

**UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERIA**  
**FACULTAD DE INGENIERIA ECONOMICA Y**  
**CIENCIAS SOCIALES**



**LOS FONDOS MUTUOS EN EL PERÚ Y**  
**PROPUESTAS DE DESARROLLO**

**INFORME DE SUFICIENCIA**

**PARA OPTAR EL TITULO PROFESIONAL DE :**  
**INGENIERO ECONOMISTA**

*ELABORADO POR*  
***Cirilo Antonio Torres Pérez***

**LIMA - PERÚ**  
**2002**

## **DEDICATORIA**

A mi esposa Mirna por su amor y dedicación,  
a mis hijos Mirnita y Antonio por su comprensión,  
y a mi madre Angela por su aliento

## INDICE

**I. CURRICULUM VITAE**

**II. INFORME DE SUFICIENCIA**

## **II INFORME DE SUFICIENCIA**

### **FONDOS MUTUOS EN EL PERU: ANALISIS Y PROPUUESTAS DE DESARROLLO**

## **INDICE**

### **CAPITULO I. INTRODUCCION**

### **CAPITULO II EL SISTEMA FINANCIERO**

#### 2.1 La relación ahorro e inversión

#### 2.2 El sistema financiero en el Perú

##### 2.2.1. Mercado de intermediación directa

##### 2.2.2. Mercado de intermediación indirecta

##### 2.2.3. Mercados financieros

##### 2.2.4. Instrumentos de inversión

### **CAPITULO III. LOS FONDOS MUTUOS DE INVERSION EN VALORES**

#### 3.1. Conceptos acerca de fondos mutuos de inversión en valores

##### 3.1.1.¿Qué es un fondo mutuo?

##### 3.1.2. Tipos de fondos mutuos

##### 3.1.3. ¿Cómo se invierte en los fondos mutuos?

##### 3.1.4. Variedad de fondos mutuos

##### 3.1.5. Organización y operaciones de un fondo mutuo

#### 3.2. La política económica y los Fondos Mutuos en el Perú

##### 3.2.1. Aspectos macro económicos: tasa de interés y devaluación

##### 3.2.2 Mercado de Capitales

##### 3.2.3. Marco regulatorio de fondos mutuos de inversión en valores

###### A. Marco legal y regulatorio

###### B. Política de Inversiones

###### C. Valorización de la Cuota. Importancia de una correcta valorización

D. Estructura de inversiones fondos mutuos 1999

3.2.4. Evolución de los Fondos Mutuos en el Perú

3.2.5. Evolución del Patrimonio y Rentabilidad de los Fondos Mutuos

## **CAPITULO IV. PROPUESTAS DE DESARROLLO DEL SECTOR DE FONDOS MUTUOS.**

4.1. Propuesta 1: Emisión de valores mobiliarios por medio de titulación de activos

4.1.1 Primera alternativa

A. Propuesta de solución para el financiamiento de la mediana empresa

B. Objetivos de la Titulización de Activos

C. Ventajas y Costos

4.1.2 Segunda alternativa: bonos de infraestructura

A. Riesgos desde el punto de vista del concesionario

B. Riesgos desde la perspectiva del Estado

4.2. Propuesta 2: La emisión por parte del gobierno de deuda en dólares.

4.3. Resultado de las propuestas

## **CAPITULO V. CONCLUSIONES**

## **CAPITULO VI. RECOMENDACIONES**

## **BIBLIOGRAFIA.**

## **INDICE DE FIGURAS Y TABLAS**

### **FIGURAS**

- Figura 2.1 Evolución Ahorro e Inversión Periodo 1990 - 2000
- Figura 2.2 Evolución Valor del Fondo de Pensiones AFP'S
- Figura 2.3 Mercado Primario de Valores
- Figura 2.4 Descripción del Mercado de Valores
- Figura 2.5 Banca Múltiple (cientos de millones de nuevos soles)
- Figura 3.1 Operación de un Fondo Mutuo
- Figura 3.2 Tasas Activas de Intereses Nacional y Extranjera 1991 - 1999
- Figura 3.3 Tasas de Interés reales activas MN y ME: 1991 - 1999
- Figura 3.4 Participación de Partícipes según tipo de fondo: 1993 - 1999
- Figura 4.1 Operatividad Titulización de activos

### **TABLAS**

- Tabla 2.1 Evolución Patrimonio Fondos Mutuos
- Tabla 2.2 Mercado Primario de Valores (millones de nuevos soles)
- Tabla 3.1 Conformación actual de Partícipes y Patrimonio de los Fondos Mutuos en el Perú.
- Tabla 3.2 Tasas activas de Intereses Nacional y Extranjera 1991 - 1999
- Tabla 3.3 Bonos del Sector Privado (millones de US\$)  
Fuente de Financiamiento (US\$ millones)
- Tabla 3.4 Estructura de Inversiones para 1999 según tipo de moneda
- Tabla 3.5 Resumen Principales indicadores de Fondos Mutuos: 1993 - 2001

**Tabla 3.6 Fondos Mutuos por Administradora y Fondo: ago - 2000**

**Tabla 3.7 Tasas pasivas en moneda nacional, extranjera y rentabilidad de los fondos mutuos en renta fija (RF) y venta variable (RV)**



## **RESUMEN EJECUTIVO**

El presente trabajo se inicia con el planteamiento de la siguiente pregunta de investigación: ¿Qué factores vienen limitando al desarrollo del mercado de los fondos mutuos en el Perú?. Esto supone plantear las alternativas que permitan viabilizar el mercado de los fondos mutuos con el mercado de capitales.

El mercado de los fondos mutuos actualmente enfrenta los siguientes problemas:

**Crisis de confianza**, originada por una inadecuada valuación de activos con precio de adquisición hasta noviembre de 1998, cuando la Comisión Nacional de Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) dispone la valuación de los mismos con precios de mercado, afectando el patrimonio de los partícipes.

**Alta volatilidad** respecto de la rentabilidad de los fondos mutuos; el manejo macroeconómico y el político originan distorsiones en las tasas de interés afectando la rentabilidad de los fondos

**Ausencia de una cultura financiera** por parte de los agentes económicos que no permite comprender la necesidad de generar ahorro productivo mediante la inversión en activos financieros en los fondos mutuos.

Con el fin de dar solución a los problemas que afectan la gestión de los fondos mutuos, se proponen dos alternativas de solución para el mediano y largo plazo; la primera alternativa es la titulización de activos por parte de las empresas, y la segunda alternativa es la emisión de instrumentos de deuda a través de la emisión de bonos por parte de las empresas y del gobierno, dentro de esta alternativa se ha considerado la

emisión de "bonos de infraestructura" para el financiamiento de proyectos de concesión de gran envergadura por parte del gobierno. Estas propuestas buscan promover el mercado de títulos valores, el mismo que limita a su vez el desarrollo de los fondos mutuos y brinda la oportunidad para nuevas alternativas de financiamiento e inversión para los agentes económicos.

Por esta razón proponemos que los mecanismos de titulización de activos financieros y de emisión de instrumentos de deuda permitirían desarrollar el mercado de capitales del cual depende a su vez el crecimiento de otros agentes económicos, en particular el mercado de fondos mutuos.

## **CAPITULO I INTRODUCCIÓN**

### **Introducción**

La presente monografía aborda el tema del potencial de crecimiento del sistema de fondos mutuos dentro del mercado de capitales. Para esto se han identificado los factores que estarían determinando dicho potencial.

El mercado de capitales se presenta como alternativa de financiamiento para los agentes de la economía, y se tiene que resaltar su importancia en el desarrollo del Perú. Asimismo, se analiza el importante crecimiento que ha tenido en los últimos años y se encontrará que este se sustenta en tres grandes pilares.

Un primer pilar innegable es la creación y desarrollo de las Administradoras de Fondos de Pensiones – AFP a partir del año 1993, convirtiéndose en el principal motor de desarrollo y de ahorro de largo plazo en la economía peruana, porque sus pasivos, es decir las jubilaciones, que tienen que pagar a futuro tienen una vida promedio de 20 y 23 años. Se ha establecido que las inversiones de los fondos de pensiones tienen una duración de menor plazo, debido a que existe un problema de calce de plazos.

Un segundo elemento, es el desarrollo de las compañías de seguros de vida que ligados a los fondos de las AFP manejan una masa crítica de inversiones que está creciendo en

forma muy importante, son fondos que tienen un horizonte de maduración entre 25 y 30 años y que, por lo tanto, existe una necesidad de tener que calzar sus inversiones con proyectos de larga maduración.

El tercer pilar es la creación del sistema de fondos mutuos que, desde su aparición en el año 1993 , contaba con 601 partícipes y un patrimonio de 3.4 millones de dólares; con una tendencia de crecimiento sostenida hasta setiembre de 1998 cuando ya contaba con 21,827 partícipes y un patrimonio de 647 millones de dólares.

Lamentablemente, en el mes de noviembre del año 1998 hubo una grave crisis originada por el cambio de metodología de valuación de sus activos financieros, que originó que muchos partícipes se retiraran del sistema representando una disminución aproximada de 6000 partícipes y 300 millones de dólares en el patrimonio. Hoy en día, el portafolio de los fondos mutuos tienen una cartera promedio entre 1 y 1.1 años, básicamente orientados al corto plazo lo que nos estaría señalando que el número de partícipes y patrimonio podría expandirse más si los portafolios pudiesen ser capaces de ofrecer alternativas de mediano y largo plazo.

Se ha establecido que actualmente los fondos de pensiones sobrepasan los 2,600 millones de dólares en activos, las compañías de seguros alrededor de 700 millones de dólares y los fondos mutuos están por los 500 millones de dólares, todos en forma creciente y constante.

Lo interesante es que al analizar el sistema financiero se determinó que existía el equivalente a 10,000 millones de dólares entre ahorros y certificado de depósitos y lo que es más sorprendente, existen 2,670 millones de dólares en libretas de ahorros, las

cuales están recibiendo una rentabilidad entre 5% y 6% frente a alternativas de inversión que serían a más largo plazo y menor liquidez pero que les podrían brindar mucha mayor rentabilidad. Este es el punto que nos permite visualizar el gran potencial de crecimiento del sistema de fondos mutuos y por lo tanto del mercado de capitales.

### **Objetivos**

Al término de esta monografía, se espera proponer alternativas de solución a la insuficiencia de oferta de instrumentos de deuda con relación a la demanda, que enfrenta el mercado de los fondos mutuos en nuestro país, mediante el desarrollo de los instrumentos de renta fija en el mercado de capitales.

### **Objetivo general**

Analizar el mercado de fondos mutuos en el Perú y determinar que alternativas serán necesarias en el corto y mediano plazo, para expandir la oferta de instrumentos representativos de obligaciones de las empresas.

## **CAPITULO II EL SISTEMA FINANCIERO**

### **2.1 La relación ahorro e inversión**

A nivel de la economía agregada, el efecto acumulativo de las decisiones en el consumo y ahorro de las familias contribuye a determinar la tasa de crecimiento de la economía, la balanza comercial y del producto y del empleo

El ahorro de las familias, es decir la opción entre consumir y ahorrar depende del monto del ingreso personal disponible. Las familias deciden respecto a su consumo de hoy en base a sus expectativas sobre su ingreso futuro y a la tasa de interés que pueden ganar por su ahorro o a la tasa de interés que deben pagar si contraen deudas. Parte del ingreso total generado por la economía no puede ser usado directamente para el consumo o para otros gastos de las familias dado que corresponden a impuestos, o bien lo utilizan las empresas para reemplazar parte del stock de capital que se ha ido desgastando a través del periodo de producción o ha sido retenido por las empresas para realizar nuevas inversiones, aparte del capital desgastado.

La suma del ahorro familiar y del ahorro de las empresas nos da el total de ahorro privado de la economía. También consume y ahorra el sector gobierno y la suma del ahorro privado más el ahorro público nos da el ahorro nacional.

La inversión es el flujo de producto en un periodo dado que se usa para mantener o incrementar el stock de capital de la economía. Al incrementar el stock de capital, el gasto de inversión aumenta la capacidad productiva futura de la economía. La motivación para invertir ahora es incrementar las posibilidades de producción en el futuro.

Las cuentas nacionales identifican tres áreas principales de gasto de inversión:

- ❖ Inversión en activos fijos, mide el gasto en plantas, es decir, la estructura física ocupada por una fábrica u oficina comercial, y equipo, maquinaria y vehículos.
- ❖ Inversión en inventarios, los stocks de materias primas, bienes no terminados en proceso de producción, o bienes terminados que se encuentran en posesión de las empresas.
- ❖ Inversión en estructuras residenciales, que incluye los gastos de mantenimiento de viviendas así como la producción de nuevas viviendas.

Una distinción clave, y que se aplica a todos los niveles de inversión es la diferencia entre inversión bruta e inversión neta. Para un monto determinado de inversión total en la economía, una parte sirve para reemplazar el capital que se está depreciando y el resto se usa para incrementar el stock de capital. El nivel total de la inversión se designa como inversión bruta, la parte de la inversión que aumenta el stock de capital se designa como inversión neta. Entonces tenemos la relación simple de que la inversión bruta es igual a la inversión neta más la depreciación del capital o consumo de capital.

### Equilibrio Económico Ahorro Inversión y la Cuenta Corriente

En una economía enteramente cerrada, el ahorro agregado sería igual a la inversión agregada. El producto de la economía se divide entre consumo corriente e inversión, de modo que  $Q = C + I$ . Al mismo tiempo, el ingreso percibido por las familias, que también

es igual  $Q$ , debe dividirse entre consumo y ahorro, de modo que  $Q = C + S$ . Vemos inmediatamente que  $I=S$ , es decir la inversión siempre debe ser igual al ahorro.

Tanto el ahorro como la inversión representan aquella parte del producto nacional que no se utiliza para consumo corriente.

Por supuesto, el ahorro y la inversión en una economía no corresponde necesariamente a las mismas familias o empresas. Algunas familias pueden desear ahorrar careciendo de proyectos de inversión por realizar, mientras que otras familias pueden tener proyectos de inversión pero carecer de ahorros. Los mercados financieros resuelven el problema de canalizar los ahorros hacia quienes buscan invertir. Por su intermedio, los ahorrantes acumulan activos financieros mientras que los inversionistas acumulan pasivos financieros. Por ejemplo, los inversionistas podrían emitir bonos para financiar sus inversiones, los que serían adquiridos por las familias que quieren ahorrar.

Sin embargo, en una economía abierta, donde los residentes de una nación intercambian bienes y activos financieros con residentes de otras economías, no continúa siendo efectivo que el ahorro de una nación deba siempre ser igual a la inversión que tiene lugar dentro del país. Las familias de una nación pueden querer ahorrar más de lo que intentan invertir a nivel interno, prestando el exceso de ahorro a inversionistas de otros países. En este caso, el país acumulará activos financieros netos contra residentes del exterior. El producto nacional que se genera pero no se consume ni se invierte se exporta al extranjero.

En los mercados financieros existen múltiples tipos de activos financieros, entre los que se incluyen los títulos accionarios, bonos con diferentes madurez y valores más sofisticados. Existen también una gran variedad de intermediarios financieros como los



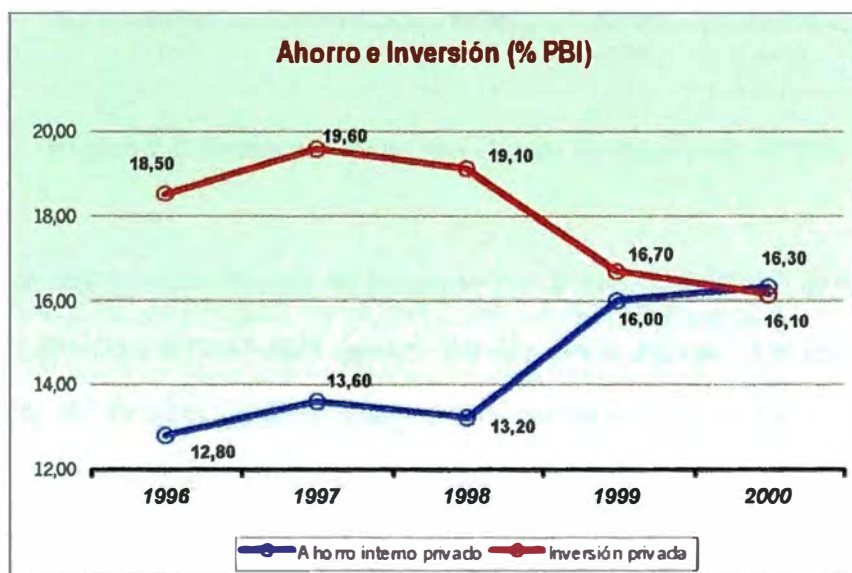
bancos, fondos mutuos y compañías de seguros. Estos intermediarios captan los ahorros de familias y empresas y los reinvierten en otros activos financieros. Debido a la variedad de activos financieros, no hay tal cosa como una tasa de interés o tasa de retorno única; lo que en realidad existe es todo un conjunto de retornos sobre diferentes activos.

### Ahorro e inversión en el Perú.

En el período 1996-2001 la inversión privada a disminuido significativamente, y el ahorro interno privado mantuvo un crecimiento sostenido.

Esta situación se debió a la crisis de la economía internacional y a la inestabilidad política interna.

### EVOLUCIÓN AHORRO E INVERSIÓN

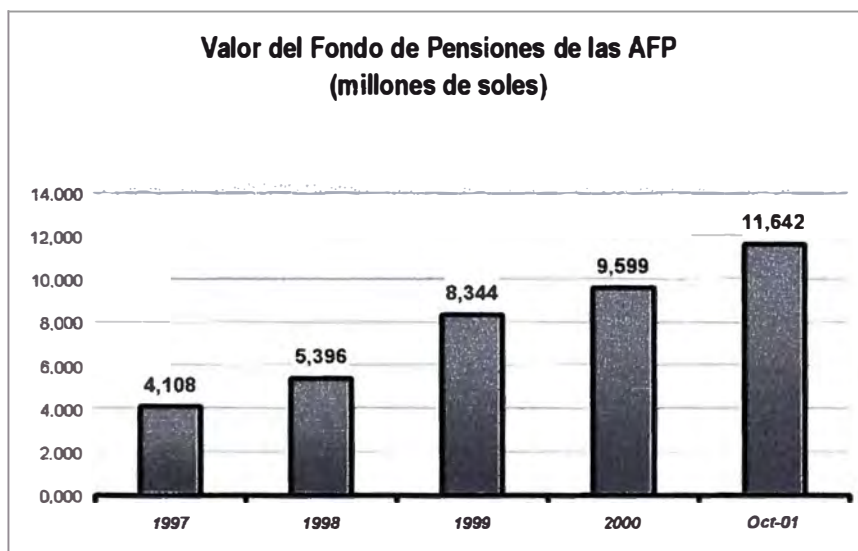


**Figura 2.1 Evolución Ahorro e Inversión  
Periodo 1998 - 2000**

Fuente: BCR

Cómo podrá observar, desde 1996, se muestra un notorio incremento del ahorro interno privado, debido principalmente a la participación en el mercado financiero del Sistema

Privado de Pensiones; si aprecia en el cuadro siguiente que el valor del fondo de las AFP'S casi se ha triplicado desde 1997.



**Figura 2.2 Evolución Valor del Fondo de Pensiones AFP'S**

En el caso de los Fondos Mutuos la situación no a sido similar, es decir, crecimiento sostenido; no debido a la tendencia general del desarrollo del mercado financiero, sino al caso particular del cambio de la metodología de valorización de la cuota realizada por CONASEV en noviembre de 1998.

En el cuadro siguiente se muestra la evolución del patrimonio total administrado por los fondos mutuos de USD 3.6 millones en 1993 a USD 1,181.7 a fines del año 2001.

## EVOLUCION FONDOS MUTUOS

Año	N° de Sociedades Administradoras	Patrimonio Total	Variación Porcentual
1993	02	US\$ 3.65 millones	-
1994	02	US\$ 146 millones	<60.0>
1995	03	US\$ 5.6 millones	267.0
1996	05	US\$ 180 millones	3,114.0
1997	06	US\$ 634.9 millones	253.0
1998	09	US\$ 365.3 millones	<43.0>
1999	08	US\$ 494.7 millones	35.0
2000 *	09	US\$ 440.7 millones	<11.0>
2001	10	US\$ 1,181.7 millones	168.0

**Tabla 2.1 Evolución Patrimonio Fondos Mutuos**

Finalmente podemos concluir, que a pesar de los embates de la economía internacional y la inestabilidad política interna, el daño fue menor en la economía peruana debido a la evolución presentada por el ahorro interno privado, explicado fundamentalmente por la participación del sistema privado de pensiones.

### La Desintermediación financiera

Es una corriente que se está presentando en los mercados financieros. Es un proceso de pérdida de presencia de los intermediarios tradicionales entre los agentes ahorradores y los agentes inversores. Este proceso implica que el ahorro se canalice a la inversión a través de títulos valores emitidos por los formadores de fondos y adquiridos por los inversores, sin necesidad de recurrir a la intermediación financiera (que es función y negocio de los bancos).

Este proceso se debe a:

- ❖ Inflación: Demanda de colocación de fondos suficientemente retribuidos para anular sus efectos.
- ❖ Presión fiscal: Demanda de productos desgravables

- ❖ Déficit público: Entrada del Estado emitiendo bonos soberanos
- ❖ Internacionalización de la economía: Ingresos de banca extranjera con nuevos productos financieros.
- ❖ Tecnología: Gran comunicación en los mercados globalizados.

## **2.2 El Sistema Financiero en el Perú**

El sistema financiero abarca los siguientes componentes: mercados financieros, instrumentos financieros y las instituciones financieras. Los mercados financieros es aquel lugar donde se intercambian activos financieros, los instrumentos financieros están constituidos por los activos financieros que pueden ser indirectos (valores mobiliarios) y directos (créditos bancarios), según la forma de intermediación a que se vinculan.

Por otra parte, las instituciones financieras son clasificadas en dos grandes rubros: intermediarios financieros e inversionistas institucionales.

### **2.2.1 Mercado de intermediación directa**

Es aquel mercado en donde participan directamente las personas o empresas que necesitan dinero para financiar sus proyectos y no les resulta conveniente tomarlos del sector bancario por lo que recurren a emitir valores mobiliarios (acciones u obligaciones) y captan de esta forma los recursos que necesitan directamente de los ofertantes de capital.

Podemos observar que las emisiones del sector público no ha tenido una participación activa en el mercado primario de valores hasta el año 1998, esta actitud puede estar demostrada por la política económica del gobierno de no emitir deuda interna, la cual

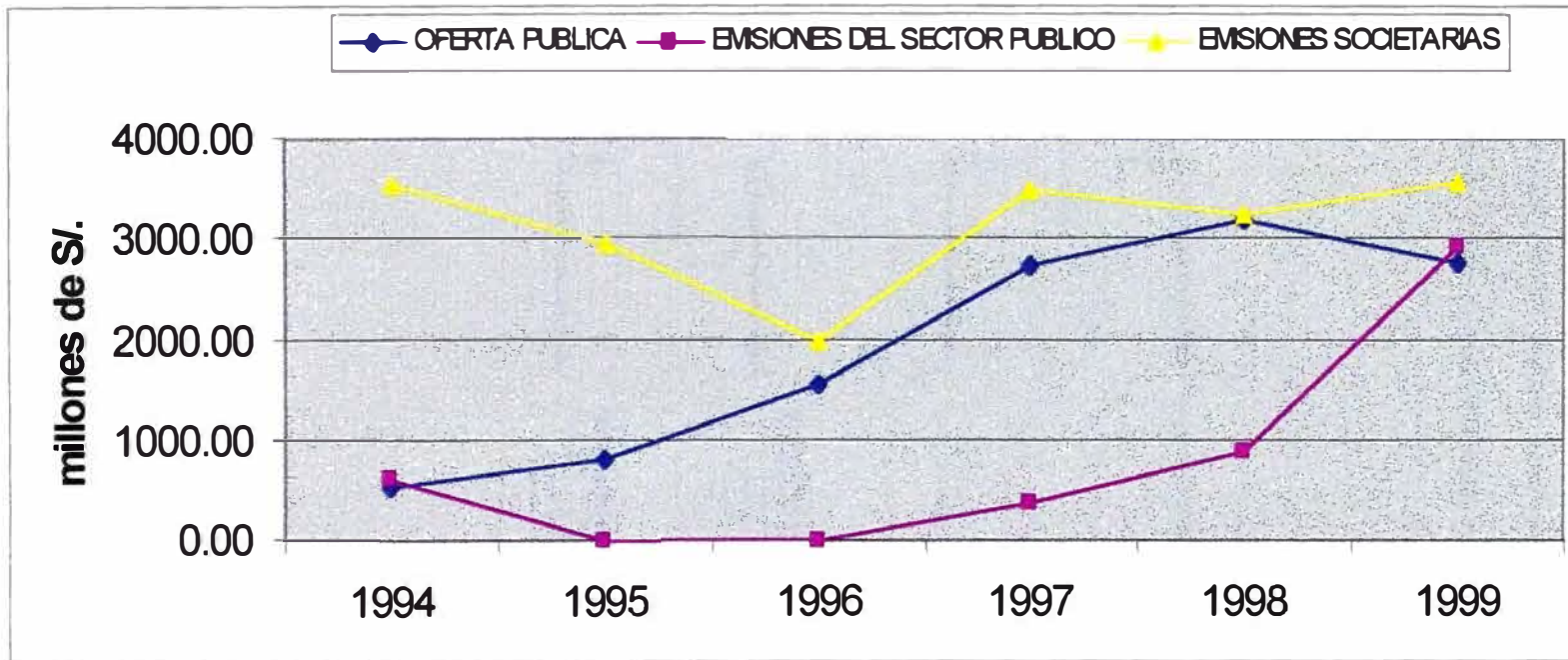
fue modificada durante el año 1999, llegando a emitirse un 330% de lo emitido en el año 1998, representando el 32% de la emisiones totales del mercado primario.

	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
<b>OFERTA PUBLICA</b>	<b>533.14</b>	815.52	1545.63	2728.03	3202.72	2764.45
<b>EMISIÓN DEL SECTOR PUBLICO</b>	618.00	0.00	0.00	384.00	877.95	2938.61
<b>EMISIONES SOCIETARIAS</b>	3551.41	<b>2961.27</b>	1997.80	<b>3495.12</b>	3243.47	3558.09

**Tabla 2. 2. Mercado primario de valores  
(millones de nuevos soles)**

**Fuente : Conasev**

Elaboración Propia



**Figura 2. 3. Mercado primario de valores**

**(millones de nuevos soles)**

Fuente . Conasev

**Elaboración propia**

En la figura 2.4 podemos observar como está organizado el mercado de valores y el proceso de colocación de los valores por primera vez, lo cual da origen al mercado primario. Por otro lado, cuando esos valores han sido previamente colocados, y se transan entre los distintos inversionistas, se encuentran en un mercado secundario.

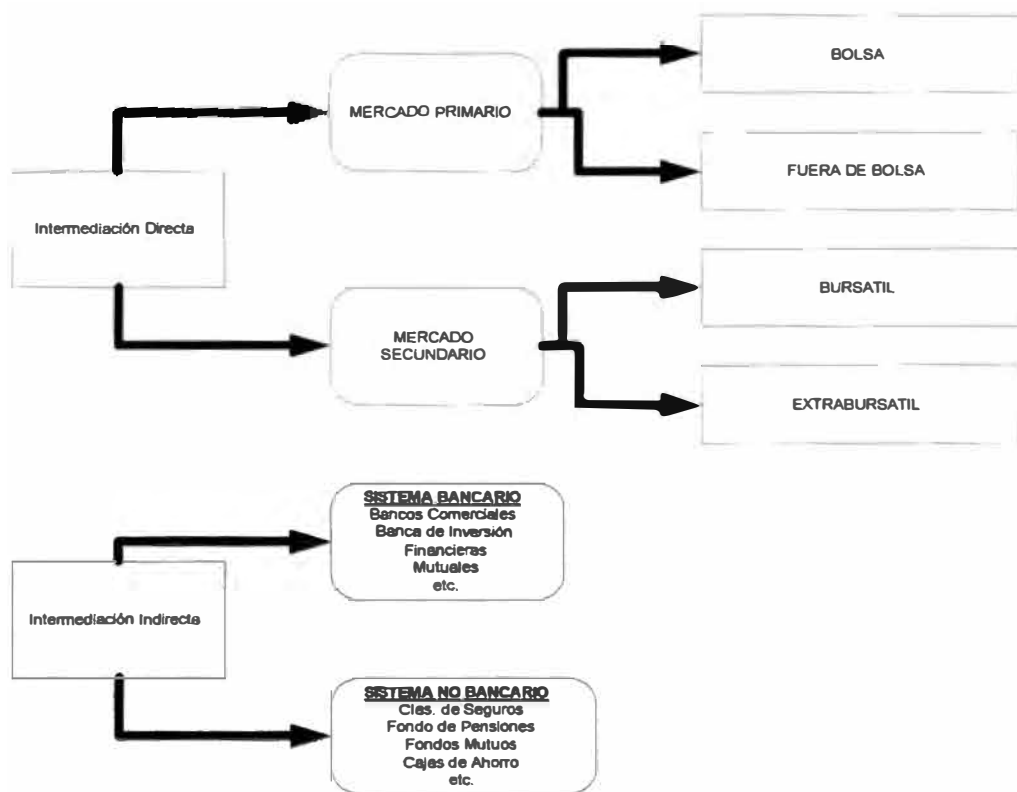


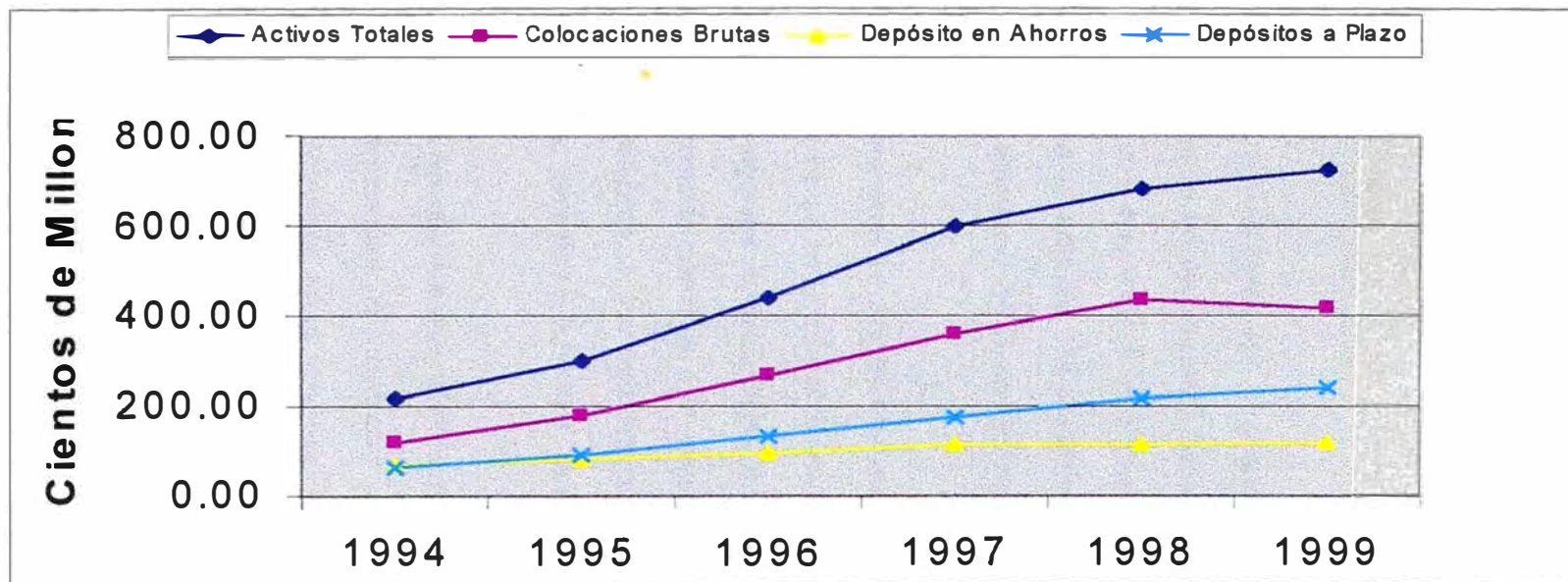
Figura 2. 4. Descripción del mercado de valores

### **2.2.2 Mercado de intermediación indirecta**

Es aquel mercado donde participa un intermediario, comúnmente el sector bancario, incluyendo la banca comercial asociada y privada, que capta recursos del público y luego los coloca en forma de préstamos, cobrando una tasa de interés predeterminada. También suelen clasificarse como intermediarios indirectos a los fondos mutuos y los fondos de pensiones, ya que las personas acceden indirectamente al mercado a través de estos medios.

De acuerdo con la Figura 2.5 podemos señalar que los depósitos a plazos han mantenido un crecimiento sostenido en el tiempo debido a que los inversionistas institucionales han aumentado sus colocaciones en los últimos años, este hecho podría estar demostrado por la poca profundidad de nuestro mercado de capitales.





**Figura 2. 5. Banca múltiple**  
**(cientos de millones de nuevos soles)**

Fuente: SBS

Elaboración propia

### **2.2.3 Mercados financieros**

Los mercados financieros comprenden el mercado de dinero, mercado de capitales y los mercados de futuros y derivados, en ellos se compran y se venden activos financieros directos, estos activos a su vez comprenden obligaciones y derechos de naturaleza financiera.

Las obligaciones son compromisos de pago que asume una persona o institución, por ejemplo letras, pagarés, bonos y todo aquello que comprometa a una persona a pagos futuros dentro de ciertas condiciones pre-establecidas. Los derechos son facultades que pueden adquirir los inversionistas para participar en una propiedad o ejecutar el cumplimiento de un compromiso por parte de quien le otorga dicho derecho.

El mercado de activos financieros se desarrolla debido a que el capital es un bien escaso que no se encuentra al alcance de todos, el cual nace de la concurrencia, por un lado, de los agentes superavitarios que luego de haber satisfecho sus necesidades financieras, poseen excedentes que desean invertir adecuadamente y del otro lado, los agentes deficitarios, cuyas necesidades financieras son mayores a su disponibilidad de recursos que, para cubrir su déficit, realizan normalmente actividades productivas de inversión.

Los activos financieros directos se pueden agrupar en tres categorías:

Instrumentos de propiedad: Las acciones son títulos de propiedad que representan una participación en la empresa, así mismo las acciones pueden cambiar de propietario por medio del mercado sin variar necesariamente la administración de la empresa.

- Instrumentos de deuda: Los bonos son títulos de crédito a un plazo determinado emitidos por un gobierno o una empresa los cuales son colocados en el mercado.

- Instrumentos derivados: Representan compromisos o alternativas de transar en el futuro a precios pre-establecidos en el contrato. La finalidad es protegerse de los riesgos de las fluctuaciones de precios de bienes o instrumentos financieros, o especular con el valor de ciertos activos.

### El Mercado de valores

El mercado de capitales provee los servicios financieros a través del manejo de riesgo, la movilización de ahorros y mecanismos para facilitar el control corporativo. Conforme los mercados se vuelven más grandes y líquidos será posible satisfacer las preferencias de los ofertantes y demandantes de fondos. Diversificar correctamente el riesgo y evitar descalces de liquidez, asimismo permite al inversionista tener un portafolio a medida, lo que permitirá reducir los costos de transacción, y competir en la canalización de recursos con los intermediarios financieros.

Los mercados de capitales permiten el financiamiento de largo plazo siempre que aseguren la profundidad y liquidez de las transacciones en el corto plazo. Además, ayuda a la movilización de recursos a través de la reducción de los costos de captar recursos de distintos inversionistas y las asimetrías de información entre los agentes.

Para sentar las bases para un adecuado desarrollo del mercado de capitales los países deben contar con una regulación que fomente la apertura de información, altos estándares contables y que penalice el tráfico de información privilegiada así como la corrupción.

**Un mercado de capitales debe de ser eficiente, para lo cual debe lograr los siguientes objetivos:**

Fomentar el ahorro: Es un objetivo inherente a la intermediación financiera, ya que esta se encontraría estrangulada sin un flujo continuado y elevado de ahorro, al constituir la "materia prima" esencial para su función. El fomento al ahorro se consigue ofreciendo a las unidades excedentarias de fondos condiciones atractivas en cuanto a rentabilidad, liquidez, plazo de vencimiento, seguridad y otras que induzcan a prescindir del consumo presente a cambio de ventajas que compensen tal decisión. Esto se logrará a través de la existencia de una amplia gama de instrumentos financieros ofertados por los intermediarios, adaptados a las necesidades específicas de los ahorradores. También es importante la existencia de un mercado secundario que dote de liquidez al sistema, permitiendo al ahorrador recuperar en cualquier momento sus fondos. De esta forma, también se realiza el fomento del ahorro al no verse éste inmovilizado durante periodos prolongados como consecuencia de la capacidad del ahorrador de recurrir al mercado secundario para recuperar los fondos entregados al sistema.

Canalización de los fondos captados de las unidades ahorradoras hacia los inversionistas más rentables: Constituye un objetivo adicional a cumplir por el mercado de capitales, que va a condicionar, en última instancia, su propia supervivencia, ya que, a no ser que los fondos captados sean invertidos en actividades rentables, las unidades económicas no prestarán su confianza a las instituciones financieras. Si éstas prestan dinero a unidades económicas cuya capacidad de reembolso de los fondos recibidos es cuestionable, se está poniendo en peligro la recuperación de los recursos prestados, y amenazada la devolución de los fondos a los ahorradores. Por lo tanto, el mercado de capitales ha de canalizar los recursos hacia actividades rentables con el fin de garantizar el equilibrio en su función intermediadora.

Los distintos agentes o instituciones que operan en el sistema financiero deben trabajar con márgenes de intermediación bajos: Cuanto mayor sea el diferencial existente entre productos financieros y costes financieros, mayor será la carga que soportará el sector financiero de la economía vía costes financieros elevados. Por el contrario, cuanto más bajo sea dicho margen, menor será la presión ejercida sobre el sector no monetario, con lo que se estará redundando en un beneficio para la economía en general. La relación entre el sistema financiero y el sistema económico no debe olvidarse, ya que no puede entender al primero como independiente del segundo.

Las instituciones que integran el sistema del mercado de capitales deben alcanzar los mejores niveles de seguridad y solvencia: El sistema financiero resultante se vería beneficiado por estas características, lo que favorecería tanto a las unidades económicas ahorradoras e inversoras que concurren a los mercados de capitales, como a la economía en general.

Mantenimiento de una elevada flexibilidad: Un requisito a cumplir por parte del mercado de capitales es el tener capacidad de adaptación ante nuevas condiciones de su entorno con el fin de poder cumplir con su función de intermediación entre ahorro e inversión aún incluso en condiciones cambiantes del contexto económico.

Un componente importante del mercado financiero lo constituye el Mercado de Valores, en este mercado se negocian valores mobiliarios.

En el Perú, los valores mobiliarios vienen a ser una especie de títulos valores porque, a diferencia de éstos, son emitidos en una forma masiva y libremente negociables. La definición empleada por la CONASEV es la siguiente " 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".

## **COLOCACIONES Y MECANISMOS DE NEGOCIACIÓN**

Como se divide el Mercado de Valores

Los criterios diferenciadores más importantes son:

- 1 Por el tipo de colocaciones divide el mercado en primario y secundario.
- 2 Por el mecanismo de negociación utilizado lo divide en bursátil y extrabursátil.

### 1 Tipo de colocación

#### A. Mercado primario

Mercado primario o mercado de emisiones es aquél que se relaciona con la colocación inicial de valores que se realiza a un precio determinado por medio de oferta pública, este tipo de oferta es abierta a todo el público interesado en adquirir un valor. Por otro lado, la colocación puede suceder por oferta privada, es decir, por venta dirigida solo a ciertas personas o instituciones no siendo de acceso al resto del público.

#### B. Mercado secundario

El mercado secundario o de transacciones, es aquél que comprende las negociaciones y transferencias de valores emitidos y colocados previamente, la negociación en Bolsa y en los demás mecanismos centralizados constituye un mercado secundario, por ejemplo, la compra de acciones de una empresa determinada en la Bolsa de Valores de Lima.

### 2 Mecanismos de negociación

A. Mercado bursátil. Es aquel segmento del mercado que tomando como elemento diferenciados la forma de negociación de valores, se ubica en la negociación de Bolsa como un mecanismo denominado Rueda de Bolsa.

## B. Mercado extrabursátil

Es aquél en el cual se colocan y negocian valores, pero fuera de la Bolsa como mecanismo de negociación, este segmento puede darse en el mercado primario o secundario. No solo considera instrumentos con los cuales se transfieren recursos líquidos de los sujetos deficitarios a los superavitarios, sino que incluye instrumentos con los cuales se transfieren bienes mediante la entrega de documentos que los representan. Es un mercado muy utilizado para intermediar valores emitidos por instituciones bancarias y entidades públicas, para instrumentos de corto y mediano plazo, lo que facilita la intervención de las entidades bancarias en el Mercado de Valores.

## **MECANISMOS Y ENTIDADES DEL MERCADO FINANCIERO**

Las Instituciones, participantes y mecanismos del mercado financiero son:

### A. La Bolsa de Valores

La Bolsa es un lugar de intercambios en donde se realizan la compra y venta de activos financieros consistentes en valores que están inscritos en ella, estos activos son comúnmente acciones de empresas, bonos, certificados de participación de fondos mutuos, etc. Además, provee un servicio a sus asociados (que normalmente son los intermediarios) y al público en general, brindando los sistemas y mecanismos adecuados para que se ejecuten tales transacciones. Estas facilidades pueden incluir desde el lugar físico en donde se realizan las transacciones hasta esquemas tecnológicos sofisticados en donde se definen las reglas para el funcionamiento y la determinación de los documentos a emplearse en todo el proceso de la transacción.

#### B. Los intermediarios de valores.

El intermediario es un agente autorizado a transar con valores, dentro y fuera de la Bolsa, y sobre estos agentes recaen exigencias de solvencia debido a que las empresas y personas naturales les confían parte de su patrimonio. En todos los casos cobra una comisión por sus transacciones.

Encontramos dos tipos de intermediarios básicos, los minoristas (brokers) y mayoristas (dealers).

#### C. Los emisores y las emisiones.

Un emisor decide qué instrumento emitir, de acuerdo al destino que se le va a dar a los recursos que se captan. Los emisores pueden tener distintos propósitos para ofrecer valores al público y pueden elegir de una determinada diversidad de alternativas de emisión de acuerdo a las necesidades de financiamiento, por esta razón la empresa debe de decidir si ofrecen nuevas acciones (aumento de capital) u obligaciones (aumento de deuda).

#### D. El custodio y el depositario.

Un custodio le ofrece al inversionista el servicio de cuidar sus valores y de su desplazamiento, así como de efectuar el pago-cobro de los valores que se compran-venden; por su parte, el depositario es el encargado de llevar los registros de propiedad de los valores cuyo emisor así lo ha requerido.



#### E. Los inversionistas institucionales.

Los inversionistas institucionales adquieren una gran importancia para el mercado de capitales y la economía en general debido a que son entidades especializadas que administran recursos de terceros y que acumulan grandes cantidades de dinero. Los recursos captados provienen en mayor cantidad de los ahorros, tanto voluntario como compulsivo de las personas y de las distintas organizaciones. Con este dinero los inversionistas institucionales acuden al mercado como oferentes de los fondos que administran demandando en consecuencia instrumentos de inversión. Es por este motivo que se trata de vehículos de inversión colectiva, dado que agrupa fondos de muchas personas y los invierte de manera conjunta en representación de ellas, de esta manera las inversiones realizadas pertenecen a este fondo conjunto y no se pueden separar para asignarlas de forma individual a cada una de las personas que haya entregado su dinero.

Los fondos más comunes son:

- Fondos Mutuos.
- Fondos de Inversión.
- Fondos de Pensiones.
- Fundaciones sin fines de Lucro.
- Fondos de Fideicomiso.

#### F. Rueda de bolsa

Es la reunión que tiene lugar en el ambiente designado por la Bolsa, con el propósito de que los representantes de las sociedades agentes realicen las operaciones de compra y venta con valores inscritos en la Bolsa.

#### **2.2.4 Instrumentos de inversión.**

Es todo aquel producto de naturaleza financiera que sea objeto de transacción en el mercado financiero y en el mercado de valores. Una buena parte de estos instrumentos adoptan la modalidad de valores, que en distintas estructuras y plazos van a dar lugar al Mercado de Valores, otros toman formas contractuales diversas como los depósitos constituidos en entidades financieras y bancarias o incluso en diseños mas elaborados como son los derivados financieros.

##### **A. INSTRUMENTOS DE RENTA VARIABLE**

Son aquellos instrumentos donde la magnitud de la rentabilidad esperada no es segura, fija, ni determinable desde un principio y dependerá de los resultados de la actividad a la cual sea destinada la inversión. En este caso puede perderse el capital invertido o lograrse grandes ganancias.

###### **1 Acciones.**

Es un instrumento de inversión de participación en proporción a lo aportado en la sociedad, que representa la parte alícuota del capital de una sociedad anónima, concediendo a su titular derecho y obligaciones según correspondan a los socios, en directa proporción al monto de su inversión

Existen varios tipos: Acciones Comunes, Acciones privilegiadas sin derecho a voto y Acciones de capital especiales.

###### **2 Certificados de suscripción preferente.**

Son emitidos por las sociedades que acuerdan aumentar su capital social, exclusivamente a favor de quienes ya son accionistas.

### 3 Depositary receipts.

Son certificados usualmente emitidos en dólares americanos y listados en las Bolsas del país de emisión y que representan la propiedad de acciones de una empresa constituida en un país diferente, las mismas que son negociables en las Bolsas de este país distinto.

## B. INSTRUMENTOS DE RENTA FIJA

Los instrumentos de renta fija se clasifican de acuerdo al tiempo de endeudamiento en: corto, mediano y largo plazo. Como sabemos las empresas tienen diversas alternativas para financiar sus operaciones, el financiamiento de corto plazo o capital de trabajo para este tipo de empresas se obtiene principalmente del crédito del sistema bancario; mientras que en el caso del financiamiento a mediano y a largo plazo las empresas, además de conseguir recursos de los préstamos bancarios a largo plazo, usan sus utilidades retenidas. A pesar de ello, estos volúmenes no son suficientes para hacer frente a las necesidades actuales por lo que algunas de éstas hacen uso los siguientes instrumentos

### 1. Papeles comerciales (Commercial papers)

Son instrumentos de corto plazo y tienen la misma naturaleza que las demás obligaciones, con la única diferencia que se tratan de valores representativos de deuda de plazo no mayor a un año, con la finalidad de captar recursos destinados al capital de trabajo. Su rendimiento está dado por el descuento pactado al momento de una adquisición.

## 2. Bonos (Bonds)

Instrumento en el cual el emisor (deudor / prestatario) promete pagar al prestamista / inversionista la cantidad prestada más intereses durante un periodo especificado en mediano o corto plazo. Representan créditos contra la entidad emisora y reditúan intereses sujetos a una tasa fija, por lo que su rentabilidad no esta sujeta al resultado del ejercicio económico.

### 2.1 Bonos del gobierno

Son títulos emitidos por el gobierno o personas jurídicas de derecho público con la finalidad de financiar inversiones o refinanciar obligaciones ya contraídas.

### 2.2 Bonos corporativos

Son títulos valores que presentan una acreencia contra la entidad emisora del mismo. El inversionista que adquiere el bono obtiene pagos periódicos de intereses y cobra el valor nominal del mismo en la fecha de vencimiento, mientras que el emisor recibe recursos financieros líquidos al momento de la colocación.

### 2.3 Bonos convertibles

Son aquellos que a pesar de representar una deuda que el emisor asume frente a su tenedor, pueden convertirse en acciones.

### 2.4 Bonos subordinados

Son un mecanismo de captación de fondos de las empresas bancarias, sin la ventaja y privilegios que se confieren a los ahorristas y depositantes.

## 2.5 Bonos de arrendamiento financiero

Son emitidos para financiar las operaciones de arrendamiento de los activos que las empresas requieran.

## 2.6 Bonos estructurados.

Son bonos especiales con la característica de que su rendimiento no necesariamente está expresado en una tasa o porcentaje determinado de interés, respecto al monto del capital, sino que su rendimiento se determina tomando otras referencias, como por ejemplo el promedio de diversas tasas de interés de productos financieros distintos. Es decir, es una combinación de instrumentos de renta variable y fija o mejor dicho que la inversión no hace al inversionista participe del negocio, pero le ofrece utilidades similares a las que obtiene quienes realizan inversiones de participación y riesgo.

## C. Instrumentos que dependen de activos subyacentes.

### 1. Titularización.

Es la operación financiera que hace posible transferir activos mediante la constitución de un patrimonio separado o autónomo, el mismo que sirve de base para emitir valores que representen derechos de participación, crediticios o mixtos vinculados a dicho patrimonio. Los activos usualmente titularizables son cuentas por cobrar, operaciones con respaldo de contratos leasing, préstamos bancarios y pólizas de seguros.

### 2. Derivados financieros

Estos contratos generan la obligación o derecho de una de las partes del contrato, de hacer una entrega o exigir una fecha futura, de un bien, teniendo como contraprestación de cargo de la parte beneficiaría del contrato, de pagar un precio, en la forma y modo

determinados. A continuación se va a detallar cuales son los contratos que constituyen los derivados financieros y sus características principales:

### 2.1 Forwards

Se realiza en forma privada entre dos partes, en la cual una se obliga a comprar o vender activos, a un precio establecido en la fecha del contrato. Se puede utilizar los contratos de forward para los siguientes tipos de activos: Metales, commodities, monedas.

### 2.2 Futuros

Son contratos estandarizados a través de los cuales se establece la obligación de comprar o vender una cantidad determinada de un activo en una fecha determinada y a un precio determinado. Se debe de tomar en cuenta que los bienes objeto de la transacción deben de ser estandarizados, efectuándose la transacción de la negociación a través de mecanismos centralizados.

### 2.3 Swaps

Contrato privado en que las partes se comprometen a realizar un intercambio de operaciones en distintas monedas o tipos de interés con condiciones especificadas al momento de la celebración del contrato. El Swap o permuta financiera es un instrumento utilizado para reducir el costo y el riesgo de financiamiento, o para superar las barreras de los mercados financieros. También podemos indicar que un Swap es un contrato entre dos partes en la cual la primera parte promete hacer un pago a la segunda y ésta promete hacer un pago a la primera en una fecha futura especificada

Los swaps más comunes son:

- Swaps de monedas
- Swaps de tasa de interés

#### 2.4 Opciones

Es un contrato derivado que se transa en bolsa, por el que una parte concede a la otra el derecho pero no la obligación de comprar o vender un determinado activo a un precio, en algún momento en el futuro, y el precio al que se puede hacer efectivo, es el precio de cierre o en cualquier momento, durante la vigencia del contrato. Las opciones se pueden dar sobre los siguientes activos: divisas, índices, tipos de interés y acciones.

## **CAPITULO III. Los Fondos Mutuos de Inversión en Valores (the mutual funds of securities investment)**

### **3.1 Conceptos acerca de fondos mutuos de inversión en valores**

#### **3.1.1 ¿Qué es un fondo mutuo?**

Un fondo mutuo es un medio de inversión voluntaria que se viene convirtiendo en la mayor competencia del ahorro en los bancos. Como concepto general los fondos mutuos son fondos de inversión colectiva. Un fondo es "mutuo" en el sentido de que todos sus ingresos, menos sus gastos, son compartidos por los partícipes del fondo. Un Fondo Mutuo colecta fondos de inversionistas (partícipes) y los invierte en un portafolio diversificado de instrumentos financieros

El fondo es administrado por una sociedad especializada que puede administrar varios fondos a la vez y cobra una comisión por sus servicios. El fondo capta dinero de las personas y lo combina para efectuar inversiones a nombre de los individuos que han aportado su dinero. El conjunto de valores mantenidos en el fondo se denomina portafolio o cartera del fondo.

Los fondos mutuos se pueden dividir en fijo o abierto. Se dice que son de capital fijo o cerrado cuando el número de participaciones no varía luego que han sido emitidas; el



fondo es abierto cuando el capital conformado por los aportantes es susceptible de variación porque ingresan nuevos participantes o porque se retiran algunos de ellos.

Por otro lado, podemos indicar que el fondo es de inversión cuando orienta sus inversiones principalmente hacia cierto sector (inmobiliario) o hacia cierto tipo de actividades (desarrollo de proyectos).

En la Tabla 2.3 podemos observar la evolución de los fondos mutuos en el Perú, desde sus inicios en 1993 con dos administradoras, 601 partícipes y 3 millones de dólares de patrimonio, hasta el año 2001 en el cual representa un patrimonio de 1,182 millones de dólares, equivalente al 0.1% del PBI, el cual podemos considerar con un gran potencial de desarrollo, dependiendo del cambio de las actuales condiciones del mercado de capitales. De acuerdo con proyecciones publicadas por la sociedad administradora del Banco de Crédito éste patrimonio podría elevarse en 2,000 millones de dólares para el año 2002, lo cual fortalecería el actual mercado de capitales del Perú.

MES	AÑO	NUMERO DE SOCIEDADES ADMINISTRADORAS	NUMERO DE FONDOS	NUMERO DE PARTÍCIPE	PATROMONIO MILES US\$
DICIEMBRE	1993	2	2	601	3,364
DICIEMBRE	1994	2	2	410	1,472
DICIEMBRE	1995	3	3	941	5,410
DICIEMBRE	1996	5	9	4,721	139,679
DICIEMBRE	1997	6	13	17,650	634,876
DICIEMBRE	1998	9	19	15,615	365,330
DICIEMBRE	1999	8	21	13,043	494,696
DICIEMBRE	2000	9	21	16,949	440,700
DICIEMBRE	2001	10	21	40,990	1,181,700

**Tabla 3.1. Conformación actual de partícipes y patrimonio de los fondos mutuos en el Perú**

Fuente: CONASEV

Elaboración propia

El Fondo es administrado por una sociedad anónima denominada sociedad administradora de fondos mutuos de inversión en valores, quien actúa por cuenta y riesgo de los participantes del fondo. Los aportes de los partícipes conforman el patrimonio del fondo, el cual está dividido en cuotas de características iguales representadas por certificados de participación emitidos por la sociedad administradora en nombre del fondo, los mismos que pueden adoptar la forma de títulos o anotaciones en cuenta. El patrimonio de los fondos mutuos es susceptible de variación por efecto de nuevas aportaciones o rescate de las existentes.

El patrimonio de un fondo de acuerdo a la normativa que los regula, emitida por CONASEV, puede ser invertido en instrumentos financieros de renta variable, como las acciones y en instrumentos de renta fija, tales como los depósitos a plazo, bonos, certificados de depósitos, pagarés, letras y otros.

La forma como los partícipes participan de los fondos mutuos, es a través de "cuotas", que viene a ser una parte alícuota del patrimonio del fondo y su valor viene a ser representado por el cociente entre el patrimonio y la cantidad de cuotas en circulación a una fecha dada.

La inversión en los Fondos Mutuos es conveniente porque ofrece:

- C. Acceso a una diversidad de instrumentos financieros del mercado de capitales.
  - D. Mayor capacidad de negociación con los agentes de mercado por el elevado volumen administrado.
  - E. Manejo especializado de sus inversiones.
    - Menores costos de intermediación por las economías de escala generadas.
- Diversificación del riesgo

### **3.1.2 Tipos de fondos mutuos**

En el mercado peruano existen los siguientes tipos de fondos mutuos:

#### **A. Fondos mutuos de capital abierto.**

Son los fondos susceptibles de variación por efecto de nuevas aportaciones o rescate de las existencias. Estos fondos, a su vez se diversifican en: en fondos de renta fija, renta de fondos variables y fondos de renta mixta.

i) **Fondos mutuos de renta fija a corto plazo.**

Invierten como mínimo 90% de su patrimonio en instrumentos de renta fija, con vencimientos inferiores de un año, tales como: depósitos a plazo, certificado de depósito, pagarés, letras y otros emitidos por empresas sólidas y de reconocido prestigio. Son fondos con mínima exposición al riesgo de alza de interés, se caracterizan por su estabilidad y baja volatilidad.

ii) **Fondos mutuos de renta fija a largo plazo**

Invierten 100% de su patrimonio en instrumentos de renta fija, invirtiendo una parte significativa de su cartera en instrumentos con vencimientos superiores a un año. Fondos que llevan implícito una mayor exposición al riesgo de alza de tasas de interés, por lo que están expuestas a fluctuaciones moderadas, pero que a la vez tienen una mayor rentabilidad potencial que los fondos de corto plazo.

iii) **Fondos mutuos mixtos**

Invierten parte de su cartera en instrumentos de Renta Variable y otra en instrumentos de Renta Fija. La inversión de Renta Variable, si bien es la que

brinda la más alta rentabilidad potencial, está sujeta a fluctuaciones que pueden ser marcadas en el corto plazo, por eso se recomienda la inversión a largo plazo.

## **B. Fondos Mutuos de capital cerrado-Fondos de Inversión.**

Los Fondos de Inversión son el patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en activos expresamente autorizados por ley, son cerrados en el sentido en que no es posible nuevas aportaciones al fondo. En el Perú, éstos fondos se desenvuelven en el sector inmobiliario

Los Fondos de Inversión Inmobiliario y tienen como objeto, participar en el sector inmobiliario, a través de proyectos de desarrollo inmobiliario; arrendamiento, usufructo y, en general, explotación de bienes inmuebles; compra y venta de bienes inmuebles y/o títulos; inversión en títulos de capital y/o deuda de empresas inmobiliarias.

La legislación peruana no permite aún, la creación de fondos especializados por sectores económicos o sectores industriales. El fondo de fondos, es decir aquel fondo mutuo que tienen participación sólo en otros fondos no está permitido en el Perú.

En el mercado peruano, los fondos mutuos cuentan con 16,126 partícipes y alcanza la suma de US\$ 513 millones de dólares, de los cuales el US\$ 506 millones (99%) los constituyen los fondos de renta fija y 7 US\$ (1%) millones los fondos mixtos.

La participación patrimonial porcentual por administradora es la siguiente:

Continental FM	22.7
Credifondo SAF	31.4
Fondos Aval SAF S.A.	0.7
Interfondo	6.2
Nuevo Mundo SAFI S.A.	5.9
Progreso SAF	0.6
Promoinvest SAF	0.4
Santander Fondos	23.6
Wiese Sudameris Fondos S.A.	8.5

Como podrá observarse, el 80% del mercado está concentrado en tres administradoras, Continental FM, Credifondo SAF y Santander Fondos.

### **3.1.3 ¿Cómo se invierte en los fondos mutuos?**

Un partícipe (inversor, accionista) en un fondo mutuo compra cuotas (porciones) del fondo. Cada porción representa una proporción de las inversiones de todo el fondo.

Las inversiones son seleccionadas por un equipo profesional de la Administradora del fondo el cual debe alcanzar una meta específica tal como crecimiento y/o ingreso y/o rentabilidad. Los fondos se invierten en instrumentos financieros que varían en valor. Los partícipes asumen el riesgo de la inversión, incluso la posible pérdida del principal. Entre los principales instrumentos tenemos: Acciones, papeles comerciales u obligaciones a corto plazo, Letras de Cambio, Pagarés, Operaciones de Reporte, Letras Hipotecarias, Operaciones de Doble Contado, Bonos a Largo Plazo, Valores representativos de deuda

emitidos o garantizados por entidades del Estado, negociados en el Perú o en el extranjero, valores representativos de deuda emitidos o garantizados por entidades constituidas en el exterior, negociados en el Perú o en el extranjero, Opciones, futuros y otros derivados para fines de cobertura.

Es importante recordar que los fondos mutuos participan de los riesgos de una inversión, se puede perder o ganar con ella. No es lo mismo que los depósitos de ahorros, a plazo, o certificados bancarios, los fondos mutuos no están asegurados.

Obviamente hay un riesgo mayor, pero al mayor riesgo le corresponde una mayor rentabilidad potencial.

#### **3.1.4 Variedad de fondos de mutuos**

Existen en el mercado 27 fondos mutuos que representan una gran variedad de modalidades de inversión, como: Renta Fija Corto Plazo, Renta Fija Largo Plazo, Renta Variable, Variable. Existen productos para cada perfil de inversionista, desde el conservador hasta el agresivo, e invirtiendo en una gama amplia de instrumentos.

Los principales fondos por administradora son:

1. Continental FM : Super Renta Acciones, Super Renta US\$, Super Renta S/.
2. Credifondo SAF: Credifondo CP US\$ FMIV, Credifondo CP S/. FMIV, Credifondo RF US\$, Credifondo RF S/., FMIV, Credifondo RV.
3. Fondos Aval SAF S.A.: Aval Renta Fija Dólares
4. Interfondo: Interfondo FMIV, Interfondo RF FMIV.
5. Nuevo Mundo SAFI S.A.: Nuevo Mundo SAFI S.A.
6. Progreso SAF: . Progreso Renta US\$ FMIV.

7. Promoinvest SAF: Promoinvest Fondo Selectivo, Promoinvest RF Dólares FMIV.
8. Santander Fondos: Santander Acciones, Santander Hiper Renta US\$, Santander Hiper Renta S/, Santander Internacional FMIV, Santander Mega Renta US\$, Santander Tesorería US\$, Santander Tesorería S/.
9. Wiese Sudameris Fondos S.A: Wiese Premium, Wiese Sudameris.

### **3.1.5 Organización y operaciones de un fondo mutuo**

La regulación dispone que en la denominación de las Sociedades Administradoras deberá incluirse la expresión "sociedad administradora de fondos mutuos de Inversión en Valores" o su abreviatura "SAFM". Dichas expresiones son privativas de las sociedades administradoras inscritas en el Registro.

Los fondos mutuos en el Perú están sujetos a estrictas regulaciones y supervisiones de la Comisión Nacional Supervisora de empresas y Valores (CONASEV) Como parte de esta regulación, todos los fondos deben proporcionar a sus clientes una información completa vía un prospecto. Este documento describe entre otras cosas los objetivos del fondo, sus métodos de inversión, información acerca de cómo comprar y vender porciones, información acerca de los asesores de inversión, y el nivel de riesgo que el fondo está dispuesto a asumir en función a sus objetivos. CONASEV exige se coloque la tabla de tarifas y gastos en la parte frontal de cada prospecto.

Es exigible al organismo CONASEV la revisión periódica de los dispositivos legales, para garantizar una adecuada transparencia, legalidad, y normas estables para las actividades de las SAFM, así como de los FM que invierten en valores en el mercado de valores peruano.



La Organización y operación de un fondo mutuo tienen dos etapas:

La etapa pre-operativa: comprende desde la inscripción del fondo mutuo hasta el inicio de su etapa operativa. Esta etapa dura hasta seis (6) meses y puede ser prorrogada por una sola vez, por un período igual, a solicitud de la sociedad administradora; y,

la etapa operativa: se inicia desde que el fondo mutuo esté habilitado a realizar cualquiera de las inversiones contempladas en su reglamento interno.

Para iniciar la colocación de cuotas de un fondo mutuo, luego de obtenida la autorización de funcionamiento, la sociedad administradora deberá contar con un sistema automatizado para el procesamiento de información y comunicar a CONASEV la relación de empresas bancarias, agentes de intermediación, lugares de colocación y/o promotores autorizados por ella para realizar la colocación de cuotas.



**Figura 3.1 Operaciones de un Fondo Mutuo**

### **3.1 La Política Económica y los Fondos Mutuos en el Perú**

#### **3.2.1 Aspectos Macroeconómicos: Tasa de Interés y Devaluación**

Para lograr una reducción significativa de la inflación, el BCRP ha venido implementando una política monetaria basada en el control de agregados monetarios. La idea básica es alcanzar tasas de liquidez de acuerdo con la demanda por medios de pago de la economía. Para lograr esta expansión deseada de liquidez, el BCRP ha manejado la expansión de la emisión primaria (llamada también base monetaria). Esto ha conducido a un entrapamiento debido a la mala evolución de dos precios claves de la economía: las tasas de interés y el tipo de cambio real. En efecto, las tasas de interés activas (reales) han alcanzado sus niveles más altos en la década de los 90. Esto, conjuntamente con el bajo nivel de actividad económica y la mayor competencia resultado de la liberalización comercial, ha originado que muchas empresas se encuentren en una situación de insolvencia financiera. Las altas tasas de interés también han tenido un efecto negativo sobre los planes de inversión productiva de muchas empresas, las que ante los altos costos financieros han tenido que postergar sus decisiones de inversión, afectándose de esta manera las posibilidades de reactivación y crecimiento económico.

De ahí la necesidad de analizar la evolución de las altas tasas de interés que actualmente enfrentamos. Con este propósito se hace una breve descripción de la evolución de las distintas tasas de interés.

Al inicio de los años 90 se eliminaron los controles y regulaciones existentes sobre las tasas de interés. Las tasas de interés reales en moneda nacional (M/N) se incrementaron fuertemente y por encima de los valores observados durante la etapa anterior. Las tasas

de interés activas nominales alcanzaron niveles superiores a los de la tasa de inflación, variable que en este período ha mostrado una fuerte tendencia a la baja. Así, las tasas de interés activas en M/N luego de alcanzar un nivel promedio de 231.40% en 1991 han ido disminuyendo hasta ubicarse en 32.00% para 1999 – 2001.

En contraste, las tasas de interés pasivas recién a partir del año 1997 han superado a la tasa de inflación; este resultado es en cierta medida "atípico" en el contexto de la experiencia de liberalización financiera de otros países. Así, las tasas de interés pasivas en M/N, luego de lograr un nivel promedio de 38.16% en 1991, han mostrado una tendencia a decreciente, ubicándose en un nivel promedio de 10.60%. Finalmente, el spread bancario en M/N, luego de alcanzar un nivel de 193.24% anual en 1991, se a situado en un nivel del 21.40% anual en 1999 – 2001.

Análogamente, las tasas de interés en moneda extranjera (M/E) han estado muy por encima de la LIBOR a tres meses. Así la tasa de interés activas en M/E luego de alcanzar un nivel promedio de 21.07% en 1991 han ido declinando muy levemente hasta ubicarse en 14.80% para 1999, es decir en un nivel cercano a 3 veces por encima de la LIBOR a tres meses. Similarmente, las tasas de interés pasivas en M/E, luego de lograr un nivel promedio de 7.76% en 1991, han mostrado una tendencia a la baja, ubicándose actualmente en un nivel promedio de 4.90%.

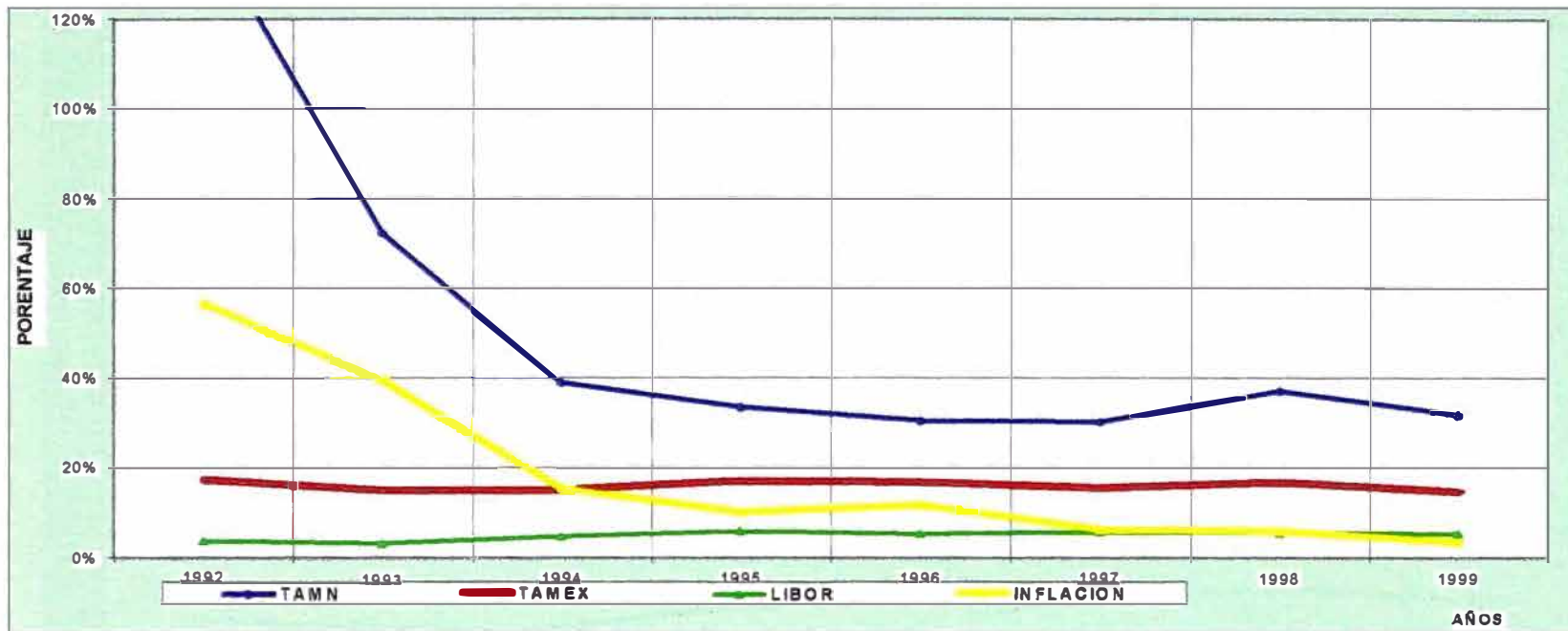
Finalmente, el spread bancario anual en M/E alcanzó su nivel mas alto de 13,31% en 1991 posteriormente declinando hasta ubicarse en un nivel cercano al 9.90% efectivo anual en 1999.

T	AÑO	INFLACIÓN PERÚ	TASA DE INTERÉS ACTIVAS - PERÚ				DIFERENCIA TASAS NOMINALES
			SOLES NOMINAL	SOLES REAL	US\$ NOMINAL	US\$ REAL	
abl	1991	139.20%	231.40%	38.55%	21.07%	16.18%	210.33%
	1992	56.70%	141.30%	53.99%	17.53%	14.18%	123.77%
a 3.	1993	39.50%	72.33%	23.53%	15.17%	11.77%	57.16%
	1994	15.40%	39.00%	20.45%	15.20%	12.20%	23.80%
2.	1995	10.20%	33.50%	21.14%	17.20%	14.30%	16.30%
	1996	11.80%	30.60%	16.82%	16.80%	13.09%	13.80%
Ta	1997	6.50%	30.40%	22.44%	15.60%	13.68%	14.80%
	1998	6.00%	37.10%	29.34%	16.80%	14.96%	20.30%
sas	1999	3.70%	32.00%	27.29%	14.80%	11.78%	17.20%

**activas de intereses nacional y extranjera 1991-1999**

Fuente BCRP

Elaboración Propia



**Figura 3.2. Tasas activas de intereses nacional y extranjera 1991-1999**

Fuente : BCRP

Elaboración propia



**Figura 3.3. Tasas de interés reales activas MN y ME: 1991-1999**

Fuente : BCRP

Elaboración propia

Por lo tanto son las tasas de interés activas(nominales y reales) las que se encuentran a un nivel insostenible, lo cual, conjuntamente con la apreciación cambiaria, ha llevado a que muchas empresas posterguen sus planes de inversión. Simultáneamente, las empresas que ya tenían deudas adquiridas han tenido básicamente dos formas de atender sus mayores necesidades financieras:

- (i) aumentar sus niveles de endeudamiento
- (ii) aumentar su nivel de morosidad y no pago, generándose problemas de cartera pesada que la banca comercial en su conjunto se encuentra actualmente enfrentando.

### **Impacto de la política monetaria en el mercado de capitales**

Como ya se mencionó el mercado de soles está concentrado en manos del sector público, por lo tanto es un mercado tremendamente reducido y manejado básicamente por este, esto genera un tremendo desequilibrio en dicho mercado que se ve reflejado en tasas de interés volátiles y tremendamente altas, porque cada vez que se prevé un desequilibrio en tipo de cambio y en la inflación el BCRP sale a negociar instrumentos de mercado abierto es decir que coloca o retira soles para estabilizar la oferta con la demanda monetaria, es decir sale a comprar o a recuperar soles, siendo la única forma para lograrlo el hacer subir la tasa de interés , como se pudo observar en el cuadro anterior se pueden encontrar tasas de interés que cambian muy rápidamente y en niveles que están entre el 11% y 27%.

Ante esa volatilidad e inestabilidad lo que te dice el teorema de paridad descubierta de tasas de interés de Fisher es que, en una situación de equilibrio y con libre movimiento de capitales, la diferencia entre la tasa de rendimiento sobre inversiones equivalentes

denominadas en divisas diferentes expresada en una misma divisa, es igual a la depreciación esperada del tipo de cambio (Mansell,1994), es decir que la devaluación de un país debería simplemente reflejar las diferencias en tasas de interés, entonces si tenemos tasas de interés en soles del 20% y una tasa de interés en dólares de 6% deberíamos tener teóricamente una devaluación del 14%, hecho que en el Perú no se ha dado, por que nuestra devaluación es cero, negativa o muy leve, por lo tanto no se cumple esta ecuación matemática , esto ocurre así por que tenemos una economía de dos monedas, en donde en realidad en la parte de soles el mercado es tan imperfecto que no refleja el equilibrio económico(manejado por el sector público), entonces mientras tengamos ese efecto que está distorsionando el equilibrio de las tasas de interés entre tasas de corto y largo plazo para el mercado de activos financieros en soles.

### **3.2.2. El Mercado de Capitales**

El Mercado de Capitales en el Perú provee servicios financieros a través del manejo del riesgo, la movilización de ahorros y mecanismos para facilitar el control corporativo, conforme el mercado se vuelva más grande y líquido, será posible satisfacer las preferencias de los oferentes y demandantes de fondos. Si el mercado es lo suficientemente líquido va a permitir diversificar correctamente el riesgo y evitar descalces de liquidez. Es por ello que permitiría al inversionista tener un portafolio a medida, lo cual reduciría los costos de transacción, y competir en la canalización de recursos con los intermediarios financieros. La principal función de todo mercado de capitales es constituirse en una fuente de financiamiento para el sector empresarial, adicional y alternativo al sistema financiero tradicional. No obstante, en el país dicha función recién se cumple a partir de los años noventa, hasta entonces solo funcionó como un mercado secundario de valores, es cuando se da inicio a una serie de reformas estructurales, entre las que destacan las del Sistema Financiero y el Sistema Privado de



Pensiones (creado en 1993), que posibilitó la puesta en funcionamiento de las primeras ocho AFP, cuyo número se ha reducido a cuatro.

En la Tabla 3.2. podemos observar que a pesar de que el mercado de capitales ha comenzado a desarrollarse, aún es muy incipiente y se encuentra muy lejos de constituirse en una fuente alternativa y representativa de financiamiento para las empresas del país. El mercado de capitales solo representa el 17% de las fuentes de financiamiento del país, mientras que el sistema financiero tradicional explica el 83% restante, sin embargo, de dicho porcentaje las empresas no pertenecientes al sistema financiero solo tienen emitidos US\$ 852 millones, lo cual reduce aún más las fuentes de financiamiento de las empresas.

### BONOS DEL SECTOR PRIVADO

<b>Bonos del Sector Privado</b>			<b>1,884</b>
<i>Bonos de Entidades Financieras</i>		1,032	
Bonos de Arrendamiento Financiero	756		
Bonos Subordinados	276		
<i>Bonos de Entidades No Financieras</i>		852	
<b>Bonos del Sector Público</b>			<b>1,071</b>
<b>Total</b>			<b>2,955</b>

**Tabla 3.3. Bonos del sector privado**

(millones de US\$)

Fuente: SBS, BCRP

Elaboración propia

	Dic-99	%
Bonos	2,955	17
Sistema Financiero	14,636	83
<b>Total</b>	<b>17,591</b>	<b>100</b>

**Tabla 3. 1. Fuente de financiamiento**

**(US\$ millones)**

Fuente: SBS, BCR

Elaboración propia

Una de las principales limitaciones de las empresas para acudir al mercado de capitales a financiarse a través de la emisión de Bonos son los costos, debido a lo elevado de su emisión produce que las empresas medianas queden fuera del mercado de capitales e inclusive algunas grandes empresas debido a su alta clasificación de riesgo que tienen; otra limitación que podemos encontrar es que el mercado de bonos no es un mercado líquido, a diferencia del mercado de acciones.

Esta situación no podrá ser aprovechada por las empresas debido en gran medida a los costos de acceso y a los reglamentos de inversión de las AFP y Fondos Mutuos, que solo les permite invertir en valores de los 20 mejores grupos empresariales del país, los cuales cuentan con una clasificación de riesgo al momento de emitir sus bonos de triple A o doble A.

### **3.2.3 Marco regulatorio de fondos mutuos de inversión en valores**

#### **A. Marco legal y regulatorio.**

Los fondos mutuos se introducen en la legislación peruana a fines de 1991. La ley del Mercado de Valores expedida a través del Decreto Legislativo N° 755 y promulgada en

Noviembre de 1991 se constituyó en el marco legal genérico que permitió la creación de fondos mutuos y sus sociedades administradoras, esta Ley es reglamentada con la resolución de CONASEV N° 543-92-EF/94.10.

Actualmente el funcionamiento y las operaciones de los fondos mutuos se sujetan a la siguiente normatividad:

- Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861.
- Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, Decreto Legislativo N° 862
- Ley Orgánica de la Comisión Nacional de Supervisora de Empresas y Valores,(CONASEV). Aprobada por Decreto Ley N° 26126.
- Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras, aprobado mediante Resolución CONASEV N° 078-97-EF/94.10, publicada el 14 de febrero de 1997.

La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores- CONASEV es la institución pública encargada de la supervisión y el control del cumplimiento de las normas referidas a los fondos mutuos. Esta institución está facultada para cñéndose a las normas del derecho común y a los principios generales del derecho, interpretar administrativamente los alcances de las disposiciones legales relativas a las materias que la ley aborda. Asimismo está autorizada para dictar los reglamentos correspondientes. Los fondos mutuos sólo pueden invertir en valores autorizados por la CONASEV.

Corresponde a CONASEV inscribir el fondo mutuo en el Registro, así como autorizar su traspaso a otra sociedad administradora y ejercer su control y supervisión. La inscripción se efectuará en un plazo no mayor de veinte (20) días desde la presentación de la

solicitud. A fines de la inscripción de cada fondo mutuo en el Registro, la sociedad administradora presentará a CONASEV el reglamento interno del fondo, el modelo de contrato entre ella y los partícipes, así como el proyecto de colocación. Simultáneamente con la inscripción en el registro se autorizará el funcionamiento de la sociedad administradora

## **B. Política de inversiones**

La Sociedad Administradora deberá contar con un comité de inversiones conformado por personas que tengan vínculo laboral con la Sociedad Administradora, siendo sus funciones indelegables. La Sociedad Administradora deberá verificar que dichas personas resulten idóneas para el cargo.

El comité de inversiones es responsable de la ejecución de las operaciones de inversión decididas por ellos. Sus miembros deberán ser ratificados al menos anualmente por la Sociedad Administradora.

El comité de inversiones deberá mantener una evaluación continua de la ejecución de sus decisiones, de los componentes de la cartera de inversión de los Fondos Mutuos que administra, de los demás aspectos que sean de interés para la composición de dicha cartera, de la situación y evaluación del mercado en los aspectos relevantes de interés del Fondo Mutuo, así como de los agentes de intermediación mediante los cuales realiza sus inversiones.

La política de inversiones de cada fondo deberá especificar como mínimo lo siguiente;

- a. Objetivo General de la política de inversiones del fondo mutuo. Debe revelar de manera general el plazo, el riesgo, la liquidez y las demás características principales de las inversiones del fondo mutuo.

- b. Criterios de selección y diversificación por: tipos de instrumentos; clasificación de riesgo y frecuencia de negociación, en cuanto corresponda; plazos de vencimiento, cuando corresponda, límites de endeudamiento; inversiones denominadas en monedas distintas a la cual está denominado el fondo mutuo; inversiones en el exterior, especificándose tipo de instrumento y mercados; y aquellos otros que rijan las inversiones del fondo mutuo.
- c. Criterios para efectuar operaciones con instrumentos derivados; y
- d. El índice, tasa u otro indicador contra el cual se evaluará el comportamiento del portafolio del fondo mutuo. El objetivo de rentabilidad puede fijarse señalando que se pretende lograr un rendimiento igual o superior a este indicador.

### **C. Valorización de la Cuota. Importancia de una correcta valorización**

Las cuotas de un fondo mutuo se valorizan diariamente, incluyendo sábados, domingos y feriados desde el día que se reciba el primer aporte.

Para la valorización de las cuotas a una fecha determinada "t", se deberá elaborar un estado de situación patrimonial o balance que incluya la valorización de las inversiones al cierre del día "t", sin que contenga los porcentajes por comisiones o gastos cargados al fondo mutuo. Este balance se denominará de pre-cierre. Una vez obtenido el monto que se cargará al fondo mutuo, se procederá a elaborar un balance final, que lo incorpore. A este último se le denominará balance de cierre.

Dependiendo del método de asignación del valor que se adopte, los montos por las suscripciones y rescates podrán implicar una diferenciación entre ambos balances.

La vigencia del valor cuota será de 24 horas. El valor de una cuota a una fecha determinada "t" se establece dividiendo el valor del patrimonio neto entre la cantidad de cuotas en circulación.

Asignación del valor cuota se deberá efectuar mediante algunos de los siguientes criterios: a valor cuota del día calendario anterior; a valor cuota del día; o, a valor cuota del día calendario siguiente. La elección del criterio respectivo deberá establecerse en el reglamento interno o reglamento de participación de cada fondo mutuo.

La importancia de una correcta valorización para la sociedad administradora de fondo y los partícipes radica en que el valor de realización de los instrumentos que conforman la cartera del fondo mutuo, posibilita aproximarse muy cercanamente al valor de mercado de dicho instrumento, evitando que el valor cuota de dicho fondo mutuo se afecte sustancialmente cuando éste requiera vender esa posición en el mercado; así, se reduce la volatilidad del valor cuota ante las continuas compras y ventas que comprende la gestión de los fondos mutuos.

La norma establece como principio fundamental que la valorización de estos instrumentos debe hacerse utilizando las tasas de rendimiento que provee el mercado, responsabilizando a la sociedad administradora de la utilización de tasas de descuento distintas cuando no existan tasas de rendimiento de mercado o cuando en su opinión, las existentes no sean representativas del valor liquidativo del instrumento valorizado.

#### **D. Estructura de inversiones fondos mutuos 1999**

En el año 1999 la estructura de las inversiones de los Fondos Mutuos en valores fue la siguiente:

<b>ESTRUCTURA DE INVERSIONES</b>	<b>SOLES</b>	<b>DOLARES</b>	<b>%</b>
Depósitos Ahorro / Plazo	506.841	144.399	29,4%
Bonos	989.016	281.771	57,3%
Operaciones de Reporte	82.492	23.502	4,8%
Certif. de Depósito Negociables	16.670	4.749	1,0%
Instrumentos de C/P	91.065	25.944	5,3%
Operaciones Forward y Doble Contado	19.973	5.690	1,2%
Acciones de Capital	11.092	3.160	0,6%
Emitidas en el Exterior	1.714	488	0,1%
Acciones de Inversión	6.432	1.832	0,4%
<b>Total Cartera</b>	<b>1.725.296</b>	<b>491.537</b>	<b>100,0%</b>

**Tabla 3. 2. Estructura de inversiones para 1999 según tipo de moneda**

Como podrá observarse la tendencia principal es la de invertir en instrumentos de renta fija: ahorro, plazo y bonos (aproximadamente 80%) y sólo un 20% en instrumentos de renta variable: acciones, operaciones de reporte e instrumentos de c/p.

Con respecto a las inversiones en el exterior estas se encuentran en 0.1%, en un nivel bajo debido las limitaciones tributarias.

### **3.2.4 Evolución de los fondos mutuos en el Perú: 1993 - 1999**

Desde agosto de 1993 (inicio de los fondos mutuos en el Perú), los fondos mutuos han evolucionado de manera paulatina de tal forma que los principales indicadores que las define: patrimonio administrado, número de partícipes, valor de la cuota, y número de administradoras, ha mostrado la siguiente tendencia de la Tabla 3.5

## EVOLUCION DE LOS FONDOS MUTUOS EN EL PERU

<u>Año</u>	<u>Nº de Administradoras</u>	<u>Patrimonio Total (millones US\$)</u>	<u>Variación Porcentual</u>
1993	02	3.36	601
1994	02	1.47	410
1995	03	5.40	941
1996	05	139.7	4,721
1997	06	634.9	17,650
1998	09	365.3	15,,615
1999	08	494.7	13,043
2000	09	440.7	16,949
2001	10	1,191.7	40,990

**Tabla 3. 3. Resumen principales indicadores de fondos mutuos: 1993 - 2001**

Fuente : Conasev

Elaboración propia

Por otro lado, respecto del detalle de las administradoras y los respectivos fondos mutuos que han venido apareciendo, tenemos que estos son los que apreciamos en la tabla 3.3



Administradora	Fondo	Fecha
CONTINENTAL FM	SUPER RENTA ACCIONES	Ago-00
CONTINENTAL FM	SUPER RENTA DOLARES	Ago-00
CONTINENTAL FM	SUPER RENTA SOLES	Ago-00
CREDIFONDO SAF	CREDIFONDO CP \$ FMIV	Ago-00
CREDIFONDO SAF	CREDIFONDO CP S/ FMIV	Ago-00
CREDIFONDO SAF	CREDIFONDO RF - \$	Ago-00
CREDIFONDO SAF	CREDIFONDO RF - S/	Ago-00
CREDIFONDO SAF	CREDIFONDO-RV	Ago-00
FONDOS AVAL SAF S.A.	AVAL RENTA FIJA DOLARES	Ago-00
INTERFONDO	INTERFONDO FMIV	Ago-00
INTERFONDO	INTERFONDO RF FMIV	Ago-00
NUEVO MUNDO SAFI S.A.	NUEVO MUNDO SAFI S.A.	Ago-00
PROGRESO SAF	PROGRESO RENTA USD - FMIV	Ago-00
PROMOINVEST SAF	PROMOINVEST FONDO SELECTIVO	Ago-00
PROMOINVEST SAF	PROMOINVEST RF-DOLARES FMIV	Ago-00
SANTANDER FONDOS	SANTANDER ACCIONES	Ago-00
SANTANDER FONDOS	SANTANDER HR \$	Ago-00
SANTANDER FONDOS	SANTANDER HR S/	Ago-00
SANTANDER FONDOS	SANTANDER INTERNACIONAL FMIV	Ago-00
SANTANDER FONDOS	SANTANDER MEGA RENTA DOLARES	Ago-00
SANTANDER FONDOS	SANTANDER TESORERIA DOLARES	Ago-00
SANTANDER FONDOS	SANTANDER TESORERIA SOLES FMIV	Ago-00
WIESE SUDAMERIS FONDOS S.A.	WIESE R PREMIUM	Ago-00
WIESE SUDAMERIS FONDOS S.A.	WIESE SUDAMERIS CPD FMIV	Ago-00

**Tabla 3. 4. Fondos mutuos por administradora y fondo: ago-2000**

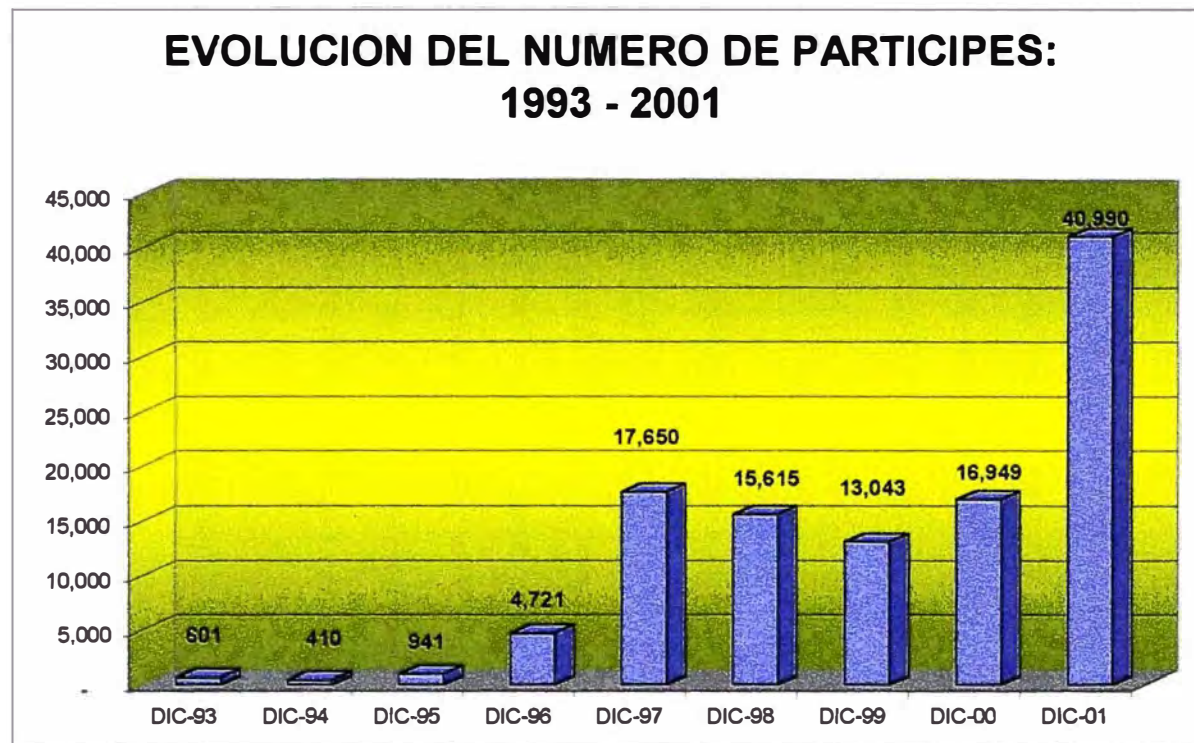
Fuente: Conasev – anuarios estadísticos

Elaboración propia

### Número de Partícipes

En el período comprendido entre los años 1993 (inicio de operaciones de los fondos mutuos en el Perú) y agosto del 2000, se observa que el crecimiento del número de partícipes de los fondos mutuos en el Perú, tuvo un crecimiento lento pero sostenido hasta 1998 donde alcanzó su máximo crecimiento, luego muy probablemente debido a la crisis de los fondos mutuos experimentada en ese mismo año respecto de la valorización de la cuota, el número de partícipes ha mostrado una tendencia declinante tal como podemos observar de la Figura 3.3.

Asimismo, se observa que durante los años de 1993 a 1995 inclusive, la concentración del número de partícipes se da en fondos mutuos de inversión en títulos de renta variable, esto debido a que el sistema no ofrecía aun un producto con mayor concentración en títulos de renta fija; es así que recién a partir de 1996 con la aparición de los primeros fondos mutuos con inversiones en renta fija, se observa un crecimiento en la demanda de estos fondos en desmedro de los de renta variable; siendo los primeros en ofrecer estos productos el Banco Santander, El Banco de Crédito, y el Banco Wiese. Asimismo, con la aparición de los fondos mutuos de renta fija se observa también un gran crecimiento en el número de partícipes a diciembre de 1996 pasando de 941 a 4,721 partícipes, siendo un 85% explicado por la demanda de fondos mutuos de renta fija, esta tendencia en el crecimiento de los partícipes también se mantuvo para 1997 donde hubo un incremento del 273.86% en respecto del año anterior.



**Figura 3.4 Participación de Partícipes según tipo de fondo: 1993 – 2001**

**Fuente: Conasev anuario estadístico**

Elaboración Propia

### **3.2.5 Evolución del Patrimonio y Rentabilidad:**

El patrimonio de los fondos mutuos en el período 1993-ago.2000, experimentó un crecimiento sostenido hasta en US\$ 669 millones para 1997, luego tras el ajuste en la cuota de las administradoras de noviembre de 1998 éste descendió hasta US\$ 451 millones, mostrando una recuperación en el patrimonio para 1999 hasta por US\$ 654 millones, sin embargo, debe resaltarse que si bien el crecimiento del patrimonio de los fondos mutuos hasta diciembre de 1997 fue acompañado por un crecimiento también sostenido del número de partícipes, sin embargo, a partir de diciembre de 1998 el crecimiento del patrimonio de los fondos mutuos va acompañado de una menor participación de partícipes.

La participación patrimonial de los fondos mutuos se ha segmentado básicamente en función al tipo de inversión que realizan las administradoras, en este sentido podemos señalar que a partir del año de 1996 con la aparición de los primeros fondos mutuos de inversión en títulos de renta fija, la masiva migración de los patrimonios de inversiones en renta variable hacia las de renta fija e incluso el número de partícipes también ha mostrado dicha migración. Incluso hasta agosto del 2000 la mayor concentración del patrimonio se da en los fondos mutuos que invierten en renta fija.

Respecto de la evolución de la rentabilidad de los fondos mutuos, estos han mostrado desde el año 1993, la siguiente tendencia respecto de su rentabilidad: desde la aparición de los fondos mutuos que invierten en renta fija, estos han mostrado un mayor valor en su cuota, respecto de los fondos de renta variable, para ello hemos comparado los índices del sistema para los fondos mutuos de renta fija a partir de 1996 con el de los de renta variable.

Respecto de la rentabilidad ofrecida respecto de productos considerados como de su competencia inmediata tales como las libretas de ahorros, los depósitos a plazo de 30 a 180 días, de 180 a 360 días y de más de 360 días, así como comparativamente con la tasa promedio pasiva del mercado, tenemos la siguiente tabla que nos resume las principales tasas en comparación con el rendimiento anualizado de los respectivos fondos mutuos en renta variable y renta fija. Cabe señalar que se ha comparado la rentabilidad de los fondos de renta variable con las tasas que se ofrecen en moneda pasiva nacional y por otro lado se compara la rentabilidad de los fondos mutuos en renta fija contra las tasas pasivas en moneda extranjera. La razón de esta comparación es que principalmente los fondos de renta variable invierten en títulos de nominados en moneda local mientras que los fondos mutuos de renta fija lo hacen en instrumentos de moneda extranjera (dólares).

AÑO	Ahorros MN	Depósito MN 30-180	Depósito MN 180-360	Depósito MN mas de 360	TIPMN
1996	10.99	14.94	16.72	20.72	10.23
1997	10.68	15.02	15.62	18.90	10.35
1998	10.13	15.10	15.24	17.25	10.90
1999	9.53	16.23	17.79	18.53	11.79
Oct-2000	7.37	12.28	12.64	14.64	9.07

AÑO	Ahorros ME	Depósito ME 30-180	Depósito ME 180-360	Depósito ME mas de 360	TIPMEX
1996	4.90	8.57	8.23	8.86	6.09
1997	4.60	7.16	7.55	8.25	5.51
1998	4.35	6.58	6.83	7.72	5.10
1999	4.14	6.42	7.00	8.23	5.09
Oct-2000	3.38	5.69	5.97	6.93	4.64

AÑO	RF	RV
1996	24.66	-83.53
1997	424.10	-91.60
1998	-39.98	-2.66
1999	65.47	57.58
Oct-2000	-46.57	2.15

**Tabla 3. 5. Tasas pasivas en moneda nacional, extranjera y rentabilidad de los fondos mutuos en renta fija (RF) y renta variable (RV)**

Fuente : Conasev

Elaboración propia

## **CAPITULO IV. PERSPECTIVAS DE DESARROLLO DE LOS FONDOS MUTUOS EN EL PERU**

### **4. Propuestas de Desarrollo**

Para propiciar el desarrollo y crecimiento de los FM en el mercado de capitales del Perú, se han definido dos propuestas, en donde se proponen alternativas que permitirá el desarrollo del mercado de valores, específicamente el mercado secundario, que aún no logra tener la liquidez esperada por inversionistas institucionales, y personas naturales, ya que es allí donde se transan valores luego de la emisión inicial.

Los FM como inversionista institucional, recurre al mercado secundario para cumplir con sus objetivos de inversión y lograr la rentabilidad y retorno comprometido con sus partícipes, por ello el desarrollo y consolidación de este mercado permitirá también el fortalecimiento del mercado de capitales.

Las propuestas que se analizarán son las siguientes:

1. Emisión de valores mobiliarios por medio de la titulación de activos, comprendiendo dos alternativas:

- Titulación de activos especializados en medianas empresas.
- Titulación de activos para empresas concesionarias de infraestructura.

## 2. La emisión por parte del gobierno de deuda en dólares.

En cada uno de las propuestas se describen los factores que pueden tener efecto sobre el mercado secundario de valores, lo que permite usarlos como posibles resultados futuros, para lo cual cada uno de los componentes es consistente, de forma tal que presenten un cuadro de credibilidad con respecto a lo planteado por cada uno. Cada propuesta definida no excluye al otro, y considerándolos en el mediano plazo como complementarios.

### **4.1. Emisión de valores mobiliarios por medio de titulación de activos.**

En esta propuesta se considera dos alternativas: la primera considera el impulso financiero a la mediana empresa a través de la titulación de activos, conjuntamente con la participación del estado para garantizar la emisión de títulos valor como resultado de la titulación; y la segunda es la emisión de valores mediante titulación de activos de los flujos futuros esperados generados por concesiones de infraestructura licitada por el gobierno.

#### **4.1.1 Primera alternativa**

##### **A. Propuesta de solución para el financiamiento de la mediana empresa**

La titulación de activos, también denominada "securitización", es el mecanismo financiero que permitirá el acceso al financiamiento de mediano y largo plazo con tasa de interés menores que el sistema bancario de las medianas empresas, que sobre todo para aquellas que tiene un elevado pasivo en sus balances.



La titulación de activos es un claro ejemplo de la actual corriente de desintermediación que se está presentando en los mercados financieros, lo cual implica que el ahorro se canalice a la inversión a través de títulos valores emitidos por los tomadores de fondos y adquiridos por los inversores, sin necesidad de recurrir a intermediación financiera (que es la función y negocio de los bancos).



**Figura 4.1 Operatividad de Titulación de Activos**

En el Perú aún no se está explotando ésta modalidad financiera que permitiría ayudar a financiar la actividad productiva y en especial de la mediana empresa. Por Resolución CONASEV N° 0001-1997-EF/94.10 se reglamenta el proceso de Titulación de Activo, teniendo como marco legal la Ley del Mercado de Valores (LMV) promulgada mediante el Decreto Legislativo N° 861, que en su título XI contempla este mecanismo financiero.

Actualmente operan en el mercado siete sociedades tituladoras ligadas a los bancos comerciales, siendo las mismas:

- Citicorp Perú ST perteneciente al Citibank
- Creditítulos ST perteneciente al Banco de Crédito

- Progreso ST perteneciente al Banco Progreso
- Trust ST perteneciente a Argenta Sap
- Continental ST perteneciente al Banco Continental
- Wiese ST perteneciente a Wiese Sudameris
- Intertitulos perteneciente al Banco Interbank.

Esta alternativa, propone la participación del estado, a través del Ministerio de Economía y Finanzas y/o a través del organismo financiero del estado como es COFIDE, para que cumpla el papel de garante o mejorador en el proceso de titulación.

El aval permitiría garantizar la emisión de valores de renta fija emitidos por los Fondos de Titulación de Activos, para lo cual el estado podrá emitir aval por US\$ 500 millones de dólares (monto igual al considerado para el programa del Fortalecimiento Patrimonial de las Empresas FOPE, y el Rescate Financiero Agrario RFA), al amparo de convenios que el ente estatal establezca con las sociedades tituladoras de activos, inscritas en CONASEV, con el objeto de formalizar y mejorar la financiación de la actividad productiva empresarial.

La constitución de fondos de Titulación de Activos estará exceptuada del pago de derechos registrales, para el caso de medianas empresas comprendidas en el fondo.

El organismo estatal encargado del otorgamiento del aval, establecerá las normas y requisitos que estarían exigibles en los convenios.

En 1999, se realizaron dos operaciones de titulación importantes: la de cuentas por cobrar Ferreyros, realizada por Citicorp, y la de la de 180 inmuebles de unos edificios de oficinas en San Isidro, realizado por Creditítulos. A éstas, se suman en el 2000, las

operaciones de titulización de cuentas por cobrar de Quimpac realizada por Intertítulos y la titulización de Bonos Brady de CiticorpPerú.

La operación de intertítulos

Esta operación y titulización de activos se realizó en enero del 2000, siendo la primera en la cuál se titulizan flujos futuros de ingresos: Los activos titulizados son las cuentas por cobrar por la ventas de sal y químicos a 41 clientes seleccionado de Quimpac. Las garantías específicas de la emisión son la entrega infidursia de coneciones de sal de titularidad de Quimpac y Emsal, y una fianza solidaria de USD 3.5 millones otorgados por el banco Standart Chartered.

En enero del 2000, Interfip Bolsa colocó la primera emisión de bonos de titulización por dólares 15.6 a una tasa de interés de 9.75% anual en dólares y un plazo de 7 años. El total colocado fue adquirido por entidades públicas (21.27%), por fondos mutuos (20.57%), por aseguradoras (10.41%), por otros fondos de inversión (38.56%), y por personas naturales (9.19%). Posteriormente en marzo se colocaron dólares 3.57 millones adicionales.

LA Operación de Citicorp

En julio del 2000, Citibank estructuró una emisión de bonos de titulización, cuyo activo subyacente fueron bonos Brady peruanos, por hasta US\$ 100 millones a un plazo de 17 años. Los bonos que componen la cartera son los PDI (Past Due Interest), que tienen un plazo de maduración de 20 años (1997 - 2017). Esta operación de titulización supone la transferencia en fideicomiso por parte de Citibank de activos por un valor nominal de hasta US\$ 50 millones a favor de Citicorp Perú Sociedad Titulizadora, que será el fiduciario.

Los fondos recaudados de la colocación se depositan en la "cuenta de fondeo", dónde se desembolsa el importe para la adquisición de las inversiones: la cartera de bonos Brady y

el seguro de la tasa de interés que garantiza un flujo mínimo por concepto de intereses; siendo esto último necesario para compensar las fluctuaciones que surgirían en los ingresos por intereses a partir del 2007, cuando los bonos Brady dejen de pagar una tasa de interés para reeditar una tasa variable (Libor a seis meses más 13/16).

Los ingresos provenientes de los flujos originados por las inversiones que servirán finalmente para amortizar los bonos, se depositarán en la "cuenta recaudación".

El uso de la Titulación de Activos (TA), ayudaría a compensar las distorsiones que inciden en el financiamiento a este segmento empresarial, permitiendo que el mercado de capitales cumpla su función en un entorno más competitivo.

## **B. Objetivos de la Titulación de Activos**

Son cuatro objetivos a lograr para lograr el desarrollo de las empresas medianas:

- El primer objetivo es disponer de un instrumento normativo que facilite la financiación de empresas productivas.
- El segundo objetivo es impulsar uno de los instrumentos que será clave en el desarrollo del mercado de capitales en dólares: la titulación de activos.
- El tercer objetivo es lograr que los bancos y entidades financieras optimicen la gestión de sus balances, permitiendo reestructurar los balances en lo referido a rentabilidad y riesgo.
- El cuarto objetivo es lograr el desarrollo del mercado secundario de valores a través de la emisión de valores de renta fija en dólares, con la garantía del estado.

## **C. Ventajas y costos**

Para las empresas u originador:

- Permite obtener liquidez a partir de activos líquidos, remplazando activos ilíquidos o de lenta rotación por dinero en efectivo
- Mejoramiento de ratios financieros, tanto lo activos ttulizados como los pasivos derivados no se contabilizan en el balance.
- Reducción de costos de financiamiento, al emitirse valores mobiliarios mediante titulación de activos se obtiene recursos directos de los inversionistas eliminando la intermediación financiera que eleva los costos, recurriendo al mercado de capitales para la obtención de fondos de mediano y largo plazo, lo que a su vez incide en lograr liquidez y profundidad del mercado lo que se logrará explotando esta situación.
- Fomentará su empleo a otros sectores empresariales como la pequeña y micro empresa.
- El originador se beneficia al eliminar perdidas por descalce en tasas de interés generados por los activos respecto a pasivos asumidos para adquirirlos, debiéndose esto a que los pasivos del patrimonio autónomo, coinciden con las características del activo respectivo, por ello el patrimonio nace calzado.
- La emisión de valores se ajusta al perfil del inversionista, al reorganizar los flujos de caja del o los activos subyacentes, y al ser posible la emisión de valores de riesgos y características distintas empleando el mismo conjunto de activos, permite altos niveles de colocación. No lográndose ello si la emisión fuera por cuenta de la empresa en forma independiente.

#### **4.1.2 Segunda alternativa**

Emisión de bonos de infraestructura para desarrollar el mercado de valores

El proceso de privatización en el Perú data de los inicios de la década de los noventa y ha tenido gran éxito a través de la venta de empresas estatales o de importantes ventas de paquetes accionarios de propiedad estatal en grandes empresas en

diversos sectores. Hoy la final de la década, este proceso prácticamente está concluyendo y, en forma paralela, se inicia una nueva modalidad de privatizaciones bajo la forma de concesiones.

En esta modalidad el Estado otorga el derecho de ejecutar y explotar recursos naturales, o de prestar determinados servicios públicos por periodos de tiempo generalmente largos, que permiten al inversionista recuperar la inversión efectuada y obtener una rentabilidad atractiva.

Al otorgar una concesión, el Estado deja de participar en la ejecución, la gestión o la explotación de la infraestructura y de los servicios públicos, según el caso, otorgando dicho derecho al concesionario.

En el caso del contrato de concesión en *stricto sensu*, el cual frecuentemente es llamado BOT (construye, opera, transfiere), se observa que el contratista privado es responsable del financiamiento y de la realización de nuevas inversiones. Este tipo de contrato es uno de los más difundidos, y está caracterizado por la permanencia de los derechos de propiedad de los activos concedidos en manos del Estado.

Algunos hechos han ocurrido en el proceso de desarrollo del mercado de capitales tales como, el aumento de los plazos de vencimiento de los bonos, la aparición de los bonos estructurados y las titulaciones a largo plazo, así como el inicio de las operaciones de los primeros fondos de inversión (aunque todavía ninguno especializado en infraestructura), así en ese sentido y como una forma de generar un mayor dinamismo en el mercado de capitales, es posible plantear como una posibilidad la aparición de bonos de infraestructura en los cuales puedan invertir las

AFP, los fondos mutuos y las compañías de seguros y de esta manera se hagan presentes en el desarrollo de la infraestructura que se concesione (como por ejemplo Camisea), esto les sería atractivo (a pesar de las distorsiones generadas por la política monetaria) por que son instituciones que operan con horizontes de muy largo plazo y por lo tanto necesitan contar con activos en sus carteras de inversión que se acomoden mejor a sus característica. Ahora bien, tales características no sólo están referidas a los plazos sino también, y de manera fundamental, a los patrones riesgo-retorno.

Tomando en cuenta lo anterior, no cabe duda que el mercado de capitales ha experimentado grandes avances, en especial sobre el financiamiento a la actividad productiva. Así mismo, se espera que el mercado de capitales siga profundizándose conforme la economía retorne a la senda de crecimiento y debido al progresivo aumento de las AFP, los fondos mutuos y las compañías de seguros.

#### **A. Riesgos desde el punto de vista del concesionario**

El inversionista se enfrenta a varios tipos de riesgo como:

- Riesgo de inversión
- Riesgo de operación
- Riesgos financieros
- Riesgos de ingresos
- Riesgos sistémicos
- Riesgos institucionales.

El riesgo de inversión es de dos tipos:

- El sobrecosto

- El mayor plazo

Ambos riesgos son coberturados por el inversionista

Los riesgos de operación, depende del tipo de proyecto, estando asociado al flujo de ingresos.

Los riesgos financieros, están relacionados con la volatilidad de la tasa de interés, el tipo de cambio, presencia de inflación y con la estructura deuda – capital.

El riesgo de ingresos, se asocia con la cantidad y el precio.

Los riesgos sistémicos, son los que presenta la economía en su conjunto y no pueden ser diversificados.

El riesgo institucional está relacionado con el tema de cambios en la tributación o alteraciones en el marco regulatorio.

## **B. Riesgos desde la perspectiva del estado.**

Al efectuar una concesión, enfrenta

- Riesgo de desinversión social
- Riesgo político
- Riesgo de definición del negocio
- Riesgo del fracaso del concesionario
- Riesgo de la concentración de las propiedades de las concesiones

Actualmente la concesión más importante es el referido al Gas de Camisea, cuya inversión requerida es de gran envergadura, ya que fluctúa entre US\$ 1,323 y US\$ 1,500 millones, por lo que el operador encargado de la explotación del gas, tendrá la oportunidad de captar fondos en el mercado interno, en un porcentaje no menor al 30% del monto de inversión, emitiendo bonos corporativos que serían adquiridos por las AFP



y los FM, resultando particularmente atractivo para este tipo de inversionistas que operan con horizontes de muy largo plazo, tales características no solo están referidas al calce de plazos sino también y de manera fundamental a los patrones de riesgo-retorno, siendo esta característica la que no va a permitir que inversionistas institucionales participe directamente del financiamiento de los proyectos, requiriendo en lugar de ello bonos de infraestructura en los cuales se pueda invertir, para lo cual la CONASEV tiene un desempeño importante.

#### **4.2. Propuesta 2: La emisión por parte del gobierno de deuda en dólares**

Esta propuesta sugiere que el estado emita instrumentos de deuda de, mediano y largo plazo en dólares (bono soberano).

##### **A. Objetivos:**

Un primer objetivo sería la generación de un benchmark de instrumentos de deuda el cual aun si carece en la actualidad; tomándose como base únicamente la cotización de los bonos Brady – PDI.

Un segundo objetivo sería la posibilidad de captar recursos bajo la emisión de bonos soberanos con la finalidad de destinar dichos recursos a financiar las operaciones del gobierno sin tener que recurrir a la banca internacional y organismos multilaterales por préstamos.

Un tercer objetivo es la consecuencia de emitir deuda en una moneda que está siendo percibida por los agentes económicos como la más preferida, hecho que se puede apreciar en la fuerte preferencia por liquidez en dólares la cual no es menor al 60% (ver

Tabla 4.1.) esto debido a que en nuestra economía se mantiene una dualidad de monedas, la misma que sostiene al dólar por una parte y al nuevo sol por otra.

### **B. Ventajas y Costos:**

El financiamiento vía emisión de bonos es considerado como un mecanismo de financiamiento de mediano y largo plazo. Una de las ventajas de esta alternativa es la posibilidad que mediante su uso se pueda por ejemplo re-estructurar deudas de corto plazo a plazos mayores.

Asimismo, la emisión de deuda del gobierno en dólares sería más conveniente por cuanto el mercado de dólares no presenta distorsiones en la temporalidad de las tasas de interés lo cual no ocurre en el mercado de moneda local donde en la actualidad existe un fuerte distorsión en tasas de interés; dicha distorsión en moneda nacional consiste en que las tasas de interés a corto plazo resultan ser más atractivas que las de largo plazo, fenómeno que no ocurre en el mercado de dólares y que por tanto lo hace más atractivo para los inversionistas y ello muestra la preferencia por parte de los agentes económicos de invertir en el largo plazo preferentemente para operaciones denominadas en dólares.

**LIQUIDEZ SISTEMA FINANCIERO**  
(en Millones de Dólares)

AÑO	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
A.- Moneda nacional	1,841	1,721	1,805	3,098	4,070	4,744	5,994	5,510
B.- Cuasidinero en moneda extranjera	2,541	2,957	3,896	5,307	6,298	8,248	9,063	9,051
Liquidez Sistema Financiero	4,382	4,678	5,700	8,405	10,368	12,992	15,058	14,560
Participación Moneda Nacional	42.01%	36.79%	31.66%	36.86%	39.26%	36.52%	39.81%	37.84%
Participación Moneda Extranjera	57.99%	63.21%	68.34%	63.14%	60.74%	63.48%	60.19%	62.16%
Coeficiente de dolarización	1.3805	1.7180	2.1588	1.7128	1.5472	1.7384	1.5119	1.6427
	138%	172%	216%	171%	155%	174%	151%	164%
Ratio de dolarización de la liquidez	58.0%	63.2%	68.3%	63.1%	60.7%	63.5%	60.2%	62.2%

**LIQUIDEZ SISTEMA FINANCIERO**  
(en Millones de Dólares)

AÑO	1999	Ene-2000	Feb-2000	Mar-2000	Abr-2000	May-2000
A.- Moneda nacional	6,071	5,984	5929.6875	6080.92015	6006.49631	5989.21017
B.- Cuasidinero en moneda extranjera	9,143	9,226	9174	9362	9349	9418
Liquidez Sistema Financiero	15,213	15210.2835	15103.6875	15442.9202	15355.4963	15407.2102
Participación Moneda Nacional	39.90%	39.34%	39.26%	39.38%	39.12%	38.87%
Participación Moneda Extranjera	60.10%	60.66%	60.74%	60.62%	60.88%	61.13%
Coeficiente de dolarización	1.5061	1.5417	1.5471	1.5396	1.5565	1.5725
	151%	154%	155%	154%	156%	157%
Ratio de dolarización de la liquidez	60.1%	60.7%	60.7%	60.6%	60.9%	61.1%

**Tabla 4. 1. Liquidez del sistema financiero**

Fuente : BCRP

**Elaboración : Elaboración propia**

### **4.3 Resultados de las propuestas.**

Las propuestas planteadas se pueden desarrollar de manera simultánea con la finalidad promover en ambos casos el mercado de títulos valores, carencia que manifiesta el poco desarrollo de las administradoras de fondos mutuos , y brinda la oportunidad para acceder a nuevas formas de financiamiento por parte de los emisores de deuda a la vez que se crea un mercado más profundo en relación al mercado actual .

Por otro lado nuestras propuestas buscan promover un papel más dinámico por parte del estado dentro del mercado de capitales que a la vez actúe como medio para generar recursos y repotenciar sectores estratégicos de nuestra economía.

Por esta razón creemos que los mecanismos de titulización y de emisión de deuda permitirían desarrollar el mercado de capitales del cual depende a su vez el crecimiento de otros agentes económicos.

## CAPITULO V. CONCLUSIONES

- Una característica estructural de las empresas peruanas es el mantenimiento del carácter familiar, debido a que demuestran un alto grado de reticencia a abrir su capital o proveer información financiera al mercado. Dentro de esta característica, estas empresas no consideran para su financiamiento el mercado de capitales y prefieren mecanismos más tradicionales como los préstamos bancarios. A menos que las empresas sean conducidas con un criterio corporativo y empiecen a utilizar el mercado de capitales no se podrá desarrollar y evolucionar hacia instrumentos mas sofisticados, así como la reducción de costos de utilizar el mercado según este evolucione.
- Alto grado de concentración en bonos de mediano plazo de 3 a 5 años, debido a la falta de planeamiento a largo plazo de las empresas, en función de la memoria sobre la alta volatilidad de la economía peruana y los cambios en las rentabilidades como consecuencia de la reforma estructural de la economía. Esta situación es observada a partir de 1998 debido al deterioro de las condiciones económicas y el descenso de la inversión. Lo que también es explicado por la presencia de bonos de arrendamiento financiero en no menos del 62% del total de los bonos vigentes (desde 1995 a la fecha).

- La emisión autorizada de bonos no se coloca íntegramente en el mercado de capitales, debido a que los emisores solo demandan fondos para la ejecución de sus operaciones en el corto y mediano plazo, desglosando la emisión en varias series para ir obteniendo recursos financieros de acuerdo a sus necesidades.
- La aversión al riesgo se incrementa en los inversores institucionales debido a efectos de crisis financieras internacionales, como fue el caso de la crisis rusa, optando los inversores por demandar títulos de mayor calidad en la clasificación de riesgo con respecto a los existentes antes de la crisis. Concentrándose actualmente en clasificaciones triples A y doble A.
- En la década de los 90, la política económica se orientó a conseguir un equilibrio fiscal y reducir la tasa de inflación a un solo dígito, cercano a niveles internacionales. No se consideró la emisión de bonos soberanos para endeudamiento interno, como forma de darle mayor liquidez al mercado de capitales.
- Descalce de monedas y plazos, en los compromisos de deuda, donde las empresas que venden al mercado interno y generan ingresos en soles, se endeudan en dólares a corto plazo con el sistema bancario, reflejando la dolarización de la economía peruana y la influencia de demanda de crédito nominado en moneda extranjera.
- El sistema de fondos mutuos como parte integrante del mercado de capitales es considerado estratégico por parte de inversionistas institucionales e individuales, porque permite obtener márgenes de rentabilidad superiores a los obtenidos con depósitos en la banca comercial.
- El negocio de fondos mutuos es considerado como un negocio de comisiones, tan igual como las compañías de seguros y AFP.
- La poca profundidad del mercado secundario, conlleva a que la metodología de valuación de los activos no sea la más adecuada, determinando que las

clasificadoras de riesgo sean muy estrictas al calificar los pocos títulos que se transen en el mercado primario y en el secundario.

- Las sociedades administradoras de fondos mutuos prefieren invertir en pocos títulos de alta clasificación de riesgo que en muchos pero de menor clasificación de riesgo.
- Las crisis financieras internacionales ocasionan una disminución de la liquidez en el mercado de capitales, lo que eleva la tasa de interés y deprecia la moneda, lo que se refleja en el valor de los activos financieros; todo ello ocasionado por el contagio y volatilidad, lo que induce a que los agentes económicos sean incapaces de distinguir entre distintos tipos de prestatarios
- Los agentes económicos frente a crisis financieras internacionales buscan protegerse en la calidad de los activos financieros, es decir buscarán papeles líquidos. En nuestro caso esta tendencia por este tipo de instrumentos obedece a que la volatilidad genera una pérdida de liquidez en el mercado de valores, reflejándose en una posterior recesión, lo que explica la actual tendencia por las operaciones de corto plazo.
- Los efectos de las crisis financieras internacionales en el Perú fueron: el drenaje de capitales, restricción de la inversión directa extranjera, y préstamos de organismos multilaterales; produciéndose una considerable pérdida de Reservas Internacionales Netas.
- Las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos, tienen como nueva estrategia desarrollar los Fondos Mutuos de corto plazo tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, sobre todo para empresas que disponen de liquidez por un corto periodo de tiempo.
- La gran demanda por activos financieros por parte de inversionistas institucionales y personas se incrementó desproporcionadamente en relación a la escasa emisión por parte de las empresas.

- El Banco Central de Reserva del Perú ha venido utilizando la política monetaria de regular la cantidad de soles, que eventualmente servirían para demandar dólares, impidiendo un alza del precio del dólar para garantizar una baja inflación (debido a que tenemos una economía dolarizada) y reducir y encarecer el crédito doméstico en soles para enfriar la economía, esto a conducido a un entrapamiento de la economía debido a la mala evolución de las tasas de interés y el tipo de cambio.
- Se puede establecer que las tasas de interés activas nominales en M/N alcanzaron niveles superiores a los de la tasa de inflación, estas pasaron de 10.85% en 1991 a 32% para 1999, mientras que la pasiva pasó de 2.73% en 1991 a 10.60% para 1999. Por otro lado las tasas de interés en moneda extranjera (M/E) han estado muy por encima de las tasas de interés internacionales equivalentes, las tasas de intereses en M/E pasaron de 21.07% en 1991 a 14.80% para 1999, mientras que la pasiva pasó de 7.79% en 1991 a 4.90% para 1999.

En cuanto a la devaluación y a la inflación, se puede establecer que ambas han tenido una tendencia hacia la baja; en cuanto a la inflación, esta pasó de 139.20% en 1991 a 3.70% para 1999; mientras que la devaluación pasó de 93.43% en 1991 a 11.19% para 1999. Por lo tanto se puede establecer que son las tasas de interés activas las que se encuentran a un nivel insostenible y que existe una apreciación en el tipo de cambio.



## RECOMENDACIONES

1. Sin interferir con la libertad de contratación de las empresas clasificadoras de riesgo, deben de establecerse elementos que limiten la rápida sustitución de proveedores de este servicio, cuando los resultados no son favorables al emisor. Entre ello se puede indicar la necesidad de establecer periodos mínimos de vigencia de publicación de los resultados de la clasificación y ventas temporales mínimas para la duración de los contratos.
2. Realización de esfuerzos para la reducción del riesgo país en la medida que su efecto sobre la estructura temporal de las tasas de interés y el potencial desplazamiento de la misma, pueda contribuir a la elevación de los precios de los activos y generar una mejor ganancia de capital que incentivaría el desarrollo del mercado secundario.
3. La divulgación de los riesgos del fondo mutuo debe ir más allá del reporte de la variabilidad de la rentabilidad histórica. Los inversionistas y sus asesores necesitan información que les permita valorar las fuentes de futuros riesgos, ya que en muchos casos, la historia no sería la mejor guía para la decisión de inversión.
4. Para comunicar mejor las fuentes de riesgo asociadas con las inversiones de los fondos mutuos, los gerentes de las Sociedad Administradoras de Fondos Mutuos, deben de proporcionar estimados de los principales factores críticos que pueden influenciar en la rentabilidad futura. Las estimaciones de la exposición a factores claves del riesgo con anticipación y la información sobre la rentabilidad relacionada a la exposición al riesgo brindara al inversionista una mayor seguridad y transparencia de la información.
5. Si bien las pérdidas asumidas por los inversionistas o participantes de los fondos son asumidas de acuerdo a la normatividad vigente tan sólo por ellos, debido a que las sociedades administradoras de los fondos cobraron sus comisiones y gastos

correspondientes. En tal sentido, sería conveniente que la norma establezca que las sociedades administradoras asuman parte del riesgo de manejar dinero de los inversionistas, mediante la reducción y/o eliminación de sus comisiones frente a situaciones de pérdidas.

6. Estando el gobierno adjudicando concesiones de proyectos de gran envergadura, tal como son, el proyecto Gas de Camisea, aeropuertos, puertos, infraestructura ferroviaria, etc. se debe de promover la emisión de bonos de infraestructura para el financiamiento de dichos proyectos, lo que permitiría que los recursos con que cuenta actualmente los FM, AFP, compañías de seguros, sean derivados a proyectos de desarrollo nacional, ya que actualmente uno de los problemas es la reducida oferta de activos financieros con una buena clasificación, y la elevada demanda por parte de los inversionistas institucionales.
7. La CONASEV, debe de proponer una metodología de valuación de activos, basada en precios reales, para lo cual debe de elaborar una curva de rendimiento para lograr una valuación sin distorsiones, eliminando metodologías individuales por parte de cada SAFM que contribuyen más a error en la negociación de activos.
8. Como complemento a la recomendación anterior, el estado debe de emitir deuda con el objeto de tener un bench marking que permita una referencia para una adecuada valuación de activos, ya que al tener tasa de interés similar a la internacional, le va a ser conveniente obtener fondos vía emisión de bonos a plazos menores de 15 años.
9. Para evitar efectos traumáticos como el ocurrido por el contagio de la crisis Rusa, se debe de gravar con un impuesto a los capitales de corto plazo, también denominados capitales de arbitraje que solo buscan oportunidades de ganancia en el corto plazo más no así a los de largo plazo que aportan al fortalecimiento del mercado de capitales.

10. Promover una campaña educativa, con el propósito de elevar la cultura financiera entre las personas naturales que es el mercado meta de los FM, para lograr su desarrollo y elevar el nivel de renta de la población; participando las SAFM, organismos reguladores como CONASEV, sistema bancario.
11. Los bancos, que en su mayoría tienen como una línea de negocios SAFM, deben de capacitar más activamente a una fuerza de ventas, vía comisiones, para dar a conocer a la comunidad, las ventajas de participar en un FM.
12. Sin obviar la prudencia y el control que el mercado exige, CONASEV debe de permitir una mayor flexibilidad para las autorización de emisiones primarias de empresas solicitantes y que cuentan con buen posicionamiento en su respectivo sector, de forma tal que logren financiamiento de menor costo que el que ofrece el sistema bancario y a largo plazo. Reduciendo los costos de transacción en las operaciones de emisión y transacción en bolsa incentivaría una mayor participación de inversionistas.
13. Las empresas nacionales y extranjeras que invierten en el país, solo emitirán deuda si las condiciones sociales, políticas y económicas son propicias, por lo que el gobierno debe asumir un papel de facilitador, de forma tal que se logre el desarrollo del mercado de capitales, al lograr una participación mayoritaria de capitales de largo plazo.
14. Se debe de entender que solo se logrará un desarrollo sostenible del sector de FM, si se comprende integralmente el efecto de cada una de las variables al mercado de capitales, al fortalecimiento del sector bancario y al papel que le toca asumir a los organismos reguladores, por lo que nuestra recomendación es que deben de realizar coordinaciones regulares de forma tal que se logren sinergias que permitan el fortalecimiento deseado.

15. Actualmente, los medios de comunicación solo difunden actividades relacionadas con la negociación bursátil, pero es muy escaso el espacio que le brinda a la difusión de lo que son los FM, recomendándose realizar convenios directos con las empresas de radiodifusión, llámese radio, televisión, Internet, etc para ampliar la divulgación de las ventajas de invertir en un FM.
16. Para bonos de largo plazo, se propone que la redención en lugar de efectuarse al vencimiento, puede amortizarse a partir de determinado año, pagando la amortización junto con los intereses.
17. Para facilitar una mayor liquidez de los bonos, estos podrían emitirse al portador, así como establecer que los cupones de intereses se puedan negociar por separado, teniendo de este modo una cotización distinta del bono con cupón.

La titulización de activos, permitirá un gran dinamismo en el mercado capitales, tanto en el mercado primario y secundario, permitiendo incrementar la liquidez sobre todo a este último, y logrando que empresas medianas con limitaciones actuales de financiamiento, logren obtener fondos para el desarrollo de nuevos proyectos, capital de trabajo y cancelación de sus pasivos.

## BIBLIOGRAFÍA.

- Carranza, L.  
Año 2000. "Consideraciones en torno a la dolarización de la economía.  
Revista Moneda
- Grados Smith, Pedro  
Año 1992 "Mercado de Valores: su aporte al desarrollo"  
Revista Punto de Equilibrio
- Autores varios  
Año 1998 "Mercado de valores como instrumentos de financiamiento e  
inversión".  
"Diagnóstico y perspectivas del Mercado de Valores"  
Revista de la CONASEV
- J. Rodríguez de Castro.  
Año 1999 "Introducción al análisis de productos financieros derivados, futuros,  
opciones, forwards, swaps"., Limusa, Noriega Editores.

- Emilio Soldevilla.  
Año 1998 "Opciones sobre futuros de tipos de interés a largo plazo".  
Ediciones Pirámide, España.
  
- Juan Mascareñas y otros.  
Año 1998 "Renta Fija y Fondos de Inversión". Editorial Pirámide
  
- Díez de Castro, y Mascareñas  
Año 1999 "Ingeniería Financiera. La gestión en los mercados  
financieros internacionales". Madrid, McGraw-Hill.
  
- Mercado de Valores en el Perú  
Año 2000 "Balance 1999 y principales tendencias"  
"Valorización de los Instrumentos de deuda adquiridos por los  
fondos mutuos"  
"Cambios para el futuro, los avances tecnológicos y el internet"  
Revista Valores Año X N°33, edición Conasev - Perú 2000
  
  
- Carlos Palomino Selem  
1997 "CeL DESA ciencias económicas de la Universidad Nacional Mayor de  
San Marcos N° 6 pp 7,  
"El desarrollo del mercado de capitales en el crecimiento "El desarrollo económico".  
Año 1991 "El desarrollo del mercado de capitales en el crecimiento económico"  
Revista de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad  
Nacional Mayor de San Marcos, N° 06

- Autores varios
  - Año 1999 "Lo que se espera del mercado de valores"
  - "Evolución del entorno internacional y su incidencia en el mercado de valores local"
  - Revista Valores Año X N° 32, Conasev
  
- Ana Verchik
  - Año 1999 "Mercado de Capitales como funciona, Argentina", Machi grupo editor S.A.
  
- Autores varios
  - Año 2000 "La titulización de activos"
  - Revista Valores Año X N° 34, Conasev.
  
- Robert C. Pozen
  - Año 1997 The Mutual Fund Business. The MIT Press Cambridge, Massachusetts, London, England.