092
2012	Leasing Total	1.335	0.021	30.00	0.008
2012	Leasing Total	2.552	0.021	28.00	0.014
2012	Leasing Total	7.585	0.021	24.00	0.044
2012	Leasing Total	7.727	0.025	26.00	0.053
2012	Leasing Total	9.764	0.027	28.00	0.074
2012	Luz del Sur	55.935	0.025	16.00	0.387
2012	Luz del Sur	24.735	0.029	18.00	0.197
2012	Luz del Sur	66.150	0.020	17.00	0.362
2012	Luz del Sur	77.580	0.018	18.00	0.384
2012	Luz del Sur	77.100	0.016	16.00	0.329
2012	Maestro	17.864	0.033	22.00	0.162
2012	Mibanco	50.000	0.019	16.00	0.260
2012	Mibanco	50.000	0.020	17.00	0.269
2012	Mibanco	48.800	0.019	17.00	0.258
2012	Mibanco	100.000	0.016	18.00	0.435
2012	Palmas del Espino	25.520	0.011	20.00	-0.076
2012	Palmas del Espino	13.130	0.009	19.00	-0.032
2012	Palmas del Espino	25.520	0.011	21.00	0.080
2012	Rash Perú	5.000	0.020	28.00	0.027
2012	Red de Energía del Perú	102.080	0.024	13.00	0.681
2012	Red de Energía del Perú	104.140	0.022	15.00	0.623
2012	Red de Energía del Perú	38.280	0.010	19.00	-0.108
2012	Saga Falabella	60.000	0.024	19.00	0.390
2012	Saga Falabella	40.000	0.020	19.00	0.215
2012	Saga Falabella	50.000	0.009	18.00	0.123
2012	San Fernando	30.000	0.008	19.00	0.069
2012	Scotiabank	50.000	0.017	15.00	0.235
2012	Scotiabank	58.000	0.016	19.00	0.262
2012	Scotiabank	12.760	0.013	29.00	0.046
2012	Scotiabank	100.000	0.023	14.00	0.624
2012	Scotiabank	100.000	0.021	13.00	0.581
2012	Scotiabank	50.000	0.017	16.00	0.239
2012	Telefónica Móviles	25.000	0.008	17.00	0.053
2012	Telefónica Móviles	20.000	0.008	20.00	0.044

2012	Telefónica Móviles	50.000	0.021	17.00	0.286
2012	Telefónica Móviles	62.000	0.006	17.00	0.094
2012	Tiendas Efe	3.000	0.019	28.00	0.016
2012	Tiendas Efe	3.000	0.022	27.00	0.018
2012	Volcan Compañía Minera	90.596	0.019	15.00	0.480
2013	Agrícola y Ganadera Chavín de Huantar	2.727	0.024	21.00	0.018
2013	Agrícola y Ganadera Chavín de Huantar	1.400	0.026	21.00	0.010
2013	Agrícola y Ganadera Chavín de Huantar	1.400	0.026	22.00	0.010
2013	Agrícola y Ganadera Chavín de Huantar	1.400	0.025	20.00	0.010
2013	Andino Investment Holding	14.000	0.001	21.00	0.002
2013	Andino Investment Holding	14.000	0.001	21.00	0.002
2013	Banco de Comercio	4.000	0.068	15.00	0.075
2013	Banco de Comercio	3.500	0.068	15.00	0.065
2013	Banco de Crédito	100.000	0.003	14.00	0.082
2013	Banco de Crédito	100.000	0.003	15.00	0.095
2013	Banco de Crédito	100.000	0.004	14.00	0.108
2013	Banco de Crédito	100.000	0.005	15.00	0.138
2013	Banco de Crédito	100.000	0.008	14.00	0.233
2013	Banco Falabella	50.000	0.012	20.00	0.170
2013	Banco Falabella	75.000	0.018	17.00	0.365
2013	Banco Falabella	28.000	0.011	18.00	0.081
2013	Banco Falabella	60.000	0.018	18.00	0.292
2013	Banco Financiero	43.420	0.011	18.00	0.127
2013	Banco Financiero	70.000	0.035	16.00	0.664
2013	Banco Financiero	50.770	0.014	16.00	0.195
2013	Banco Financiero	25.000	0.051	18.00	0.347
2013	Banco Financiero	22.400	0.016	18.00	0.095
2013	Banco Interamericano de Finanzas	28.000	0.003	16.00	0.023
2013	Banco Interamericano de Finanzas	30.000	0.035	15.00	0.289
2013	Banco Interamericano de Finanzas	10.000	0.038	15.00	0.103
2013	Banco Ripley	30.000	0.024	17.00	0.195
2013	Banco Ripley	17.330	0.036	17.00	0.169
2013	BBVA Banco Continental	126.000	0.031	16.00	1.068
2013	CMAC Huancayo	15.000	0.017	20.00	0.070
2013	CMAC Huancayo	10.000	0.016	20.00	0.045
2013	CMAC Huancayo	20.000	0.016	20.00	0.090
2013	CMAC Arequipa	30.000	0.012	20.00	0.097
2013	Cofide	100.000	0.019	14.00	0.523

2013	Continental Sociedad Titulizadora	70.000	0.039	16.00	0.750
2013	Continental Sociedad Titulizadora	292.505	0.007	15.00	0.595
2013	CrediScotia Financiera	60.000	0.004	20.00	0.060
2013	CrediScotia Financiera	60.560	0.005	20.00	0.086
2013	CrediScotia Financiera	50.000	0.013	16.00	0.174
2013	CrediScotia Financiera	88.230	0.004	20.00	0.088
2013	Creditítulos Sociedad Titulizadora	103.160	0.003	16.00	0.082
2013	Creditítulos Sociedad Titulizadora	38.340	0.030	20.00	0.315
2013	Creditítulos Sociedad Titulizadora	485.982	0.002	15.00	0.321
2013	Creditítulos Sociedad Titulizadora	140.000	0.010	18.00	0.380
2013	Creditítulos Sociedad Titulizadora	42.000	0.004	18.00	0.045
2013	Creditítulos Sociedad Titulizadora	140.000	0.027	15.00	1.042
2013	Creditítulos Sociedad Titulizadora	126.000	0.041	14.00	1.414
2013	Creditítulos Sociedad Titulizadora	23.250	0.041	14.00	0.261
2013	Edelnor	50.000	0.017	14.00	0.230
2013	Edelnor	50.000	0.033	16.00	0.454
2013	Edelnor	35.500	0.038	15.00	0.374
2013	Edelnor	50.000	0.033	19.00	0.454
2013	Edelnor	60.000	0.042	14.00	0.689
2013	Financiera Edyficar	62.108	0.018	17.00	0.313
2013	Financiera Efectiva	3.000	0.020	24.00	0.016
2013	Financiera Efectiva	3.000	0.018	21.00	0.014
2013	Financiera Efectiva	90.380	0.070	16.00	1.744
2013	Financiera Efectiva	3.000	0.018	21.00	0.014
2013	Financiera Efectiva	3.000	0.020	21.00	0.016
2013	Financiera Efectiva	3.000	0.019	21.00	0.015
2013	Financiera Uno	50.000	0.022	20.00	0.303
2013	Gerencia Inmobiliaria Edifica	12.000	0.044	19.00	0.146
2013	Interbank	150.000	0.024	15.00	0.975
2013	Interbank	140.000	0.043	15.00	1.656
2013	Leasing Total	19.922	0.027	18.00	0.150
2013	Leasing Total	28.000	0.026	18.00	0.201
2013	Los Portales	15.148	0.023	19.00	0.097
2013	Los Portales	11.572	0.001	20.00	0.005
2013	Los Portales	14.000	-0.003	20.00	-0.012
2013	Los Portales	12.000	0.023	20.00	0.077
2013	Luz del Sur	82.830	0.024	16.00	0.538
2013	Luz del Sur	83.460	0.038	16.00	0.879
2013	Mibanco	39.440	0.035	17.00	0.382
2013	Mibanco	45.220	0.031	17.00	0.391

2013	Red de Energía del Perú	77.305	0.017	15.00	0.356
2013	Red de Energía del Perú	28.000	0.012	18.00	0.090
2013	Scotia Sociedad Titulizadora	84.318	0.039	17.00	0.910
2013	Scotia Sociedad Titulizadora	112.000	0.041	15.00	1.257
2013	Scotiabank	38.500	0.027	18.00	0.290
2013	Tiendas Efe	3.000	0.018	24.00	0.015
2013	Tiendas Efe	5.000	0.019	21.00	0.026
2013	Tiendas Efe	5.000	0.017	20.00	0.023
2013	Unacem	60.000	0.015	19.00	0.245
2013	Unacem	60.000	0.017	15.00	0.282
2013	Unacem	60.000	0.024	18.00	0.390

Fuente: Propia