



**MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS**

---

**Resultado de la Consulta Ciudadana**

---

# **Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores**

Lima, 23 de mayo del 2001

**Queda autorizada la reproducción total o parcial de este documento, a condición que se cite la fuente.**

## Indice

### Resumen Ejecutivo

- I. La consulta ciudadana: el proceso de legitimación y mejora de la propuesta**
- II. La problemática del acceso al crédito en el Perú: una introducción**
- III. Marco conceptual del mercado de valores**
  1. ¿Qué es el mercado de valores?
    - 1.1 Mercado de deuda y mercado de acciones
    - 1.2 Oferta privada y oferta pública
    - 1.3 Mercado primario y mercado secundario
  2. ¿Quién acude al mercado de valores para captar recursos?
  3. ¿Quién acude al mercado de valores para invertir?
    - 3.1 Importancia de la regulación para el fortalecimiento de los inversionistas institucionales
    - 3.2 ¿Por qué se necesita la inversión extranjera para desarrollar el mercado de valores?
    - 3.3 Importancia del buen gobierno corporativo
  4. ¿Quiénes participan en el mercado de valores?
    - 4.1 Sociedades Agentes de Bolsa
    - 4.2 La Bolsa de Valores
    - 4.3 Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores
    - 4.4 Empresas Clasificadoras de Riesgo
    - 4.5 Conasev
  5. El escenario global
- IV. Diagnóstico del mercado de valores peruano**
  1. El mercado primario: cada vez menos nuevos emisores
    - 1.1. Escala reducida de las empresas
    - 1.2. Demanda selectiva por valores de primer nivel de riesgo
    - 1.3. Limitado acceso de las Pymes al mercado de valores
      - 1.3.1. Fondos de capital de riesgo
        - a. Legislación tributaria
        - b. Gestión del fondo
        - c. Flujos de repago
        - d. Liquidez del mercado secundario
      - 1.3.2. Mecanismo de negociación de instrumentos de emisión no masiva
      - 1.3.3. Herramientas para reducir el riesgo de las Pymes: los esquema de garantías
    - 1.4. Necesidad de flexibilizar requisitos de emisión de instrumentos de corto plazo
  2. Limitado desarrollo del mercado secundario
    - 2.1. Mercado secundario poco líquido
    - 2.2. No existe un mercado secundario de hipotecas
  3. Exceso potencial de demanda por títulos
    - 3.1. Los fondos de pensiones
    - 3.2. Los fondos mutuos de inversión en valores
    - 3.3. Las compañías de seguros
  4. Limitada participación del Estado en el mercado de valores
    - 4.1. El mercado de bonos soberanos
    - 4.2. Conectando los procesos de concesión con el mercado de valores
  5. La protección a los inversionistas
    - 5.1 Dificultad para valorizar instrumentos de deuda
    - 5.2 Estándares de buen gobierno corporativo
  6. Tratamiento tributario

## **V. Propuesta integral para promover el acceso a financiamiento a través del mercado de valores peruano**

### **A. La incorporación de nuevos emisores e inversionistas al mercado de valores**

1. Flexibilización de requisitos a que se encuentran sujetas las Ofertas Públicas Primarias de Valores
2. Revisión del Régimen de Emisión de Instrumentos de Corto Plazo
3. Formación de un Mecanismo Centralizado de Negociación para la transacción de valores objeto de emisión no masiva
4. Incorporar mejoras en los Formatos de Presentación del Prospecto Informativo (OPP) y agilizar los procedimientos de inscripción
5. Promover la conformación de Fondos de Capital de Riesgo
  - a. Aprobación de los dos proyectos de ley enviados al Congreso (Anexos A y B)
  - b. Revisión del Reglamento de Fondos de Inversión
  - c. Participación de Cofide en la conformación de fondos de inversión de capital de riesgo orientados a la pequeña y mediana empresa
  - d. Evento de difusión
6. Construcción de un Sistema de Garantías
7. Titulización de créditos reconocidos en procesos de reestructuración patrimonial
8. Promover las emisiones primarias del Gobierno Central (strips, conversión de Bonos Brady) y Gobiernos Locales
9. Evaluar el desarrollo de valores hipotecarios
10. Estandarización de carteras de crédito del Sistema Bancario
11. Procesos de privatización y titulización de concesiones
12. Modificaciones a la Ley del Impuesto a la Renta, la Ley del IGV y la Ley de Tributación Municipal
13. Consolidar el sistema privado de clasificación de riesgo

### **B. Mayor protección al inversionista**

14. Unificación de criterios de valuación de valores
15. Revisión de los aspectos vinculados con el gobierno corporativo de las sociedades anónimas
  - a. Derechos de los inversionistas de acciones de inversión
  - b. Junta de Accionistas
  - c. Derecho de Información
  - d. Derecho de participación en los cambios en las sociedades
  - e. Derecho a la entrega de acciones y certificados de suscripción preferente
  - f. Certificado de Suscripción preferente
  - g. Responsabilidad del órgano de supervisión
  - h. Revisión de la Regulación de Ofertas Públicas de Adquisición
  - i. Inclusión de la figura de la pretensión de clase o colectiva (Class Action)
  - j. Estructuras y políticas de gobierno corporativo
16. Participación de las AFP en las decisiones del Directorio de las empresas
17. Desarrollo de la figura de los Directores Independientes

### **C. Mayor liquidez en el mercado de valores**

18. Revisión de los requerimientos de garantías exigidos a los proyectos de préstamo de valores, reportes y ventas en corto
19. Regulación de las inversiones en operaciones de venta con pacto de recompra (REPOS)
20. Implementación del After Trade
21. Formación de fondos de pensiones de diferente nivel de riesgo y reducción del encaje a las AFP
22. Flexibilizar el tratamiento de inversiones de las AFP en instrumentos estructurados
23. Negociación de Bonos de Reconocimiento
24. Diseño de una estrategia para el desarrollo del mercado de valores en un contexto de internacionalización

25. Mercado de Futuros y Opciones (contratos y títulos opcionales)
26. Definición de una estrategia de Capacitación y Difusión del Mercado de Valores
27. Implementar el esquema de Múltiples Bancos Liquidadores
28. Implementar mecanismos que permitan disminuir los riesgos de incumplimiento en el pago.

#### **D. Mejora del marco institucional del mercado de valores**

29. Evitar la duplicidad en términos de supervisión entre la Bolsa y Conasev. Precisar alcance de la Autorregulación
30. Transformación de las Bolsas de Valores y Bolsas de Productos en Sociedades Anónimas
31. Evaluar la posibilidad de diferenciar el patrimonio exigido a los intermediarios de acuerdo al tipo y volumen de operaciones que realicen
32. Estudio acerca de la presencia del sistema bancario en la estructuración, colocación e intermediación de valores, y esquema de supervisión de conglomerados financieros
33. Autonomía de Conasev
34. Solución de controversias societarias a nivel administrativo

#### Anexos:

Anexo A Proyecto de Ley que modifica la Ley del Mercado de Valores, Ley de Fondos de Inversión, Ley de la Bolsa de Productos, Ley de Fondos Colectivos y la Ley de Protección de los Accionistas Minoritarios de las Sociedades Anónimas Abiertas.

Anexo A1 Exposición de Motivos

Anexo A2 Cuadro comparativo que muestra las diferencias entre la norma vigente, el proyecto consultado y la propuesta final, y que incluye referencias a cada uno de los comentarios recibidos.

**(Publicado en web del MEF: <http://www.mef.gob.pe>)**

Anexo B Proyecto de Ley que modifica la Ley del Impuesto a la Renta y Ley de Tributación Municipal.

Anexo B1 Exposición de Motivos

Anexo B2 Cuadro comparativo que muestra las diferencias entre la norma vigente, el proyecto consultado y la propuesta final, y que incluye referencias a cada uno de los comentarios recibidos.

**(Publicado en web del MEF: <http://www.mef.gob.pe>)**

Anexo C Proyecto de Decreto Supremo que modifica el Apéndice II de la Ley de IGV

Anexo C1 Exposición de Motivos

Anexo D Proyecto de Ley que modifica la Ley 27028 – Ley que sustituye las acciones de trabajo por las acciones de inversión.

Anexo D1 Exposición de Motivos

Anexo D2 Cuadro comparativo que muestra las diferencias entre la norma vigente, el proyecto consultado y la propuesta final, y que incluye referencias a cada uno de los comentarios recibidos.

**(Publicado en web del MEF: <http://www.mef.gob.pe>)**

Anexo E Proyecto de norma legal sobre la emisión de títulos representativos de créditos reconocidos por Indecopi

Anexo E1 Exposición de Motivos

Anexo E2      Cuadro comparativo que muestra las diferencias entre la norma vigente, el proyecto consultado y la propuesta final, y que incluye referencias a cada uno de los comentarios recibidos.  
**(Publicado en web del MEF: <http://www.mef.gob.pe>)**

Anexo F      Proyecto de Ley que modifica la Ley de Títulos Valores

Anexo F1      Exposición de Motivos

Anexo G      Lineamientos para el diseño de un Mecanismo Centralizado de Negociación para la transacción de valores objeto de emisión no masiva

Anexo H      Estudio de la experiencia internacional en la incorporación de las Pymes al mercado de valores (España, Chile, Estados Unidos y Argentina)

Anexo H      Glosario de términos y abreviaturas del mercado de valores

## Resumen Ejecutivo

El presente Documento de Trabajo “Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores Peruano” es un esfuerzo del Ministerio de Economía y Finanzas por resolver de manera técnica el problema de acceso al crédito que sufren las empresas en el Perú. Luego de haber sido sometido a Consulta Ciudadana el pasado 25 de abril del 2001, esta nueva versión del Documento de Trabajo contiene el valioso aporte de los diversos partícipes del sistema financiero en particular y del público en general.

En efecto, durante el proceso de Consulta Ciudadana se han recibido 54 documentos con comentarios y sugerencias provenientes de gremios, instituciones del mercado de valores, sociedades agentes de bolsa, clasificadoras de riesgo, fondos de inversión e inversionistas en general, bancos, estudios de abogados, universidades e interesados en general. Estos aportes han servido para mejorar las normas legales que fueron propuestas inicialmente antes de la Consulta Ciudadana.

La falta de acceso a recursos de corto, mediano y largo plazo para el financiamiento de la actividad productiva se expresa de dos maneras. Por un lado, son pocas las empresas que pueden acceder a fuentes de financiamiento, encontrándose la gran mayoría marginada del sistema financiero, por tener asociados niveles elevados de riesgo de crédito, desarrollándose de esta manera en un marco de autofinanciamiento, lo cual limita sus posibilidades de crecimiento. En segundo lugar, la mayor parte de aquellas empresas que sí acceden a fuentes de financiamiento lo hacen en condiciones poco favorables, quedando sujetas a obligaciones financieras que afectan el retorno de su inversión.

Este problema se tiene que enfrentar desde varios frentes. Por ejemplo, nuestro marco legal debe promover una mayor competencia en la oferta de financiamiento empresarial, fortaleciendo el mercado de valores para que éste se constituya en una verdadera alternativa que compita con el sistema bancario. Asimismo, debemos encontrar mecanismos que contribuyan a abaratar los costos de transacción en las operaciones de financiamiento, promoviendo la constitución de garantías y facilitando una recuperación de créditos rápida y efectiva, todo lo cual se logra con un sistema de garantías sólido y eficiente.

En esta dirección, el presente Documento es una apuesta del Ministerio de Economía y Finanzas y de Conasev para que el mercado de valores peruano se constituya en una verdadera fuente de financiamiento empresarial. Si bien el mercado de valores peruano tuvo un significativo crecimiento durante esta última década, permitiendo el flujo del ahorro interno y de los capitales extranjeros hacia las empresas peruanas, este desarrollo no ha sido suficiente. Hoy son pocas las empresas peruanas que acceden al mercado de valores para ofrecer títulos representativos de capital o de deuda, a pesar de que existe una demanda potencial por parte de inversionistas institucionales como las AFPs que se encuentra insatisfecha. Esta brecha se explica por varios factores, como la escala reducida de las empresas peruanas, la ausencia de prácticas de buen gobierno corporativo, poca flexibilidad en los parámetros de inversión de las carteras de las AFPs, iliquidez del mercado secundario, entre otros.

En ese sentido, el Ministerio de Economía y Finanzas presenta un “Plan Integral” con acciones concretas que en el corto plazo pueden atraer recursos de hasta por US\$ 80 millones en el caso de los fondos de inversión de capital de riesgo, US\$ 600 millones anuales en el caso del mecanismo de negociación de valores de emisión no masiva y de US\$ 800 millones provenientes de la demanda insatisfecha de títulos de los fondos de pensiones, contribuyendo de este modo a dinamizar el proceso ahorro-inversión de la economía. Estas son algunas acciones que contiene la propuesta:

1. **Incorporar nuevos emisores e inversionistas al mercado de valores**, promoviendo la conformación de Fondos de Capital de Riesgo, implementando un Mecanismo Centralizado de Negociación en la Bolsa de Valores de Lima para la transacción de valores objeto de emisión no masiva, incorporando mejoras en los Formatos de Presentación del Prospecto Informativo (OPP) y agilizando los procedimientos para su inscripción, permitiendo la titulización de créditos reconocidos en procesos de reestructuración patrimonial, promoviendo las emisiones primarias del Gobierno Central y Gobiernos Locales así como la utilización del mercado de valores en los procesos de privatización y concesiones, desarrollando un mercado de valores hipotecarios, entre otros.
2. **Brindar mayor protección al inversionista** mediante la unificación de criterios de valuación de valores, y la implementación de estándares de buen gobierno corporativo que aseguren el acceso a información y la defensa de los intereses de cada inversionista.
3. **Generar una mayor liquidez en el mercado de valores**, revisando la regulación de las inversiones en operaciones de venta con pacto de recompra (REPOS), implementando el sistema de After Trade<sup>1</sup>, permitiendo la conformación de fondos de pensiones de diferente nivel de riesgo, reduciendo el encaje a las administradores de fondos de pensiones (AFP), flexibilizando el tratamiento de inversiones de los fondos de pensiones en instrumentos estructurados, permitiendo la negociación de Bonos de Reconocimiento e implementando mecanismos que permitan disminuir los riesgos de incumplimiento en el pago. De igual manera, se propone explorar la incorporación de la bolsa de valores local en las diferentes alianzas que vienen formando las principales bolsas de valores del mundo.
4. **Mejorar el marco institucional del mercado de valores**, buscando evitar la duplicidad en términos de supervisión entre la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev) y precisando el alcance de la autorregulación, permitiendo que las Bolsas de Valores y Bolsas de Productos puedan optar por constituirse como sociedades anónimas, evaluando la posibilidad de diferenciar el patrimonio exigido a los intermediarios de acuerdo al tipo y volumen de operaciones que realicen, evaluando la presencia del sistema bancario en la estructuración, colocación e intermediación de valores, promoviendo una mayor autonomía para Conasev, entre otros.

El presente documento describe en su capítulo inicial el proceso de Consulta Ciudadana, dando cuenta de quiénes participaron a través de comentarios escritos, reuniones y conferencias. El segundo capítulo contiene una introducción al problema de acceso al crédito en el Perú y señala distintos campos de acción para buscar que más personas y empresas accedan al crédito, y para que lo hagan en mejores condiciones. El tercer capítulo desarrolla el marco conceptual del mercado de valores, explicando su funcionamiento y definiendo conceptos importantes como el de costos de transacción, la protección al inversionista y el valor de la información y la transparencia. El cuarto capítulo contiene un diagnóstico del funcionamiento actual del mercado de valores, puntualizando cuáles son los principales obstáculos que limitan su desarrollo. Por último, el capítulo de propuesta contiene un listado de medidas que deberán adoptarse para permitir un mejor desarrollo del mercado de valores peruano. Finalmente, se acompañan a manera de anexos los proyectos de norma legal que incorporan las diferentes propuestas y que contienen el aporte de los diversos partícipes del mercado de valores.

---

<sup>1</sup> Para permitir la negociación después de finalizado el horario regular de las sesiones en bolsa.

Para materializar las acciones propuestas se requiere el apoyo y colaboración de todos los agentes que participan en el mercado de valores. Hay medidas que pueden adoptarse en el corto plazo y que dependen del Ministerio de Economía y Finanzas, Conasev, la Bolsa de Valores de Lima. De igual manera, existen objetivos de mediano y largo plazo en los que ya se ha empezado a trabajar. Otras requieren del compromiso del Congreso de la República.

Desde la publicación inicial en Consulta Ciudadana se han adoptado ya algunas de las propuestas, como es el caso de la Mesa de Negociación de Instrumentos de Emisión No Masiva (MIENM) en la Bolsa de Valores de Lima. En efecto, la Mesa de Negociación fue inaugurada por el Ministro Javier Silva Rute el pasado 8 de mayo del 2001, gracias al esfuerzo conjunto de la Bolsa de Valores de Lima y Conasev. Este mecanismo permitirá en una primera etapa que los pequeños y medianos empresarios, proveedores de las empresas que listan en el Índice Selectivo de la BVL, descuenten sus títulos valores de manera inmediata. Se estima que a través de este mecanismo se descontarán valores por US\$ 50 millones mensuales en la primera etapa.

Finalmente, como hemos señalado, la realización de las propuestas más importantes depende de que el Congreso de la República apruebe los proyectos de ley que han sido sometidos a Consulta Ciudadana, los mismos que se acompañan como anexos del presente Documento. Estos proyectos son fruto del consenso promovido y logrado por el trabajo conjunto del Ministerio de Economía y Finanzas, Conasev, la Bolsa de Valores de Lima, los gremios empresariales y demás partícipes del mercado de valores.

## **I. La consulta ciudadana: el proceso de validación y mejoramiento de la propuesta**

En los primeros días del mes de noviembre del 2000, la anterior administración del Poder Ejecutivo envió al Congreso de la República dos proyectos de ley con el objetivo de promover el mercado de capitales. Estos proyectos de ley, que no habían sido sometidos a Consulta Ciudadana, aun no han sido examinados por la Comisión de Economía del Congreso.

En enero del 2001 el Ministerio de Economía y Finanzas, tomando en cuenta la importancia que reviste el desarrollo del mercado de valores para el futuro de nuestro país, conformó una Comisión<sup>2</sup> encargada de proponer acciones y medidas orientadas a promover el desarrollo del mercado de valores peruano y facilitar el acceso a dicho mercado a la pequeña y mediana empresa. Dicha comisión estuvo presidida por Carlos Eyzaguirre Guerrero (Presidente de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, Conasev) y contó con la participación de Marylin Choy Chong (en representación del Banco Central de Reserva del Perú), Lorena de Guadalupe Masías Quiroga (en representación de la Superintendencia de Banca y Seguros), Carlos Seminario Pizzorni (Presidente del Instituto de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual - INDECOPI) y Juan Luis Avendaño Cisneros (en representación del Ministerio de Economía y Finanzas). Dicha Comisión designó como Secretaria Técnica a la Gerencia de Investigación y Desarrollo de Conasev.

Sobre la base del informe presentado por la Comisión, el Ministerio de Economía y Finanzas elaboró el Documento de Trabajo "Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores", el mismo que contenía un marco conceptual, un diagnóstico sobre la situación del mercado de valores peruano, así como una propuesta integral orientada a desarrollar el mercado de valores peruano, incluyendo 5 proyectos de ley. Este Documento fue sometido a Consulta Ciudadana el 25 de abril del 2001 con el objetivo de recibir comentarios y aportes de la ciudadanía que contribuirían a mejorar las normas que se proponían.

Con dicha publicación se convocó a un debate público, buscando contar con aportes de la ciudadanía que contribuyan a elaborar instrumentos legales idóneos que contribuyan al desarrollo de nuestro mercado de valores. El Gobierno de Transición es consciente de la necesidad de una participación activa y plural de la ciudadanía, toda vez que sin su perspectiva y experiencia con relación a los problemas que el instrumento legal debe regular, la norma que finalmente se proponga puede resultar incompleta e inadecuada. Por ello consideramos que el proceso de consulta y participación ciudadana para la modificación de una norma es fundamental, porque legitima el marco legal a implementar (toda vez que la ciudadanía participa y es escuchada) y genera confianza y credibilidad en la Administración Pública.

Se recibieron en total 54 propuestas que contienen diversos comentarios y sugerencias en relación con el documento de trabajo publicado. Como se podrá observar de la relación que se detalla a continuación, las propuestas han sido presentadas por diversas personas e instituciones interesadas en la materia:

### **1. Gremios empresariales**

Sociedad Nacional de Industrias

---

<sup>2</sup> Mediante Resolución Suprema N° 048-2001-EF, publicada en el Diario Oficial El Peruano, el 25 de enero del 2001.

Asociación de Bancos (Asbanc)\*  
Asociación Peruana de Empresas de Seguros

**2. Entidades del mercado de valores**

Bolsa de Valores de Lima\*  
Bolsa de Productos de Lima  
Cavali ICLV S.A.

**3. Sociedades Agentes de Bolsa**

Argenta Sociedad Agente de Bolsa  
BBVA Continental Sociedad Agente de Bolsa  
Credibolsa Sociedad Agente de Bolsa  
Investa\*  
MGS y Asociados  
Sudamericano Bolsa S.A.  
Asociación de Sociedades Agentes de Bolsa

**4. Fondos de Inversión y grupos de inversionistas**

BBVA Continental Sociedad Administradora de Fondos  
Fondo de Asistencia a la Pequeña Empresa Lima S.A.C. (FAPE)  
Promoinvest Sociedad Administradora de Fondos\*  
Value Investments Perú  
Wiese Sudameris Fondos\*

**5. Bancos**

Banco Wiese Sudameris  
BankBoston, N.A.\*  
BBVA Banco Continental  
Citibank, N.A.

**6. Empresas clasificadoras de riesgo**

Apoyo & Asociados Internacional  
Class & Asociados  
Equilibrium  
Pacific Credit Rating

**7. Empresas emisoras**

Compañía Minera Atacocha  
Procacao  
Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston

**8. Entidades estatales**

Sunat  
Corporación Financiera de Desarrollo - Cofide  
Cepri de Mercado de Capitales (ex Cepri de Participación Ciudadana)  
Indecopi  
Municipalidad de San Isidro  
PromPyme

**9. Estudios de Abogados**

Andersen Legal  
Berninzon, Loret de Mola & Benavides

---

\* Comentarios presentados después de vencido el plazo de la Consulta Ciudadana

Estudio Luis Hernández Berenguel, Abogados  
Estudio Rodrigo, Elías & Medrano  
Estudio Rubio, Leguía, Normand\*  
Estudio Uria  
KPMG, Grellaud y Luque  
Muñiz, Forsyth, Ramírez, Perez Taiman & Luna Victoria

## 10. Universidades

Universidad de San Martín de Porres – Facultad de Ciencias Financieras y Contables

## 11. Interesados y especialistas

Dr. Rolando Castellares Aguilar  
Enrique Solano Morales\*  
Dr. Ricardo Oliva León  
Prof. Eco. Andrés García Uribe  
Emiliano Cáceres  
Natalia Saavedra  
José Luque – Ex Presidente de la Bolsa de Valores de Lima  
Angélica Figueroa  
Jesús Gómez Cáceres  
Johanna Izquierdo  
Instituto del Riesgo Financiero

Adicionalmente, como parte de este proceso de Consulta Ciudadana, el Ministerio de Economía y Finanzas de manera conjunta con Conasev convocó a 14 reuniones de trabajo con los diferentes grupos partícipes del mercado de valores peruano, incluyendo a todas las empresas emisoras, las empresas clasificadoras de riesgo, sociedades agentes de bolsa, bancos, Cavali, Cofide, Bolsa de Valores de Lima, Bolsa de Productos de Lima, estudios de abogados, fondos de inversión y analistas económicos. Estas reuniones se realizaron en dos rondas, una primera para presentar el Documento de Trabajo y una segunda ronda para escuchar a los partícipes y para generar consensos.

Asimismo, se ha realizado un importante trabajo de difusión, logrando captar la atención de los medios de prensa sobre algunas de las medidas propuestas. De esta manera, la Consulta Ciudadana ha servido también para difundir al público en general algunos conceptos básicos, contribuyendo así a crear cultura sobre el mercado de valores.

Finalmente, se han desarrollado conferencias abiertas al público en las que los especialistas han debatido y comentado cada una de los proyectos de ley que contiene la propuesta del MEF. Con estos eventos académicos organizados por Conasev, la Pontificia Universidad Católica del Perú y el Centro de Estudios del Mercado de Capitales y Financieros, entre otros, hemos logrado una mayor difusión de la propuesta, a la vez que nos ha permitido rescatar sugerencias del sector académico y de investigación.

Habiendo transcurrido el plazo de una exitosa Consulta Ciudadana, y luego de analizar los comentarios de los agentes interesados, hoy nos toca presentar una propuesta legislativa que recoge el aporte de la ciudadanía y la experiencia del Ministerio de Economía y Finanzas, Conasev, Banco Central de Reserva, Superintendencia de Banca y Seguros, Sunat, Cofide e Indecopi.

Como se podrá apreciar, los proyectos de ley que ahora presentamos son diferentes de los que semanas atrás sometimos a consulta ciudadana y de aquellos que el año pasado fueron

---

\* Comentarios presentados después de vencido el plazo de la Consulta Ciudadana.

presentados al Congreso. En muchos casos se ha mejorado la norma, en algunos se ha corregido y cambiado el rumbo, y en otros se ha agregado nuevos temas en donde era necesario llenar vacíos. Todos estos cambios nos permiten contar ahora con una mejor propuesta, y ello gracias a la Consulta Ciudadana.



### Ventajas del Proceso de Consulta Ciudadana

	2000	2001
# entidades involucradas	2 MEF y Conasev	6 + 54 MEF, Conasev, BCR, SBS, Sunat, Indecopi + Consultados
# comentarios recibidos	0	54
# reuniones (en horas)	0	68
# páginas de fundamentación	N.D.	más de 350
# proyectos de Ley	2 leyes	5 leyes + 4 reglamentos

Como resultado del proceso de consulta ciudadana se presenta en esta ocasión una propuesta de reforma integral del mercado de valores. En materia legislativa, la reforma propuesta se plasma en más de 160 artículos que modifican más de 120 dispositivos de 12 leyes. Todo ello en base a más de 350 páginas de fundamentación, que se incluyen en el presente documento de trabajo.

Pero las ventajas del proceso de consulta ciudadana no se limitan a meras normas y dispositivos, páginas de fundamentación o cifras concretas sino que apuntan a lograr un auténtico desarrollo del mercado de valores en el Perú, convirtiendo a la ciudadanía en un exigente auditor de la labor del Estado, dándole a la vez legitimidad a las propuestas del Estado.

A veces los funcionarios públicos vemos el Estado, desde dentro, como un grupo cerrado que debe tomar decisiones lejos del “mundanal ruido”. En esta perspectiva el poder del funcionario se basa en la ignorancia del ciudadano antes que en su propio conocimiento. Y entonces se escuchara decir “consultar al ciudadano es símbolo de debilidad”, “una autoridad regula, no consulta”. Por su lado, para los ciudadanos es Estado es como un agujero negro. No saben que es lo que pasa dentro. ¿Cómo se decide? ¿Quién decide? ¿Para qué decide? ¿Por qué decide así?. El Estado no solo actúa a sus espaldas, sino que lo excluye. Y ello le genera incertidumbre, temor, sensación de arbitrariedad.

Esta actitud de falta de transparencia tiene resultados de los que hemos sido testigos de excepción en los últimos tiempos: ineficiencia, arbitrariedad, ejercicio abusivo del poder y, lo peor de todo, corrupción.

El Gobierno de Transición está comprometido con crear un Estado abierto. Queremos funcionarios que basen su autoridad en lo que saben y no en la ignorancia de la ciudadanía. Queremos ciudadanos que no temen exponer lo que piensan hacer a la consulta del público por que tienen fe no solo en el tecnicismo de sus propuestas, sino que están en capacidad de escuchar nuevas propuestas. El Estado se debe al ciudadano y no el ciudadano al Estado. Un Estado que no escucha, que no esta dispuesto a confrontar ideas, se aleja de su verdadero rol.

En ese contexto el haber abierto a discusión pública las medidas y dispositivos necesarios para desarrollar el mercado de valores es una forma de cumplir con ese reto. Un tecnicismo que no escucha pierde su razón de ser. Las propuestas son técnicas porque se dan para resolver problemas. Un proyecto consultado y procesado en atención a las observaciones planteadas permite a los legisladores reducir la duda sobre su conveniencia, porque es, a fin de cuentas, un proyecto más democrático.

Por eso, la consulta pública no se limita a la pre-publicación de la norma. Se extiende a la necesidad de recibir y procesar las observaciones, se extiende a discutir en foros académicos, gubernamentales y empresariales, como los que se han y están llevando a cabo, las propuestas y confrontar la conveniencia de una medida sobre la otra, se extiende a permitir a todos los niveles de la sociedad, gremios, empresas, consumidores, otras entidades del Estado, ciudadanos en general, convertirse en autores del cambio, y con ello sembrar en el país defensores de las reformas y gente convencida con su conveniencia.

Esa es la nueva generación de reformas que impulsa el Gobierno de Transición y que el Sector Economía pone en práctica, la que se inspira en transparencia, la que se inspira en escuchar, la que hace que las cosas sean buenas no solo por que son técnicamente correctas, sino por que es producto de la consulta y el debate.

## **II. La problemática del acceso al crédito en el Perú: una introducción**

Uno de los mayores obstáculos para desarrollar actividad empresarial en nuestro país es el acceso a fuentes de financiamiento. En efecto, el crédito en el Perú es costoso y son pocas las empresas que pueden obtener tasas competitivas con el sistema bancario, y es menor aún el número de aquellas que pueden financiarse a través del mercado de valores. La gran mayoría de empresas peruanas que acceden a financiamiento bancario deben pagar altas tasas de interés, por lo que el retorno de su inversión se ve seriamente afectado. Esta limitación es más grave aún si reparamos que en un mundo globalizado nuestras empresas deben competir con empresas extranjeras que acceden a financiamiento en condiciones más favorables.

Hay diversos factores que afectan el acceso a financiamiento. Identificar cuáles son estos factores y la aplicación de acciones concretas que permitan superarlos, contribuirá sin duda a revertir este contexto y permitirá acceder a las empresas a tasas de interés competitivas. Por ejemplo, la falta de competencia<sup>3</sup> con otras fuentes alternativas de financiamiento podría hacer que aquellos que están en el negocio de prestar dinero (es decir, los bancos y financieras) no se vean lo suficientemente incentivados a reducir sus costos de

---

<sup>3</sup> La falta de competencia a que se hace alusión está referida a fuentes alternativas de financiamiento que compitan con el sistema bancario, y no a una supuesta falta de competencia dentro del mercado bancario. En este último caso, es claro, tal como lo señala Asbanc en sus comentarios al Documento de Trabajo, que desde hace una década el mercado bancario se desarrolla en un marco de libre competencia que hasta cierto punto ha contribuido a reducir las tasas de interés (Asbanc, comunicación de fecha 9 de mayo del 2001).

intermediación y margen de ganancias para ofrecer tasas menores; más aun cuando los niveles de riesgo de crédito que presentan las empresas que buscan financiamiento son elevados debido a factores como, por ejemplo, la falta de ordenamiento contable, historia crediticia o posicionamiento en el mercado. Adicionalmente, el riesgo de incumplimiento puede afectar también el costo de acceso al crédito. Así, cuanto mayor sea la posibilidad para los bancos de recuperar el dinero que prestan, menor será el costo de prestar y menor la tasa de interés.

Las tasas de financiamiento serán más competitivas en la medida que existan más alternativas de financiamiento, es decir, más competencia. No obstante, el mercado de valores y el sistema bancario, como componentes del mercado financiero, deben buscar sinergia y complementariedad para a través de la reducción de costos de transacción y de información contribuir a una mayor y más eficiente acumulación de capital, y en consecuencia, al crecimiento económico de largo plazo.

Si bien existen muchos factores que inciden en el costo del financiamiento, hay algunos que dependen en gran medida del marco legal aplicable. En efecto, un marco legal que promueva la competencia y, en consecuencia, la existencia de más fuentes de financiamiento que compitan entre sí, contribuirá de manera efectiva a reducir el costo del financiamiento. Lo mismo ocurre con el riesgo de incumplimiento. Un marco legal que promueva la transparencia y el flujo de información, que brinde seguridad en el cumplimiento de las obligaciones contractuales y la ejecución oportuna de garantías, que ofrezca un mecanismo efectivo de recuperación de deudas y de salida del mercado para empresas en problemas, contribuirá de manera importante a reducir el costo del financiamiento.

Por otro lado, es necesario promover el desarrollo de un mercado secundario líquido que ofrezca a los inversionistas que participan en el mercado primario un mecanismo que les permita vender los valores adquiridos con anterioridad rápidamente. Sin el desarrollo de un mercado secundario, la demanda por títulos en el mercado primario de valores se vería mermada y se constituiría en un serio obstáculo para atraer inversión.

En ese sentido, el Gobierno de Transición es consciente de la necesidad de diseñar e implementar las reformas que sean necesarias para que nuestro marco legal sea una herramienta eficiente para facilitar el acceso a financiamiento empresarial. Este objetivo abarca tres grandes áreas:

- i) impulsar el mercado de capitales como fuente alternativa de financiamiento;
- ii) rediseñar un sistema de garantías reales eficiente, que reduzca los costos de transacción y que permita una rápida y efectiva recuperación de los créditos; y,
- iii) contar con un sistema de reestructuración patrimonial que proteja al acreedor impago, permitiendo la reestructuración de empresas viables y la rápida salida del mercado de aquellas empresas no viables.

Este documento se ocupa del primer componente, es decir, presenta un diagnóstico del mercado de valores peruano y contiene una propuesta para promover su desarrollo, poniendo especial énfasis en el ingreso de nuevos emisores e inversionistas, incluyendo a la pequeña y mediana empresa.

### **III. Marco conceptual del mercado de valores**

Por su carácter público y abierto, el mercado de valores es un mecanismo efectivo para democratizar el crédito y la inversión, y por ende para promover el desarrollo económico.

Por esta razón, es importante difundir e informar acerca de su operatividad, así como de los beneficios y riesgos que acarrea participar en él. A continuación se explican brevemente los principales conceptos vinculados con el accionar del mercado de valores.

## 1. ¿Qué es el mercado de valores?

Los mercados financieros facilitan que aquellas personas o empresas que requieren capital lo tomen de aquellas que lo tienen disponible. Es decir, permiten canalizar el ahorro interno y externo hacia las empresas.

El ejemplo más común es el de los bancos, que prestan a sus clientes el dinero que reciben de sus depositantes. La retribución que recibe el depositante (interés pasivo) proviene del precio que paga aquel cliente que se beneficia de un préstamo (interés activo). El negocio del banco consiste en el diferencial de estas dos tasas de interés, como retribución por ser éste quien responde ante aquellos que le confiaron su dinero, así como, por asumir el riesgo de recuperación del dinero prestado.

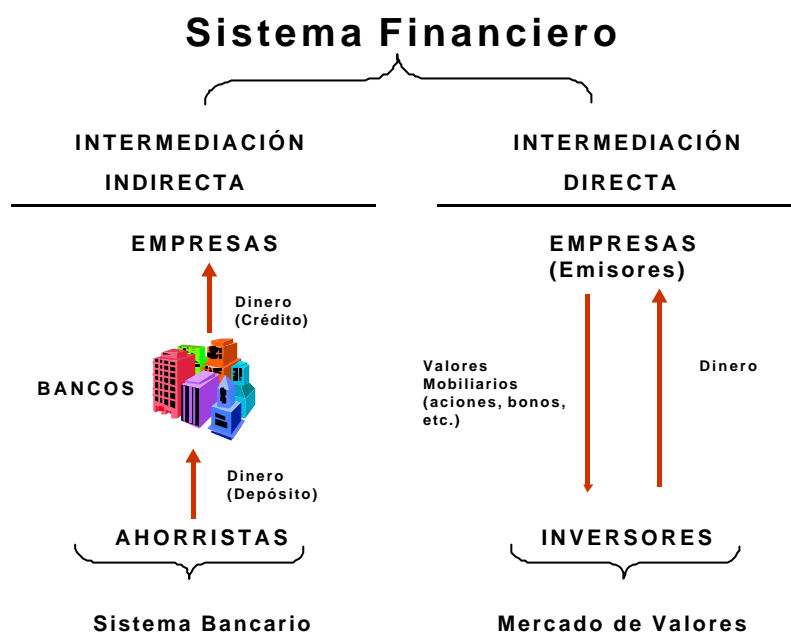
Una fuente de financiamiento y de inversión alternativa al sistema bancario es el mercado de valores. A través de este mercado se puede invertir (en vez de depositar el dinero en una cuenta de ahorros) o captar recursos (en vez de tomar un préstamo bancario). En efecto, en el mercado de valores concurren quienes necesitan recursos (empresas, gobierno, entre otros) y quienes cuentan con recursos disponibles (inversionistas). El dinero captado por los emisores es destinado al financiamiento de proyectos de inversión, entregando a cambio valores mobiliarios (acciones, bonos, instrumentos de corto plazo, etc.), que según sea el caso, otorgan derechos en la participación en las ganancias de la empresa (dividendos), en la adopción de acuerdos sociales (derecho al voto en las Juntas Generales de Accionistas), o a recibir pagos periódicos de intereses. Al igual que un banco, el mercado de valores ofrece diversas alternativas de financiamiento e inversión de acuerdo a las distintas necesidades que puedan tener los emisores o los inversionistas, en términos de rendimiento, liquidez y riesgo.

Una de las principales diferencias entre el sistema bancario y el mercado de valores es que los precios de los activos negociados en éste último son resultado del encuentro directo entre la oferta y la demanda de financiamiento. Una eficiente formación de precios permitirá que tanto los inversionistas como las empresas puedan maximizar sus objetivos, siendo por ello necesario que exista la mayor transparencia sobre los emisores y los valores emitidos por ellos, sobre las transacciones que con ellos se realicen, y sobre los intermediarios. Por esta razón, es fundamental para un mercado de valores garantizar la apertura de información, exigir altos estándares contables y penalizar el uso de información privilegiada.

Una segunda diferencia se refiere a que aquella empresa que solicita un préstamo al banco recibe el dinero sin saber de dónde viene, es decir, sin tener ningún contacto con aquel depositante cuyo dinero le es entregado en préstamo. De la misma manera, el ahorrista que realiza un depósito en una cuenta no sabe qué hará el banco con su dinero ni a quién se lo entregará en préstamo. Como hemos dicho, el banco asume el riesgo en ambos casos. Esto es lo que se conoce como *"intermediación indirecta"*.

En el caso del mercado de valores, por el contrario, sí interactúan de manera directa la empresa que capta recursos y el inversionista que se los proporciona. Esto se denomina *"intermediación directa"*, y tiene algunas consecuencias. En principio, y bajo ciertas condiciones, el mercado de valores busca ser una fuente de financiamiento más barata que el sistema bancario en razón de que no tiene el componente de intermediación indirecta. El banco, al intermediar entre depositantes y prestatarios, es responsable por los fondos prestados y de una adecuada medición de los riesgos asociados, lo que se traduce en la

reducción de la retribución de los depósitos y el incremento de la tasa en las operaciones de crédito. A ello hay que agregar el margen de utilidad para el banco. En ese sentido, un mercado de valores eficiente, permitirá que los emisores puedan financiarse a un menor costo y que los inversionistas reciban una mejor retribución por su dinero.

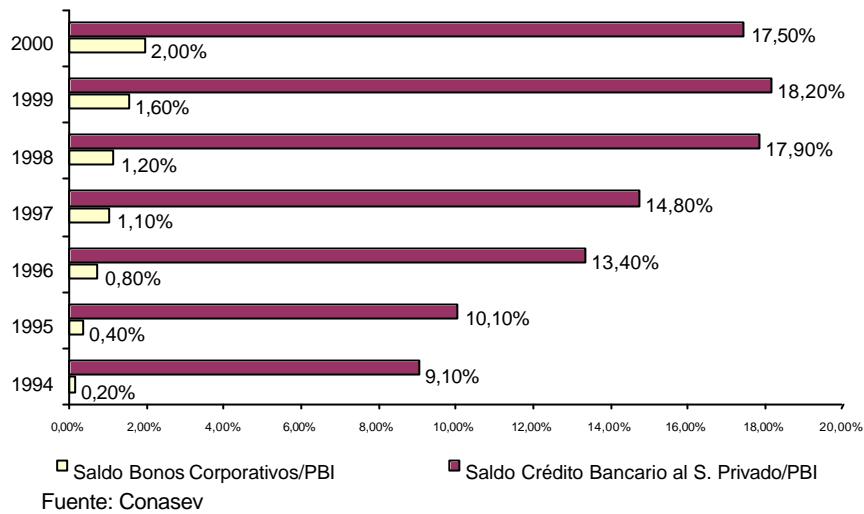


Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas y Conasev

El desarrollo del sistema bancario frente al del mercado de valores determina la estructura financiera de un país. En este sentido, existen dos tendencias en el mundo. Por un lado, la marcada por la concentración de la intermediación financiera a través del sistema bancario (Japón y la mayoría de países europeos) frente a aquella que privilegia, además, el desarrollo del mercado de valores (Estados Unidos). La legislación nacional, y en particular la regulación del sistema bancario y del mercado de valores, debe buscar un adecuado balance entre ambos sistemas definiendo áreas de competencia o participación para instituciones de diversos tipos.

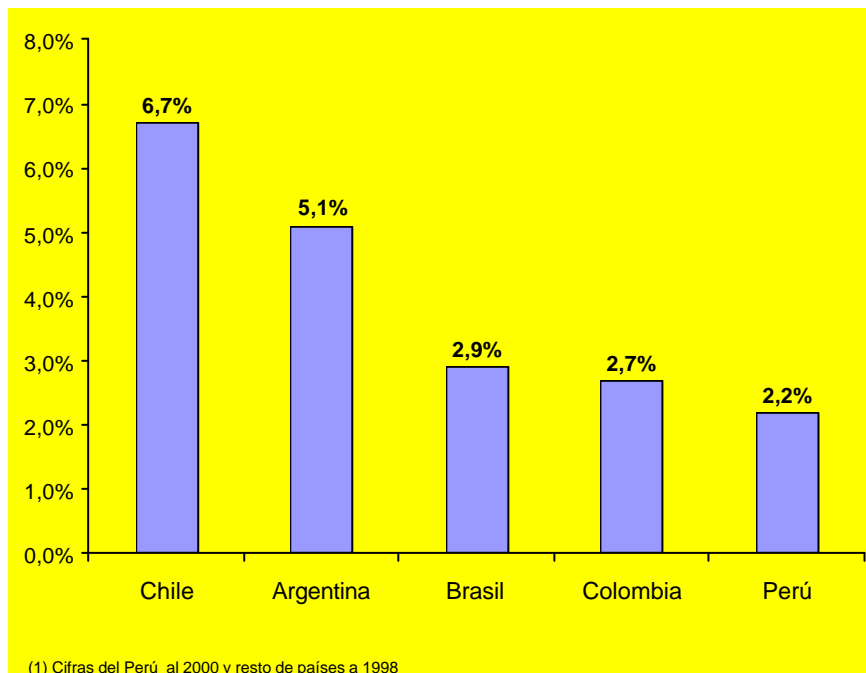
El desarrollo experimentado por el mercado primario local en los últimos años ha sido notable, tanto en materia de indicadores como de legislación, tal como se verá más adelante. Sin embargo, éste aún mantiene una participación pequeña, aunque en aumento, en relación con el financiamiento bancario tradicional. Así, mientras el financiamiento proporcionado por el mercado de valores, medido por el saldo de bonos en circulación del sector privado, representa sólo el 2% del Producto Bruto Interno (PBI), dicho indicador para el sistema bancario alcanza el 17,5%. Asimismo, a diciembre del 2000 el saldo del crédito bancario al sector empresarial equivale a cerca de 9 veces el saldo de Bonos Corporativos en circulación.

**Importancia Relativa del Mercado Primario de Valores Vs. el Sistema Bancario como Alternativa de Financiamiento para el Sector Empresarial**



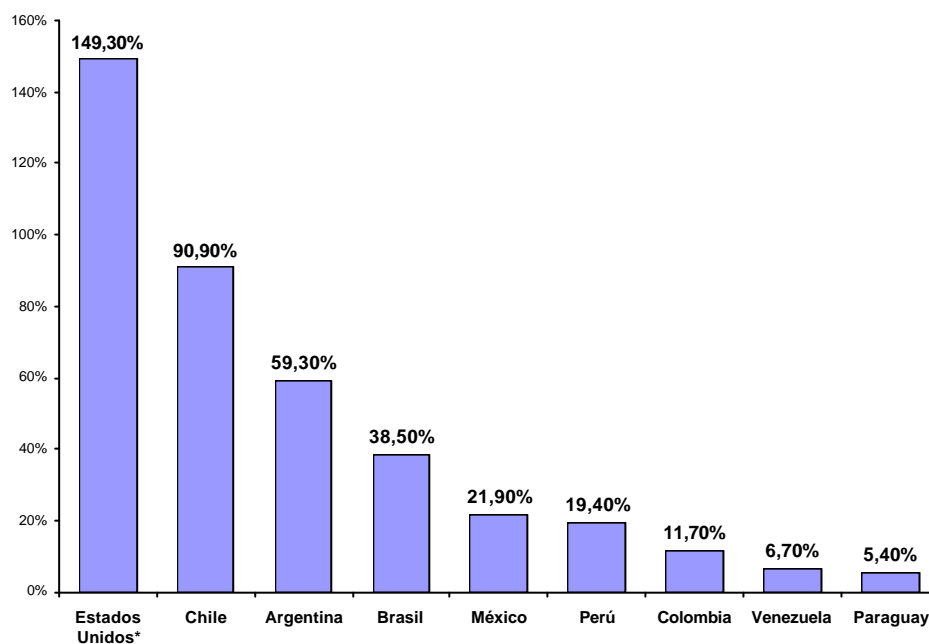
Por otro lado, si revisamos la importancia relativa del mercado de valores como alternativa de financiamiento, medida a través de la relación entre la Oferta Pública Primaria y el PBI, se puede apreciar en el siguiente gráfico que las cifras correspondientes a nuestro país son significativamente menores frente a Argentina y Chile, en donde dichos indicadores alcanzan el 5,1% y 6,7% (1998), respectivamente. Al respecto, también se debe señalar la reducida participación del Estado como emisor, lo que no sólo resta dinamismo al mercado sino que impide contar con una tasa de interés de referencia para las emisiones privadas.

**Oferta Pública Primaria en la región en relación al PBI (1)**



El desarrollo del mercado de valores se mide también a través del indicador “Asset Equitization” que resulta de dividir la capitalización bursátil<sup>4</sup> entre el PBI de un país. Este indicador muestra el proceso por el cual los activos de las empresas se transforman en activos listados en bolsas, accesibles para la inversión individual o institucional. Es también una medida de la preferencia de los inversionistas por alcanzar mayores rentabilidades que las ofrecidas por las alternativas tradicionales. Como se observa en el cuadro siguiente, el ratio para Perú es la quinta parte del registrado en los Estados Unidos.

### Capitalización Bursátil en la región en relación al PBI (US millones de dólares)



\* Incluye la capitalización de los mercados NYSE, NASDAQ y AMEX

Si bien estos indicadores evidencian una moderada participación del mercado de valores, también reflejan su potencial de crecimiento.

#### 1.1 Mercado de deuda y mercado de acciones

A diferencia del sistema bancario, el mercado de valores ofrece a las empresas dos grandes mercados para captar recursos: el mercado de deuda y el mercado de acciones (renta variable).

##### a. Acciones

El mercado de “renta variable” permite a las empresas captar recursos a cambio de la emisión de acciones representativas de su capital social. Las acciones de capital confieren a sus titulares derecho a participar en las ganancias de la empresa emisora

<sup>4</sup> La capitalización bursátil es el valor monetario de las acciones que cotizan en una Bolsa de Valores a una fecha determinada. Se calcula multiplicando el número de acciones en circulación por su precio de mercado o cotización.

(dividendos), en la adopción de acuerdos sociales (derecho al voto en las Juntas Generales de Accionistas) y en la división del patrimonio (en caso la empresa se liquide). Además de los dividendos, los inversionistas pueden obtener una ganancia (o pérdida) de capital generada por el diferencial entre los precios de compra y venta.

Las acciones de capital pueden ser (i) acciones con derecho a voto, o (ii) acciones sin derecho a voto. La diferencia entre uno y otro tipo de acción, es que las acciones con derecho a voto permiten a sus titulares “votar” para elegir a los directores (que son los que deciden sobre la administración de la empresa), o para aprobar cuestiones importantes como por ejemplo una reorganización o fusión de la empresa emisora. Las acciones sin derecho a voto, en cambio, no otorgan a sus titulares el derecho de voto pero sí el derecho a recibir un “dividendo preferencial”. Es importante señalar que las personas que poseen acciones sin derecho a voto tendrán derecho a oponerse a acuerdos que estuvieran atentando contra sus derechos.

Asimismo, en nuestro mercado de valores se negocian las acciones de inversión<sup>5</sup>. Estos valores representan una parte proporcional de una cuenta especial del patrimonio de la empresa emisora denominada “Cuenta Acciones de Inversión”. Los titulares de estas acciones no tienen derecho a voto pero sí tienen derecho a participar en la distribución de utilidades en la “misma oportunidad y condiciones” que los accionistas de capital.

### Capitalización Bursátil en la BVL (por valores, a diciembre del 2000)



Fuente: Bolsa de Valores de Lima

<sup>5</sup> Las acciones de inversión tienen su origen en las acciones laborales, creadas en 1970, las mismas que luego se llamaron acciones de trabajo.

## b. Bonos e instrumentos de corto plazo

Por otro lado, el mercado de deuda permite a las empresas captar recursos a través de la emisión de bonos (obligaciones emitidas a plazos mayores de un año) e instrumentos de corto plazo (obligaciones emitidas a plazos menores a un año). La emisión de estos valores obliga a los emisores a realizar pagos periódicos de intereses y a devolver el importe total de la deuda al vencimiento de la misma. Estos valores pueden venderse antes de su vencimiento, permitiendo que los inversionistas puedan obtener, además de los intereses, ganancias (o pérdidas) de capital derivadas de la diferencia entre los precios de compra y venta.

Dependiendo de la evaluación económico-financiera de la empresa emisora, ésta podrá optar por emitir directamente acciones de capital con o sin derecho a voto, bonos, instrumentos de corto plazo o por la titulización de parte de sus activos. Existen ventajas asociadas a cada uno de los instrumentos mencionados. Por ejemplo, una ventaja en el caso de la emisión acciones respecto a la emisión de bonos, es que no existe plazo de vencimiento y el emisor no enfrentará presiones para devolver en un plazo o plazos de tiempo estipulados el financiamiento que le ha sido proporcionado.

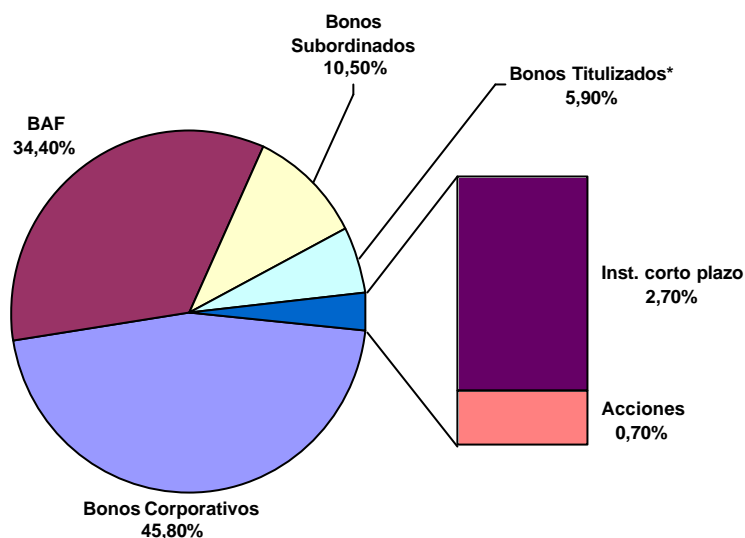
### Comparación de los valores mobiliarios

	<b>Bonos</b>	<b>Instrumentos de Corto Plazo</b>	<b>Acciones</b>
<b>Naturaleza</b>	Instrumento Pasivo no Corriente	Incremento Pasivo Corriente	Incremento Capital
<b>Plazo</b>	Definido Más de 1 año	Definido Menor a 1 año	Indefinido
<b>Riesgo</b>	Garantía Específica	Garantía Específica	Capital de Riesgo
<b>Retribución</b>	Intereses Fijos	Intereses Fijos	Dividendos Aleatorios

Elaboración: Conasev

En nuestro mercado de valores las empresas han optado preferentemente por el financiamiento vía emisión de obligaciones (bonos e instrumentos de corto plazo), quedando la emisión de acciones relegada a sólo ocho casos en los últimos diez años. En efecto, al cierre del 2000 sólo el 0,7% del saldo total en circulación de instrumentos emitidos vía Oferta Pública Primaria (equivalente a US\$ 2 423 millones) correspondía a acciones, estando concentrada la mayor parte de emisiones en circulación en Bonos Corporativos, con más de 45%.

## Instrumentos emitidos vía Oferta Pública Primaria (saldo en circulación al 31 de diciembre del 2000)



\* El 31,4% de los recursos captados han sido destinados a Empresas No Financieras

Fuente: Conasev

Finalmente, se debe destacar dentro de las diversas alternativas de financiamiento a que actualmente tienen acceso los diversos agentes de la economía, al proceso de titulización de activos. Mediante este mecanismo, un conjunto de activos con flujos de caja predecibles y verificables constituyen un patrimonio de propósito exclusivo que sirve de respaldo para la emisión de valores negociables a ser colocados en los mercados de valores a través de oferta pública o privada. Los activos a ser parte del proceso de titulización deben ser generalmente homogéneos en cuanto a riesgo y calidad crediticia, plazo y tasas de interés, de manera que se pueda estimar un cronograma de pagos por concepto de amortización e intereses relativos a los valores producto de dicho proceso.

### 1.2 Oferta privada y oferta pública

Las empresas pueden colocar sus valores a los inversionistas sin utilizar medios de difusión, en lo que se conoce como Oferta Privada. Por el contrario, si para la colocación de valores se realiza una amplia difusión con el fin de captar la atención del público en general, estamos hablando de una Oferta Pública. En este segundo caso, la Ley del Mercado de Valores exige a los emisores el cumplimiento de estándares en cuanto a la información que debe ser entregada al mercado con el fin de proteger a los inversionistas y evitar así engaños y fraudes, debiendo los valores inscribirse previamente en el Registro Público del Mercado de Valores.

Recogiendo experiencias de otros mercados, la Ley del Mercado de Valores considera como ofertas privadas, exceptuándola de los requisitos y obligaciones (y costos asociados) que caracterizan a una oferta pública, a las ofertas dirigidas a inversionistas institucionales. Si bien se facilita la colocación inicial considerando la calidad profesional de estos inversionistas, no está permitido que éstos luego transfieran sus valores a terceros durante los doce meses siguientes a su adquisición a menos que lo hagan a otro inversionista institucional, o que previamente se inscriba el valor en el Registro Público del Mercado de

Valores. De forma similar se considera la oferta de valores cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo, sea igual o superior a S/. 340,000, aproximadamente<sup>6</sup>. En este caso, los valores no podrán ser transferidos por el adquirente original a terceros, con valores nominales o precios de colocación inferiores.

### 1.3 Mercado primario y mercado secundario

Los títulos representativos de deuda o de capital emitidos por las empresas son vendidos por primera vez a través de la oferta primaria en lo que se conoce como “*mercado primario*”.

El costo de financiarse a través del mercado primario mediante oferta pública se encuentra asociado fundamentalmente a la estructuración y al cumplimiento de los requerimientos de información que exige la ley y que buscan dar toda la información necesaria para que el inversionista pueda tomar una decisión informada, es decir buscan darle mayor transparencia al mercado. Así, para realizar una emisión primaria la ley exige inscribir los valores en el Registro Público del Mercado de Valores, para lo cual se deberá contar con un contrato de emisión, un prospecto informativo, clasificaciones de riesgo del valor, entre otros, todo lo cual necesita de asesoría profesional. A continuación, se presentan las tasas de colocación en el mercado primario comunicadas a Conasev por las empresas que han realizado la oferta pública primaria de valores entre enero y abril del 2001.

TASAS DE COLOCACION DE OFERTAS PUBLICAS PRIMARIAS (1/  
Período: Enero - Abril 2001

Emisor	Instrumento	Emisión	Clasificación de Riesgo				Monto Inscrito		Monto Colocado		Plazo Años	Tasa Efectiva Annual 2/	Fecha
			Apoyo	Pacific	Class	Equilibrium	Mil. US\$	Mil. S/.	Mil. US\$	Mil. S/.			
Unión de Cervec. Per. Backus & J.	Bonos Corporativos	IP - 4 <sup>a</sup> A	AA	AA			15.00		52.80	2.0	14.256%	08/01/01	
Luz del Sur 3/	Bonos Corporativos	IP - 1 <sup>a</sup> B		AAA	AAA		25.00		35.18	7.0	7.511%	08/01/01	
Wiese Sudameris Leasing	B.A.F.	15 <sup>o</sup> B	AA-	AA-			40.00	3.500		5.0	8.590%	11/01/01	
Banco Wiese Sudameris	B.A.F.	1 <sup>a</sup> C,D	AA	AA		AA+	25.00	10.000		3.0	8.140%	25/01/01	
Luz del Sur 3/	Bonos Corporativos	IP - 2 <sup>a</sup> A		AAA	AAA		25.00		88.28	7.0	7.381%	05/02/01	
Wiese Sudameris Leasing	B.A.F.	15 <sup>o</sup> C	AA-	AA-			40.00	7.000		5.0	8.200%	07/02/01	
Banco de Crédito del Perú 3/	Bonos Corporativos	IP - 1ra	AA-	AA-				60.00		5.0	7.770%	23/02/01	
Telefónica del Perú	Bonos Corporativos	IP - 6 <sup>a</sup>	AAA		AAA			50.00		2.0	13.090%	26/02/01	
Banco Wiese Sudameris	B.A.F.	1 <sup>a</sup> E	AA	AA		AA+	25.00		5.000	3.0	7.850%	27/02/01	
Credito Leasing	B.A.F.	IP - 2 <sup>a</sup> C	AA	AA			30.00	10.000		3.0	7.581%	05/03/01	
Wiese Sudameris Leasing	B.A.F.	15 <sup>o</sup> D	AA-	AA-			40.00	7.000		5.0	7.870%	13/03/01	
Ferreyros	Instrumentos de Corto P.	IP - 1 <sup>a</sup> A	CP - 2		p2		15.00	7.000		0.25	7.886%	15/03/01	
Ferreyros	Instrumentos de Corto P.	IP - 1 <sup>a</sup> B	CP - 2		p2		15.00	7.000		0.5	8.625%	15/03/01	
Financiera CMR	Certificados de Depósito Neg.	IP - 1 <sup>a</sup> A	CP - 1-		CLA 1-			50.00		0.5	13.000%	06/04/01	
Financiera CMR	Certificados de Depósito Neg.	IP - 1 <sup>a</sup> B	CP - 1-		CLA 1-			50.00		0.75	12.906%	06/04/01	
Financiera CMR	Certificados de Depósito Neg.	IP - 1 <sup>a</sup> C	CP - 1-		CLA 1-			50.00		1.0	13.219%	06/04/01	

1/ Incluye sólo las comunicadas por las empresas emisoras a esta Comisión Nacional

2/ Tasa en la moneda de colocación, expresada a 360 días

3/ La tasa de interés corresponde al margen que se aplica al valor ajustado de los bonos VAC

4/ La tasa de interés corresponde al margen adicional sobre la variación del Índice de Reajuste Diario

Fuente: CONASEV

Ahora bien, podría pensarse que la inversión a través del mercado de valores es problemática por cuanto el inversionista tendría que esperar hasta que la empresa repague su deuda para entonces recién poder recuperar su inversión (por ejemplo, bonos a siete años). Esto no es así gracias a la existencia del *mercado secundario*, en el que los valores ya emitidos se pueden negociar. Una vez que el valor se encuentra en manos de un inversionista, éste puede venderlo a otro y obtener dinero a cambio, y a su vez, este otro inversionista puede vendérselo a otro, y así sucesivamente.

Existen varios mercados secundarios, como el de acciones, hipotecas, letras de cambio y créditos en general. El mercado secundario organizado más importante es la Bolsa de Valores. Un mercado secundario que es importante promover es el de hipotecas, pues permite a los bancos obtener liquidez a través de la venta de sus carteras de préstamos hipotecarios, contribuyéndose a democratizar el crédito.

<sup>6</sup> Dicho monto equivale a S/. 250,000 a enero de 1996, reajustado conforme al Índice de Precios al Por Mayor para Lima Metropolitana.

Cuando un inversionista participa en el mercado de valores debe tener siempre presente la liquidez, es decir, la facilidad de transformar sus valores en efectivo cuando lo requiera. Esta característica es muy importante, ya que la liquidez junto con el riesgo y el rendimiento son los tres elementos básicos para tomar una decisión de inversión. Un mercado secundario líquido permite a quienes adquieren un título venderlo de inmediato; sin liquidez, se afectaría la demanda en el mercado primario constituyéndose en un serio obstáculo para atraer inversión. El acceso a financiamiento a través del mercado secundario es más sencillo por cuanto el costo importante ya fue asumido con la emisión primaria.

Como se verá más adelante en el capítulo de diagnóstico, la falta de liquidez es uno de los principales problemas que enfrenta el mercado de valores peruano.

## **2. ¿Quién acude al mercado de valores para captar recursos?**

En los últimos años han accedido al mercado de valores una serie de empresas pertenecientes a diversos sectores de la actividad económica del país, tales como telecomunicaciones, electricidad, industria, comercio y construcción, así como de actividades bancarias y financieras, realizando emisiones de obligaciones que han fluctuado entre U\$ 5 millones y US\$ 100 millones en cada oportunidad. Las entidades financieras, por ejemplo, obtienen recursos a través del mercado de valores para luego ofrecerlo a sus clientes en calidad de préstamo y otros productos similares, lo cual produce un efecto multiplicador en la interacción que se genera entre el sistema bancario y el mercado de valores. Tal es el caso de las operaciones de arrendamiento financiero, para las cuales el banco debe adquirir previamente el bien a ser arrendado. Dichas adquisiciones – de maquinaria, vehículos, inmuebles, etc. – son generalmente financiadas a través de la emisión de bonos de arrendamiento financiero, también conocidos como bonos BAF.

En términos generales, el emisor de títulos (acciones, bonos, etc.) debe reunir tres características para acceder al mercado de valores. Primero, debe tener el perfil adecuado como para convencer a los inversionistas que le entreguen sus recursos. Esto significa ofrecer al inversionista condiciones atractivas de liquidez, rentabilidad y riesgo. Para ello, el emisor deberá encontrarse en condiciones de brindar la información que el inversionista necesita para la toma de decisiones, de mostrar una historia de resultados positivos y de proyectar un escenario futuro de evolución favorable del negocio que genere un retorno a la inversión. Hay que tomar en cuenta también que la ley impone el cumplimiento de ciertos estándares para satisfacer ese perfil, a través de la exigencia de revelación en forma veraz, suficiente y oportuna de toda aquella información que sea relevante a efectos de tomar sus decisiones de inversión. Entre dicha información se encuentra el Prospecto Informativo, cuyo contenido incluye toda la información vinculada tanto al emisor, a la oferta y al valor; Hechos de Importancia; Estados Financieros trimestrales no auditados y anuales auditados; Memoria; listado de empresas que forman parte de su grupo económico; entre otros. Cabe precisar que esta obligación de apertura de información con el mercado, más que una debilidad del proceso, constituye una fortaleza, dado que le permite al empresario acceder a una nueva fuente de financiamiento con todas las ventajas que este mecanismo trae consigo.

Una segunda condición que el emisor tiene que cumplir es que sus necesidades de financiamiento deben ser de la magnitud necesaria que permita diluir los costos de transacción propios del mercado de valores. En el caso de los instrumentos de deuda, además de la tasa de rendimiento ofrecida a los inversionistas, las empresas deben asumir también costos de estructuración, colocación, representante de obligacionistas y clasificación de riesgo; los cuales en su mayoría son costos fijos, por lo que la magnitud del monto a emitir –y por tanto de las necesidades de financiamiento que tenga la empresa– será una variable fundamental en la determinación del costo efectivo de la emisión.

Esto último quiere decir que sólo podrán acceder al mercado de valores aquellas empresas que estén en condiciones de asumir los costos de transacción sin que la rentabilidad de su oferta pierda atractivo para el inversionista. En la actualidad los costos de transacción en el mercado de valores peruano sólo justifican emisiones mayores a US\$ 10 millones (para empresas que ofrecen un riesgo conservador), lo cual limita el acceso de empresas medianas y pequeñas<sup>7</sup>. En este sentido, nuestro mercado de valores será eficiente y brindará acceso a una mayor cantidad de emisores en la medida que la legislación contemple mecanismos que contribuyan a reducir los costos de transacción, como el desarrollo de vehículos intermedios (fondos de capital de riesgo, titulización de activos, entre otros) y esquemas de garantías, a efectos de hacer viable la incorporación de la pequeña y mediana empresa al mercado de valores.

Como tercera característica, el emisor deberá estar en condiciones de responder frente a cualquier inconveniente o reclamo que pudieran tener los inversionistas que adquieren sus títulos.

Se puede desprender de un análisis preliminar que las Pymes<sup>8</sup> no han tenido participación activa en los mercado de valores, básicamente porque en su gran mayoría no satisfacen cabalmente las tres características mencionadas anteriormente.

### 3. ¿Quién acude al mercado de valores para invertir?

En principio, cualquier persona con un excedente de dinero puede invertir en títulos en el mercado de valores –acciones e instrumentos de deuda- con el objetivo de obtener una rentabilidad por su inversión. Para ello, debe contar con la información necesaria para realizar una buena inversión. Mientras que un ahorrista que deposita su dinero en un banco solamente requiere información acerca de la tasa de interés, los costos de mantenimiento de esa cuenta y, en algunos casos, de las condiciones para retirar su dinero o cancelar el

---

<sup>7</sup> Ver acápite 1.1 capítulo IV

<sup>8</sup> Para realizar nuestro análisis es necesario definir qué es la pequeña y mediana empresa, en vista de que el tamaño de los montos de emisión se encuentra en relación directa al tamaño de los activos y en relación inversa a la tasa efectiva de financiamiento, que es el elemento esencial para que una empresa tome la decisión de acceder al mercado o alguna fuente de financiamiento alternativa. Al respecto, el Reglamento de la Ley General de la Pequeña y Microempresa (aprobado mediante Decreto Supremo N° 030-2000-MITINCI, publicado el 27 de setiembre de 2000) establece como *características generales* que el número total de trabajadores de la Microempresa no deberá exceder de 10 personas, y en el caso de la Pequeña empresa, deberá ser mayor a 10 y no exceder de 40. Asimismo, establece que los diversos sectores y organismos del Estado podrán utilizar las *características sectoriales* de las pequeña y microempresa (pyme) para definir los parámetros de referencia –ventas, valor de activos fijos, volumen de producción, capacidad instalada u otros. La referida norma no establece parámetros, tales como el valor de ventas o activos, para la categorización de la Micro y Pequeña empresa. Así, no existe un criterio uniforme que sea aplicado en nuestro país para la categorización de la Pequeña, Mediana y Gran Empresa. Por ejemplo, la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE) emplea como parámetro para definir a la pequeña empresa, un volumen de ventas anuales inferior a US\$ 1,5 millones; mientras que en el sistema financiero, los bancos vienen empleando categoría que en promedio fluctúan entre los siguientes valores:

- Microempresa = Ventas anuales menores a US\$ 50 000.
- Pequeña empresa = Ventas anuales mayores a US\$ 50 000 y menores de US\$ 1 millón.
- Mediana empresa = Ventas anuales mayores a US\$ 1 millón y menores a US\$ 30 millones.
- Gran empresa = Ventas anuales mayores a US\$ 30 millones.

depósito, para invertir satisfactoriamente en el mercado de valores se necesita más información. Esto es así porque el inversionista (ya no el banco) es quien corre con el riesgo de perder su dinero en una mala inversión. De ahí que el perfil del inversionista del mercado de valores sea más sofisticado que el de un cuenta-correntista. Esto no quiere decir que el mercado de valores no se encuentre al alcance del público en general; al contrario, por su volumen, el ahorro público es una fuente fundamental del mercado de valores para cubrir la oferta de títulos emitidos por las empresas.

Es importante destacar la participación de los inversionistas individuales en la venta de acciones del estado dentro del proceso de participación ciudadana llevado a cabo a partir de 1996. De acuerdo a los comentarios remitidos por el Cepri de Mercado de Capitales (ex Cepri de Participación Ciudadana), mediante la creación del programa de Participación Ciudadana (venta al público en general) se logró la incorporación de más de 450,000 nuevos accionistas. Señala que dentro de la estrategia elaborada por COPRI, de transferir primero las empresas públicas a un operador estratégico de prestigio para después solidificar el proceso mediante la difusión masiva de la propiedad, el Sistema de Participación Ciudadana ha jugado un papel muy importante. Adicionalmente, se han tenido otros objetivos como la difusión entre los ciudadanos inversionistas de los conceptos de mercado de valores y cultura financiera, habiendo logrado rentabilizar sus inversiones a través de beneficios tangibles tales como dividendos en efectivo y/o entrega de acciones liberadas. Asimismo, y debido a que este programa se aplicó en importantes empresas líderes en su sector, es que empresas de mayor magnitud internacional o los mismos grupos operadores decidieron aumentar su participación en estas empresas con ofertas de compra de acciones (OPA de Luz del Sur) y/o intercambio de acciones Oferta Pública de Intercambio – OPI – de Telefónica de España, con lo cual los ciudadanos inversionistas obtuvieron mayores ganancias, en el caso de Luz del Sur, o pasaron a ser accionistas de una empresa de mayor envergadura como Telefónica S.A, con inversiones y accionistas a nivel mundial.

### **Número de inversionistas individuales Proceso de Participación Ciudadana**

<b>Empresa</b>	<b>Número de accionistas</b>
Cemento Norte Pacasmayo	18,319
Telefónica del Perú	262,018
Luz del Sur	149,354
Banco Continental	44,279
Total	473,970

Fuente: COPRI

Los recursos del público suelen canalizarse al mercado de valores a través de inversionistas especializados que operan a escala, reuniendo grandes cantidades de dinero y destinando tiempo y dinero para obtener la información necesaria para diversificar el riesgo y hacer una buena inversión. A ellos se les conoce como *“inversionistas institucionales”*. Son inversionistas institucionales los sistemas previsionales (AFPs y otros fondos estatales), los bancos, las compañías de seguros, los fondos mutuos y los fondos de inversión. Estos actores tienen en común el manejo de importantes sumas de dinero sobre las cuales deben obtener una rentabilidad.

Los fondos mutuos reúnen dinero proveniente del público para invertirlo en valores, entregando a cambio certificados de participación. De esta manera se diluye el costo de una administración profesional (analistas de inversión) y se diversifica el riesgo (invirtiendo en la

mayor cantidad de valores). Los fondos mutuos pueden ajustarse a diversos perfiles de inversión: por tipo de valor (acciones, obligaciones, combinación de ambos), por moneda, orientado a sectores productivos, por el plazos de vencimiento de los valores, etc. Los inversionistas no deben perder de vista que la inversión en cuotas de un fondo mutuo no equivale a un depósito de ahorro. Es decir, la adquisición de estas cuotas no genera intereses sino rendimientos, los cuales se obtienen como resultado de la ganancia o pérdida de las inversiones realizadas con los recursos del fondo. Como se observa en el cuadro siguiente, al 30 de abril del 2001 estaban operativos 23 fondos mutuos, estando concentrados en fondos mutuos en renta fija.

### Fondos mutuos operativos al 30 de abril del 2001

Fondo	Participes		Patrimonio Neto	
	Número	%	Miles de S/.	%
<b>EN RENTA MIXTA</b>	<b>1.110</b>	<b>5,11</b>	<b>13.114</b>	<b>0,62</b>
Santander Acciones	203	0,94	4.182	0,20
Santander Internacional	104	0,48	2.978	0,14
Promoinvest Fondo Selectivo	104	0,48	2.234	0,11
Interfondo	195	0,90	1.478	0,07
Super Renta Acciones	453	2,09	1.346	0,06
Credifondo RV	51	0,24	897	0,04
<b>EN RENTA FIJA</b>	<b>20.592</b>	<b>94,89</b>	<b>2.107.729</b>	<b>99,38</b>
Credifondo RF Dólares	5.917	27,26	549.871	25,93
Super Renta Dólares	4.344	20,02	461.812	21,77
Santander Hiper Renta US\$	2.254	10,39	254.653	12,01
Santander Mega Renta Dólares	1.578	7,27	168.005	7,92
Wiese Renta Premium	2.029	9,35	161.027	7,59
Credifondo Corto Plazo US\$	649	2,99	135.082	6,37
Super Renta US\$ Monetario	362	1,67	120.500	5,68
Interfondo RF	1.135	5,23	91.839	4,33
Santander Overnight US\$	438	2,02	61.016	2,88
Wiese Sudameris CP\$	281	1,29	33.374	1,57
Credifondo Corto Plazo S/.	509	2,35	26.206	1,24
Super Renta Soles	318	1,47	16.398	0,77
Santander Overnight Soles	175	0,81	10.157	0,48
Progreso US\$	106	0,49	6.053	0,29
Santander Hiper Renta S/.	207	0,95	5.842	0,28
Promoinvest RF Dólares	199	0,92	3.594	0,17
Aval RF US\$	91	0,42	2.301	0,11
<b>TOTAL FONDOS MUTUOS</b>	<b>21.702</b>	<b>100,00</b>	<b>2.120.843</b>	<b>100,00</b>

Fuente: Conasev

Los fondos de inversión tienen características similares a los fondos mutuos en el sentido que también reúnen los aportes de un grupo de inversionistas, pero con la particularidad de que el dinero que administran también puede ser invertido en valores no necesariamente objeto de oferta pública o en bienes inmobiliarios. La poca liquidez de las cuotas debido a la naturaleza de sus inversiones determina que dichos fondos sean de capital cerrado (número fijo de cuotas, sin posibilidad de rescate o redención).

### Fondos de inversión operativos al 30 de abril del 2001

FONDO DE INVERSION	Nº Cuotas	Participes	Valor cuota US\$	Patrimonio US\$
Fondo de Inversión Multirenta Inmobiliaria	233.690	28	127,7900	29.863.245,10
G.M.E. Fondo de Inversión Inmobiliario	12.936.519	14	0,9483	12.267.707,12
Progreso Instrumentos de Corto Plazo	33.807	59	106,3180	3.594.291,86
Fondo Intimo Deportivo	5.365	35	97,7135	524.233,75
<b>TOTAL</b>		<b>136</b>		<b>46.249.477,83</b>

Fuente: Conasev

La presencia de los inversionistas institucionales en los mercados domésticos es una constante a nivel mundial. Por ejemplo, en los EEUU estos inversionistas participan con más del 50% de las operaciones realizadas en las bolsas y administran activos por más del 170 % del PBI. En este mercado existen más del 7 500 compañías de inversión.

### Inversionistas institucionales (\*) Países de la OECD

	Activos (billones US\$)	Activos (% PBI)
Estados Unidos	12 389	170,8%
Japón	3 618	77,4%
Reino Unido	1 761	162,3%
Francia	1 178	75,3%
Alemania	1 113	46,1%
Países bajos	627	158,4%

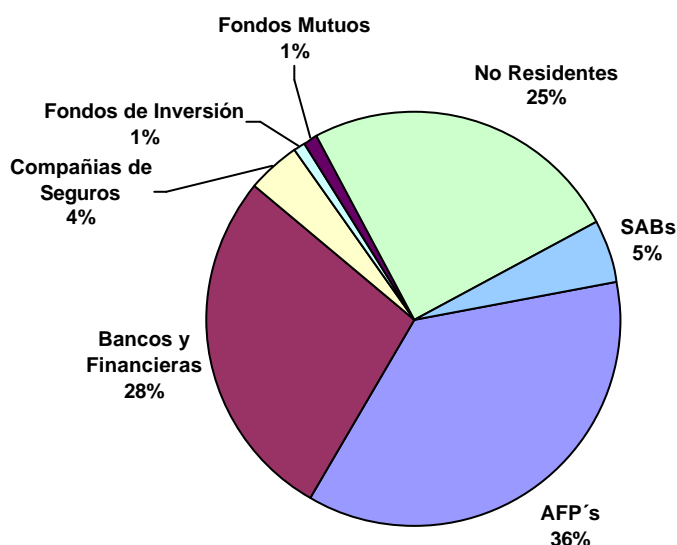
(\*) Compañías de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros y otros.

Fuente: Organization for Economic Cooperation and Development (OECD)  
Fondo Monetario Internacional (FMI)

Similar situación se presenta en Chile, en el que el monto administrado por los Fondos de Pensiones representa el 42.5% del PBI. En Brasil este indicador es del 10,9%. En cuanto a los fondos mutuos, el patrimonio administrado por las sociedades de inversión bordea los US\$ 16 893 millones en México, US\$ 4 024 millones en Chile y US\$ 1 142,7 millones en Colombia.

Nuestro mercado de valores no ha sido extraño a esta tendencia como se observa en el cuadro siguiente.

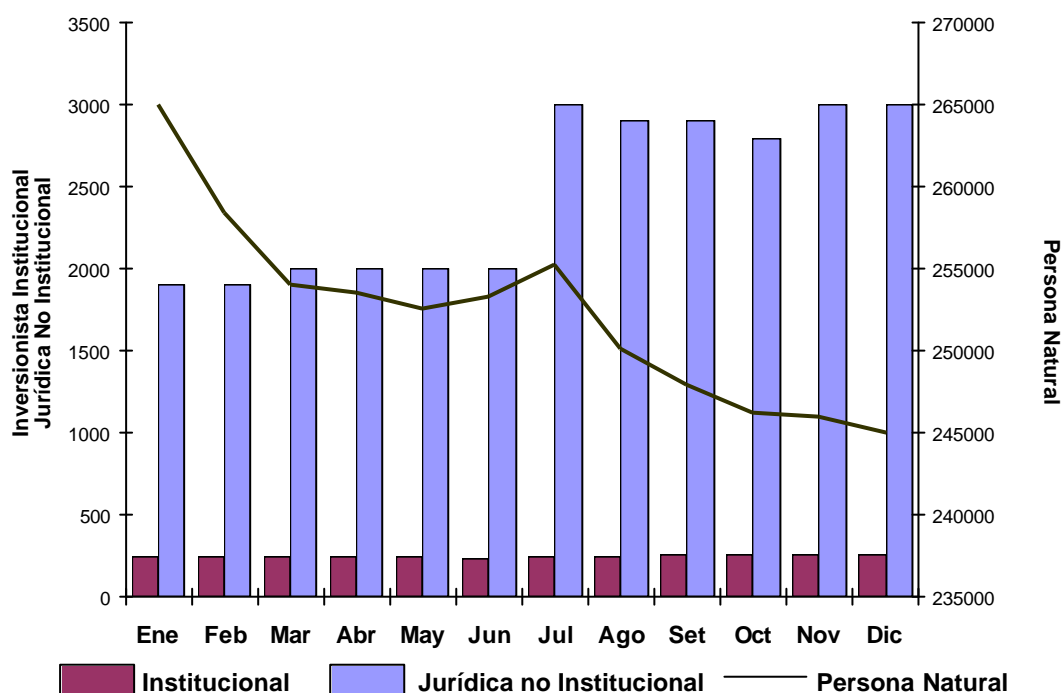
### Participación de Inversionistas Institucionales en el monto negociado al contado (Año 2000)



Fuente: Conasev

La importancia de los inversionistas institucionales en nuestro mercado se evidencia también en las tenencias de valores registradas en Cavali A. A diciembre del 2000, 213 inversionistas institucionales registraban en Cavali tenencias por US\$ 3 923 millones, esto es, el 47% del total de valores registrados por el sistema. El 43.4% se encontraba en manos de personas jurídicas no institucionales (US\$ 3 622 millones) y la diferencia en personas naturales (US\$ 798 millones).

**Número de Titulares de Cuentas CAVALI  
(por tipo de inversionista – año 2000)**



Fuente: Conasev

### 3.1 Importancia de la regulación para atraer inversión al mercado de valores

La demanda de títulos, la liquidez del mercado de valores y, en general, la disponibilidad de recursos para cubrir la oferta de títulos valores dependerá en gran medida de los límites, parámetros y reglas que la regulación imponga a los administradores de fondos de pensiones, fondos mutuos y fondos de inversión. En este sentido, es importante que la regulación sea efectiva para proteger los recursos del público que estos mecanismos administran pero sin que esto reste liquidez al mercado de valores ni restrinja el desarrollo de nuevas alternativas de financiamiento e inversión.

De la misma manera, es fundamental el tratamiento tributario a las inversiones y a los inversionistas institucionales, así como a los vehículos que estos utilicen para canalizar sus recursos. Un ejemplo de cómo la legislación tributaria puede obstaculizar el desarrollo de los fondos de inversión, es el tratamiento vigente del impuesto a la renta que grava las utilidades de estos fondos sin considerar que éstos son únicamente una herramienta neutral por la que fluyen los recursos. Esta situación impide la participación de ciertos inversionistas importantes que, como las AFPs, gozan de una exoneración al impuesto a la renta. En

efecto, las AFPs no invierten en fondos de capital porque su utilidad estaría indirectamente gravada con el impuesto a la renta, prefiriendo destinar sus recursos a otras inversiones que no les obligue a tributar.

En tal sentido, es importante contar con una legislación tributaria que no se constituya en obstáculo para el financiamiento empresarial.

### **3.2 ¿Por qué se necesita de la inversión extranjera para desarrollar el mercado de valores?**

La inversión extranjera reviste singular importancia para el desarrollo del mercado de valores, entre otras razones, porque ayuda a cubrir los requerimientos de capital de las empresas locales y aumenta la liquidez del mercado secundario de valores. Además, genera una competencia con los inversionistas locales por captar los títulos más atractivos, elevando de alguna manera su valor.

Los mercados de valores juegan un importante rol en facilitar el flujo de capitales a través de las fronteras. En la búsqueda de rentabilidad y diversificación, los inversionistas estarán siempre dispuestos a canalizar sus recursos a aquellos mercados que satisfagan sus objetivos. En ese sentido, una de las maneras como los países compiten por atraer los capitales extranjeros es poniendo a disposición de éstos un mercado de valores eficiente, transparente y accesible.

El Perú ofrece ciertas ventajas en materia de apertura al flujo de capitales respecto del resto de países de la región. En efecto, nuestro marco legal de protección a la inversión privada garantiza el libre flujo de capitales,<sup>9</sup> sin imponer controles tal como se hace en países vecinos como Chile, por ejemplo.

Por esa razón, y tomando en cuenta que los capitales se movilizan por el mundo entero permanentemente, existe la necesidad de que nuestro mercado de valores satisfaga estándares mínimos de eficiencia demandados por los inversionistas extranjeros. De nada serviría que las empresas peruanas ofrezcan una rentabilidad competitiva si no se garantiza transparencia ni seguridad a la inversión.

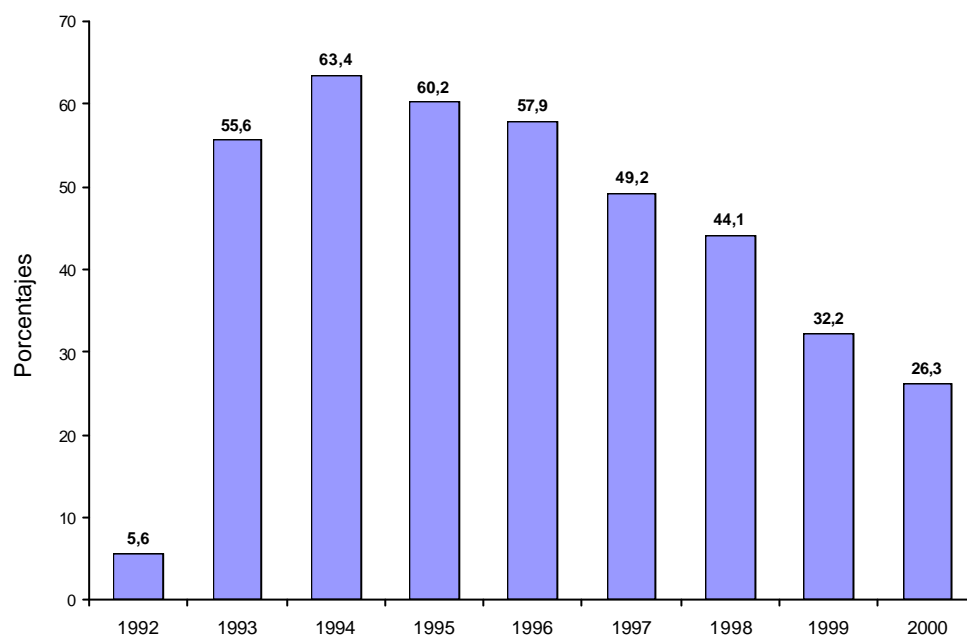
En ese sentido, resulta de particular importancia adecuar a estándares internacionales la protección al inversionista minoritario, en aspectos como el gobierno corporativo, la transparencia en la información y las transacciones, la delimitación de las responsabilidades del emisor y del estructurador, entre otros.

Se debe remarcar que un factor que impulsó la demanda de valores en los últimos años fue el incremento de la inversión extranjera, la cual llegó a concentrar el 63,4% de los valores inscritos en Cavali en 1994. Si bien la participación de estos agentes se encuentra íntimamente ligada a la evolución del contexto internacional, hay que resaltar que el valor de sus tenencias ha experimentado una contracción con respecto al nivel alcanzado en 1994, ubicándose dicho indicador en 26,3% al cierre de diciembre del 2000. Sin embargo, se debe indicar que dicho comportamiento ha venido acompañado por una mayor participación en el mercado por parte de inversionistas residentes, especialmente institucionales.

---

<sup>9</sup> Régimen de estabilidad jurídica a las inversiones extranjeras, aprobado mediante Decreto Legislativo N° 662 de fecha 2 de setiembre de 1991. Ver Documento de Preguntas Frecuentes sobre el marco legal peruano que respalda la aplicación de políticas macroeconómicas prudentes y la promoción de la inversión privada, preparado por el Ministerio de Economía y Finanzas y publicado en [www.mef.gob.pe](http://www.mef.gob.pe)

### Participación de No Residentes en la Valorización de Cavali



Fuente: Cavali

### 3.3 Importancia del buen gobierno corporativo

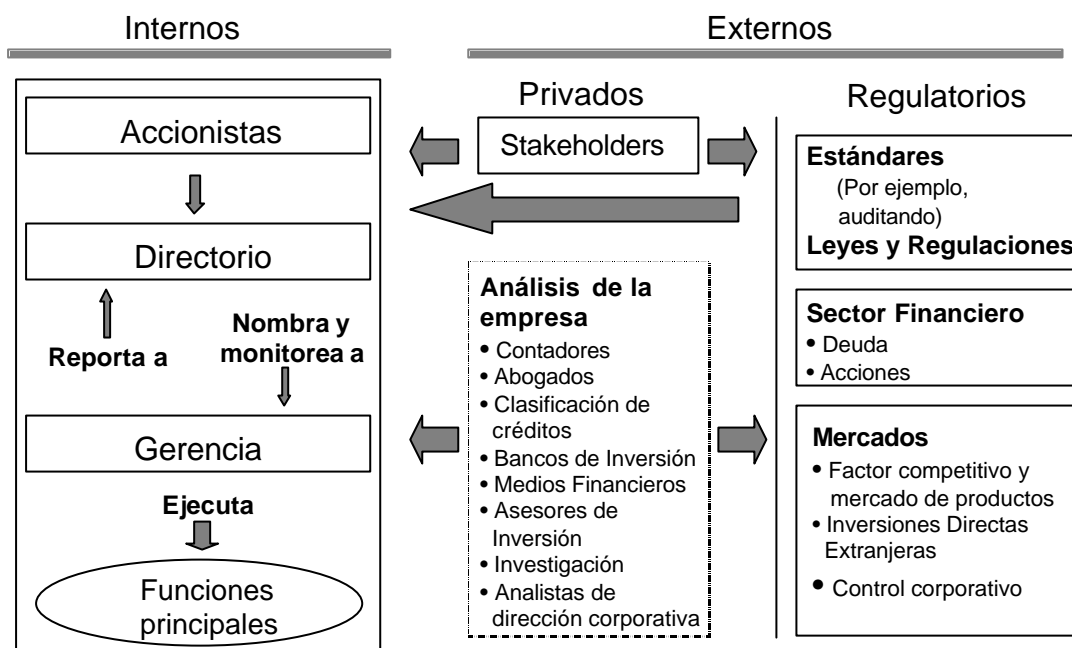
Hasta antes de la apertura de nuestros mercados, la mayoría de las principales empresas peruanas se caracterizaron por concentrar su estructura accionaria y manejo gerencial en manos de grupos familiares. Esto se traducía en un marco legal societario preocupado únicamente en regular sociedades anónimas cerradas. Bajo ese marco legal, no era necesario introducir mecanismos de control de la gerencia, de protección al accionista minoritario, ni de información al inversionista.

Sin embargo, el marco legal societario debió adecuarse al nuevo perfil de empresa que se desenvuelve en una economía globalizada, es decir, a empresas que requieren abrir su capital a la inversión privada nacional y extranjera, y que para ello necesitan brindar niveles mínimos de control, protección e información al inversionista y accionista minoritario.

El conjunto de normas o prácticas del buen gobierno corporativo, involucran las relaciones entre el directorio, la gerencia, los accionistas y otros grupos de interés (acreedores, bonistas, por ejemplo). El objetivo es que el directorio y la gerencia actúen siempre en beneficio de los intereses de la empresa y de sus accionistas creando valor, y que se facilite el monitoreo efectivo por parte de éstos últimos, incentivándose el uso más eficiente de los recursos por parte de las empresas. Las normas de buen gobierno corporativo obligan a las empresas, por ejemplo, a elevar el estándar de manejo administrativo, a contratar auditorías, a profesionalizar el manejo de su contabilidad, etc.

El buen gobierno corporativo es un elemento esencial en la búsqueda de eficiencia económica para todo mercado de valores, en la medida que su fin último es generar valor a todos los accionistas.

## Las empresas modernas están disciplinadas por factores externos e internos



Fuente: OECD

### 4. ¿Quiénes participan en el mercado de valores?

Adicionalmente a los emisores e inversionistas, en el mercado de valores existen diversas instituciones que cumplen un rol específico en el circuito de la negociación de valores. Los principales actores son las sociedades agentes de bolsa, la bolsa de valores, Cavali, las empresas clasificadoras de riesgo y Conasev.

Asimismo, dentro del principio de banca múltiple, las entidades bancarias pueden realizar diversas operaciones en el mercado de valores, entre ellas, operaciones de financiamiento estructurado, participar en procesos de titulización, y suscribir transitoriamente primeras emisiones de valores con garantía total o parcial de su colocación. Para ello, los bancos deben constituir subsidiarias especializadas tales como Sociedades Agentes de Bolsa, Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos y de Fondos de Inversión, y Sociedades Titulizadoras.

#### 4.1 Sociedades Agentes de Bolsa

Las sociedades agentes de bolsa, son sociedades anónimas autorizadas y supervisadas por Conasev. Su función principal es la de representar la compra o venta de los inversionistas frente a otras Sociedades Agentes de Bolsa. También pueden prestar otros servicios, tales como resguardar los valores (custodia), administrar cartera y brindar asesoría.

En el Perú hay un total de 23 Sociedades Agentes de Bolsa, diez de las cuales concentran el 90% del monto total intermediado en la Bolsa de Valores de Lima en el año 2000.

## Intermediación Total en la Bolsa de Valores de Lima

(enero a setiembre del 2000)

SAP	TOTAL (en nuevos soles)	%
1 Continental Bolsa	6,699,357,464.64	26.74
2 Credibolsa SAP	5,628,258,724.71	22.46
3 Wiese Sudameris SAB	2,843,436,392.30	11.35
4 Interfip Bolsa	2,094,759,541.87	8.36
5 Investa SA	1,106,204,375.54	4.41
6 Citicorp SA	1,033,508,371.81	4.12
7 SEM & Cía SAP	981,700,343.30	3.92
8 Santander CHI SAB	883,506,394.11	3.53
9 Macrovalores	817,771,711.10	3.26
10 Santander	530,163,072.02	2.12
11 Otros	2,439,696,058.90	9.74
<b>Total</b>	<b>25,058,362,450.30</b>	<b>100.00</b>

Fuente: Conasev

### 4.2 La Bolsa de Valores

La Bolsa de Valores es el mercado donde se encuentran los demandantes y ofertantes de valores, a través de sus Sociedades Agentes de Bolsa. En el Perú existe una sola bolsa de valores, la Bolsa de Valores de Lima (BVL)<sup>10</sup>.

La BVL se encuentra dotada de una adecuada infraestructura física y tecnológica con la finalidad de permitir el encuentro de las propuestas de compra y venta de los intermediarios para la ejecución de sus operaciones. Para ello, administra dos mecanismos centralizados de negociación: la Rueda de Bolsa en la que se negocian valores mobiliarios inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, y el Mecanismo para la Negociación de Instrumentos de Emisión No Masiva. Las operaciones se realizan a través de un sistema de negociación electrónica lo que se traduce en menores costos y mayor eficiencia en el proceso de formación de precios.

Además de las operaciones al contado<sup>11</sup> con acciones, se pueden realizar operaciones de reporte<sup>12</sup> con acciones, y operaciones con valores representativos de deuda. La BVL ha venido trabajando en el desarrollo de nuevas facilidades (préstamo de valores y Day Trade<sup>13</sup>) con el fin de ofrecer a los inversionistas nuevas alternativas de inversión. Es importante señalar que en la BVL se pueden inscribir valores de emisores del exterior, y que la negociación y liquidación de las operaciones con tales valores se realiza en dólares norteamericanos facilitándose la participación de inversionistas extranjeros.

<sup>10</sup> La Bolsa de Valores de Arequipa funcionó hasta 1995.

<sup>11</sup> Las operaciones al contado se liquidan (entrega de los fondos al vendedor y de los valores al comprador) al tercer día de realizadas.

<sup>12</sup> La operación de reporte involucra una venta de valores y el compromiso de recompra a un precio y en una fecha previamente pactados por las partes. Esta operación permite que los poseedores de valores puedan obtener fondos por un período de tiempo determinado sin necesidad de desprenderse de sus valores, a cambio de una retribución para el poseedor de recursos.

<sup>13</sup> Se refiere a la práctica de comprar y vender valores, o viceversa, en el mismo día.

Adicionalmente, la BVL brinda amplia información sobre intermediarios autorizados y sobre las empresas con valores inscritos en Rueda. La información sobre las propuestas y operaciones realizadas es difundida en tiempo real y por igual a todos los participantes del mercado.

Finalmente, la BVL fue calificada en mayo de 1998, como un Designated Offshore Securities Market (Mercado "S") por la United States Securities and Exchange Commission (SEC). Bajo esta regulación, los inversionistas calificados norteamericanos pueden negociar valores en la plaza limeña sin que se requiera su inscripción en la SEC<sup>14</sup>. Esta condición, con la que cuentan los principales mercados bursátiles del mundo, permite que las empresas peruanas puedan colocar sus valores entre los inversionistas estadounidenses a través de la BVL, sin incurrir en los elevados costos que acarrea hacer la oferta en los Estados Unidos.

Las diversas medidas materia de la presente propuesta buscan incrementar la liquidez local, siendo fundamental acompañarlas de la necesaria incorporación de la Bolsa de Valores de Lima en el circuito internacional de liquidez. Como se ha comentado anteriormente, y tal como señalan Credibolsa SAB y Asbanc en sus comentarios al Documento de Trabajo, los mercados de capitales del mundo se vienen integrando con el fin de conformar pocos centros de liquidez, y nuestro mercado bursátil no puede ignorar esta tendencia.

### **4.3 Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores**

La Institución de Compensación y Liquidación de Valores (ICLV) es la entidad responsable que las operaciones realizadas en Bolsa concluyan satisfactoriamente, a través de la entrega del efectivo a los vendedores y de los valores a los compradores. En el Perú esta institución se denomina Cavali ICLV S.A.

Cavali es también responsable de llevar el Registro Central de valores mediante su anotación en cuenta (registros electrónicos). Este sistema se conoce como "desmaterialización" y permite eliminar el riesgo asociado al manejo físico de los valores, además de agilizar significativamente la realización de operaciones. Se debe indicar que a fines del 2000, el 51,5% de los valores inscritos en Rueda de Bolsa se encontraban desmaterializados.

Cavali lleva la titularidad de valores a nombre de los inversionistas finales<sup>15</sup> con lo que se agrega seguridad (las modificaciones sólo se realizan en el registro central) y eficiencia (los intermediarios no tienen que incurrir en los costos del registro individualizado y los emisores cuentan con información completa sobre los titulares de valores emitidos por ellos). El total de cuentas administradas por Cavali ICLV S.A. a fines del 2000 ascendió a 311 579, de las

---

<sup>14</sup> Las normas que regulan la oferta, venta y reventa de valores en los Estados Unidos, requieren que los valores sean registrados en la SEC, salvo algunas excepciones. La primera excepción es la negociación privada de valores. Otra excepción es la Regla 144 A, la que permite que la oferta y reventa de valores no registrados a los "qualified institutional investors" conocidos por sus iniciales QIBS (bancos, fondos de pensiones y brokerdealers). Los valores vendidos al amparo de esta excepción sólo pueden ser revendidos a otros QIBs o ser vendidos bajo la Regulación S. Esta excepción permite las ventas y reventas (i) a "non-US persons" (ii) fuera de los Estados Unidos y (iii) que no incluyan esfuerzo directo de venta en los Estados Unidos. La combinación de la Regla 144A y la Regulación S permite a los emisores vender sus valores a QIBs o "non-US persons" en transacciones fuera de los Estados Unidos a través de un "Designated Offshore Securities Market" o "Mercado S".

<sup>15</sup> En otros mercados, el registro central lleva "cuentas ómnibus" a nombre de los participantes, quienes luego deben llevar cuentas individualizadas por cada uno de sus clientes.

cuales el 97% correspondían a personas naturales, el 0.7% a inversionistas institucionales y la diferencia a personas jurídicas no institucionales.

En diciembre de 1996 Cavali fue aceptada por el Depository Trust Company (la entidad responsable de la liquidación de las operaciones en el mercado norteamericano) como participante para la liquidación de operaciones realizadas en la BVL con valores listados en las bolsas estadounidenses. Conviene destacar que sólo cuentan con esta condición los depósitos de Canadá y Alemania.

#### **4.4 Empresas Clasificadoras de Riesgo**

Las empresas clasificadoras de riesgo son empresas especializadas que emiten opinión sobre la capacidad de un emisor para cumplir con las obligaciones asumidas al emitir por oferta pública, bonos e instrumentos de corto plazo, de acuerdo a las condiciones establecidas (tasa de interés, plazo, etc).

De esta manera, los inversionistas pueden conocer y comparar el riesgo de estos valores, sobre la base de una opinión especializada. Cuanto mejor sea la clasificación de riesgo mayor será la posibilidad de que la empresa cumpla con las obligaciones de pago asumida, sin embargo, el dictamen de clasificación no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener un valor clasificado, es tan sólo una opinión respecto a la calidad del valor.

Según la legislación vigente en el Perú, los emisores de bonos y otras obligaciones deben contar con la opinión de al menos dos empresas clasificadoras de riesgo.

Las clasificadoras de riesgo que a la fecha operan en el Perú son Apoyo & Asociados Internacionales S.A. Clasificadora de Riesgo, Clasificadora de Riesgo Pacific Credit Rating SAC, Class & Asociados S.A. Clasificadora de Riesgo, Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

#### **4.5 Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores**

La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev) es una institución pública del Sector Economía y Finanzas. Fue creada formalmente el 28 de mayo de 1968, e inició sus operaciones el 2 de junio de 1970, a partir de la promulgación del Decreto Ley N° 18302. Actualmente se rige por su Ley Orgánica, Decreto Ley N° 26126 publicada el 30 de diciembre de 1992, la cual establece que su finalidad es promover el mercado de valores, velar por el adecuado manejo de las empresas y normar la contabilidad de las mismas. Tiene personería jurídica de derecho público interno y goza de autonomía funcional, administrativa y económica. De acuerdo a la Ley del Mercado de Valores, corresponde a la Conasev la supervisión y el control del cumplimiento de dicha ley.

Conasev tiene entre sus funciones:

- Estudiar, promover y reglamentar el mercado de valores, controlando a las personas naturales y jurídicas que intervienen en éste;
- Velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de precios y la información necesaria para tales propósitos;
- Promover el adecuado manejo de las empresas y normar la contabilidad de las mismas; y
- Reglamentar y controlar las actividades de las empresas administradoras de fondos colectivos, entre otras.

## 5. El escenario global

Toda estrategia para promover el desarrollo de un mercado de valores nacional debe primero considerar el entorno y las estrategias seguidas por los principales mercados de valores del mundo. A continuación comentaremos brevemente las principales tendencias, siendo necesario precisar que aún cuando nuestro mercado de valores sea pequeño, no deja de ser parte de un único mercado global.

En efecto, el escenario se presenta altamente globalizado y competitivo, situación que es impulsada por los avances en la tecnología y en particular por la creciente participación de Internet en las diferentes actividades financieras. La ausencia de barreras promovida por Internet facilita el flujo de capitales hacia los mercados más eficientes, y viene presionando a los principales participantes en la necesidad de redefinir su rol y estrategia de desarrollo.

En primer lugar, se observa una fuerte tendencia hacia la concentración de la liquidez en pocos centros financieros. Lo que unas plazas ganen será a costa de aquellas otras que no hubieran sido capaces de adecuarse al entorno y en especial, de atender los requerimientos de los cada vez más exigentes inversionistas y emisores. El impacto en Latino América es dramático. Basta mencionar que en los últimos años las principales empresas de la región listaron sus valores en las bolsas estadounidenses a través de American Depository Receipts. A finales de 1999, se habrían emitido aproximadamente US\$ 139 billones, con la consiguiente reducción en los montos negociados en las bolsas locales.

Existe una fuerte competencia entre las principales bolsas, y entre éstas y mecanismos de negociación que han surgido al margen de los esquemas tradicionales y que amenazan su existencia. En los Estados Unidos, se han creado “bolsas” no reguladas llamadas Electronic Communication Networks ECN, y su presencia agrega competencia a la ya existente entre la Bolsa de Valores Nueva York (NYSE) y el Nasdaq. Estas son plataformas electrónicas que permiten que los compradores y vendedores se encuentren directamente sin la intervención de los intermediarios tradicionales (mejores precios y menores costos). A finales de 1998, los ECNs representaron entre el 30-35% del volumen negociado en el Nasdaq. Es importante observar que los propietarios de estos sistemas son las principales corredoras de valores estadounidenses, lo que muestra además que las bolsas estarían compitiendo con sus propios dueños. Esta situación responderá acaso a la inacción o demora de las bolsas tradicionales en atender los requerimientos de los inversionistas?.

Es importante también mencionar las diversas iniciativas de las principales plazas bursátiles por integrarse entre sí, conscientes que mantenerse como “islas” terminará por hacerlos desaparecer. Así, destaca la alianza entre las bolsas de Ámsterdam, Bruselas y París para conformar Euronext; entre las bolsas de Frankfurt, Milán, Madrid, Londres y el Nasdaq Europa; y el mercado Global Equity Market que surgiría como resultado de la alianza entre las bolsas de Toronto, Tokio, Hong Kong, Australia, México, BOVESPA, Santiago de Chile y Buenos Aires, con el liderazgo de la NYSE.

A través de alianzas, la mayoría de bolsas vienen trabajando en la construcción de plataformas centralizadas de negociación (con la mayor conectividad posible) que faciliten la realización de operaciones transfronterizas (con acciones, instrumentos de deuda, opciones y futuros), de manera eficiente las 24 horas del día, permitiendo la más amplia participación de inversionistas individuales e institucionales. También hay esfuerzos por contar con sistemas centralizados para la compensación y liquidación continua de dichas operaciones en multimonedas, durante todo el día y a los menores costos posibles.

Por otro lado, también se observan cambios importantes en las empresas y sus posibilidades de financiamiento a través de los mercados de valores. Surgen empresas

globalizadas, que se consolidan con el fin de operar en múltiples mercados y acceder a mayores alternativas de financiamiento y en mejores condiciones. Internet permite que los emisores pueden encontrarse “directamente” con una más amplia base de inversionistas y a un menor costo, facilitándose la obtención de capital por parte de medianas y pequeñas empresas no calificadas para listar sus valores en las bolsas tradicionales. Además de múltiples iniciativas privadas creadas para facilitar el encuentro entre las empresas y los inversionistas a través de la red, destacan el “Enterprise Market” de la Bolsa de Australia y “German Equity Forum” de la Bolsa Alemana, mercados que permiten que las Pymes puedan obtener capital directamente de los inversionistas.

Similares cambios se observan en los inversionistas, desde los más pequeños hasta los más grandes, quienes no sólo cuentan con mayor información, sino que tienen la posibilidad de elegir sus inversiones de manera sencilla y a bajo costo, presionando hacia una efectiva “democratización” de los mercados de valores. Se estima que en los Estados Unidos el 48% de las transacciones realizadas por inversionistas minoristas en el 2000 se llevó a cabo a través de Internet. Asimismo, surgen inversionistas institucionales más grandes y sofisticados, que presionan hacia un cambio en la intermediación tradicional buscando que ésta atienda sus mayores requerimientos.

Estos cambios confirman que hoy los principales actores son los “inversionistas” que pueden moverse entre mercados con sólo apretar una tecla. La sobrevivencia de los mercados dependerá de la capacidad de éstos de ofrecer alternativas de inversión con seguridad, eficiencia (rapidez, menores costos, y procedimientos estandarizados), liquidez y transparencia. Todo lo que se haga en este sentido se traducirá en mejoras en la liquidez y en mayores negocios, con los consiguientes beneficios para los emisores.

Finalmente, todo esto impone retos a los reguladores pues el acceso de los inversionistas a un mercado sin fronteras, en especial de los individuales, ha venido acompañado de mayores oportunidades de fraude y engaño. Esto abre un nuevo espacio para la regulación y ya las principales comisiones de valores han tenido que enfrentar problemas. La confianza de los inversionistas y emisores es el principal activo de un mercado.

#### **IV. Diagnóstico del mercado de valores peruano**

El mercado de valores peruano experimentó durante los últimos años un importante dinamismo, el cual se vio favorecido por el éxito alcanzado en la aplicación de las reformas estructurales que orientaron a la economía peruana hacia su integración al mundo globalizado. Contribuyeron en este desarrollo, la consecución de la estabilidad macroeconómica y el retorno a la senda del crecimiento sostenido, la liberalización del mercado de capitales, el trato equitativo a los inversionistas nacionales y extranjeros, y la promulgación de normas legales y tributarias adecuadas para el desarrollo del mercado en un contexto de transparencia y modernidad. En el cuadro siguiente se observa la evolución del mercado de valores peruano en los últimos años.

**INDICADORES DEL MERCADO DE VALORES PERUANO**  
Período : 1990 - 2000

Indicador	1990	1991	1993	1994	1996	1997	1998	1999	2000
<b>MERCADO PRIMARIO</b>									
(Millones de dólares) 1/									
1. Emisiones Inscritas de Oferta Pública Primaria		4,9	,0	3,1	1,1	225,5	094,4	7,5	218,8
A. Acciones					,9	,6	46,1		
B. Bonos		4,9	,0	3,1	5,8	9,9	1.048,3	575,1	9,4
C. Instrumentos de Corto Plazo					,4	3,0		2,4	3,7
D. Certificados de Depósito Negociables					-	-	-	-	95,7
2. Emisiones Autorizadas del Sector Público	143,9	2,7	102,2	281,8	-	144,4	300,0	869,0	700,0
3. Emisiones Societarias	134,3	458,6	709,6	1.619,4	815,8	1.314,0	1.108,3	1.052,2	459,2
<b>Total Mercado Primario</b>	<b>287,7</b>	<b>566,3</b>	<b>890,8</b>	<b>2.144,3</b>	<b>1.446,9</b>	<b>2.483,8</b>	<b>2.502,7</b>	<b>2.738,7</b>	<b>2.378,0</b>
Monto de Programas de Emisión Inscritos								650,9	1.015,0
<b>Total Colocación Oferta Pública Primaria</b>		<b>36,0</b>	<b>50,3</b>	<b>207,9</b>	<b>546,3</b>	<b>825,1</b>	<b>612,5</b>	<b>574,9</b>	<b>942,1</b>
<b>MERCADO SECUNDARIO</b>									
Montos Negociados									
(Millones de dólares) 1/									
I. Negociado en Bolsa	763,8	629,4	2.023,7	4.117,4	8.494,5	12.131,3	7.734,0	4.698,4	3.593,8
1. Renta Variable	123,1	137,0	1.671,9	3.141,5	3.839,1	4.298,1	3.090,9	2.747,7	2.520,3
- Acciones	123,1	136,9	1.671,9	3.141,5	3.838,8	4.289,3	3.077,2	2.742,5	2.436,6
- Otros	-	0,1	0,1	-	0,3	8,9	13,7	5,2	83,7
2. Instrumentos de Deuda	601,5	400,8	72,7	347,5	3.468,5	5.870,7	3.575,1	1.395,7	732,1
3. Operaciones de Reporte	39,1	91,6	279,1	628,3	1.186,9	1.962,5	1.086,0	555,0	341,3
II. Negociado Fuera de Bolsa	377,0	149,2	31,6	54,7	822,5	575,0	1.116,8	635,2	757,5
<b>Total Mercado Secundario</b>	<b>1.140,7</b>	<b>778,6</b>	<b>2.055,3</b>	<b>4.172,1</b>	<b>9.317,0</b>	<b>12.706,3</b>	<b>8.850,8</b>	<b>5.333,6</b>	<b>4.351,3</b>
Capitalización Bursátil (Mills US\$)	812,2	1.117,9	5.084,4	8.162,4	13.842,2	17.383,0	11.035,3	13.407,4	10.511,1
Variación Nominal del IGBVL (%)	7.563,2	288,2	149,5	52,1	15,0	25,5	(25,5)	37,4	(34,2)
Variación Real del IGBVL (%)	(1,1)	62,3	78,8	31,8	2,8	17,8	(29,7)	32,5	(36,5)
<b>FONDOS MUTUOS DE INVERSION EN VALORES</b>									
Patrimonio Administrado (Millones US\$)	n.c.	n.c.	3,4	1,5	139,7	634,9	365,3	494,7	440,9
Invertido en Depósitos de Ahorro / Plazo (%)	n.c.	n.c.	0,0	0,0	20,1	21,9	15,5	26,7	20,8
Invertido en Instrumentos de Deuda(%)	n.c.	n.c.	0,0	24,2	77,3	76,3	83,1	72,0	78,4
Invertido en Renta Variable (%)	n.c.	n.c.	100,0	75,8	2,6	1,8	1,4	1,3	0,7
Número de Partícipes	n.c.	n.c.	601	410	4.721	17.650	15.615	13.043	16.949
Número de Fondos	n.c.	n.c.	2	2	9	13	19	21	23
Variación Índice en US\$ de Fondos Mutuos (%)	n.c.	n.c.	--	4,5	6,2	8,0	(1,5)	8,6	6,8

(1) Al tipo de cambio del mercado informal, en el Mercado Secundario se incluye información de la Bolsa de Valores de Arequipa que funcionó hasta 1995.

(2) Preliminar. Actualizado al cierre de Febrero. La Emisión de Bonos Soberanos hasta S/. 500 millones fue autorizada por D.U. 015-2001 y la de Bonos del Tesoro de S/. 119,2 millones por D.U. 030-2001.

n.c.: No disponible, n.c.: No corresponde

Fuente: Bolsa de Valores de Lima.

Elaboración: CONASEV -Gerencia de Investigación y Desarrollo.

El aspecto regulatorio, fue de singular importancia la promulgación de la *Ley del Mercado de Valores*, Decreto Legislativo N° 755 (1991), la cual sentó las bases para el posterior desarrollo del mercado. Dicha norma fortaleció los mecanismos de revelación de información con la finalidad que todos los participantes del mercado se encuentren en igualdad de condiciones al momento de tomar sus decisiones de inversión. En este sentido, reguló la obligación de informar, la información privilegiada y aquella considerada reservada, y el deber de reserva. Asimismo, reguló por primera vez a instituciones que llegarían a asumir un rol protagónico, tales como los fondos mutuos de inversión en valores, las empresas clasificadoras de riesgo y las instituciones de compensación y liquidación.

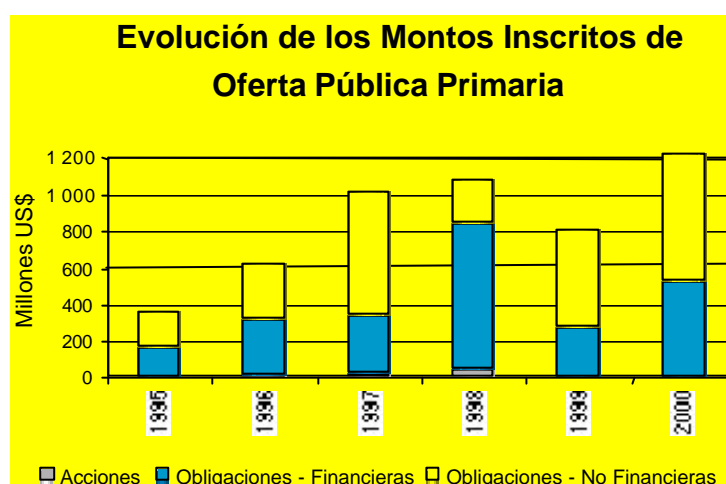
El Decreto Legislativo N° 861, *Ley del Mercado de Valores*, y el D.L. N° 862, *Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras* (ambas publicadas el 22 de octubre de 1996) perfeccionaron los mecanismos introducidos por el Decreto Legislativo N° 755, permitiendo la adecuación de la regulación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

creación de nuevos mecanismos para la canalización de los excedentes a las actividades productivas.

A raíz de la promulgación del nuevo marco legal, la Conasev renovó sus reglamentos en diversos campos del quehacer del mercado de valores, incorporando la opinión de los diferentes participantes del mercado. Entre los principales temas regulados en los últimos años destacan el proceso de titulación de activos, los fondos mutuos de inversión en valores y sus sociedades administradoras, las Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores, las Empresas Clasificadoras de Riesgo, los Agentes de Intermediación, entre otros.

## 1. El mercado primario: cada vez hay menos nuevos emisores

En los últimos años se ha observado un importante uso del mercado de valores por el sector privado, aunque sin llegar aún a los niveles alcanzados por los principales mercados de la región. Así tenemos, que la Oferta Pública Primaria<sup>16</sup> del sector privado a finales del 2000 se incrementó en 49,2 % con relación al año anterior, alcanzando los US\$ 1 218,5 millones –monto que contrasta con los US\$ 9 millones registrados en 1990.



Fuente: Conasev

El financiamiento a través de acciones ha sido realizado fundamentalmente mediante la colocación de American Depositary Receipts (ADRs) en los Estados Unidos<sup>17</sup>. Han accedido a este mecanismo Banco Wiese, Cementos Lima, Credicorp, Ferreyros S.A., Minas Buenaventura, Southern Perú, Tele 2000 y Telefónica del Perú.

Las emisiones primarias se han concentrado básicamente en instrumentos de deuda, y en moneda extranjera. Las pocas emisiones en moneda nacional han sido estructuradas con tasas de interés indexadas en base al Índice de Reajuste de Deudas publicado por el Banco

<sup>16</sup> El monto incluye las emisiones individuales realizadas en el marco de Programas de Emisión inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores durante 1999 y el 2000. En el 2000 se inscribieron programas con un monto total de US\$ 1015 millones.

<sup>17</sup> Son certificados que representan la propiedad sobre acciones o bonos de una empresa no estadounidense o subsidiaria en el extranjero de una empresa estadounidense, y son emitidos por bancos norteamericanos. La emisión de los ADRs se hace con el respaldo de acciones que están en custodia en el país donde se encuentra ubicada la empresa emisora de las acciones. Los ADRs se pueden convertir en las acciones originales (o subyacentes) en cualquier momento, a solicitud del titular.

Central de Reserva. En cuanto a los plazos, se observa un alto nivel de concentración en bonos de mediano plazo (entre 3 y 5 años), situación que se explicaría por la importante participación de los bonos de arrendamiento financiero.

Estos mayores montos inscritos fueron a su vez acompañados por un aumento del número de agentes económicos que optaron por acceder al mercado de valores para el financiamiento de sus actividades productivas, sobre todo a través de la emisión de bonos corporativos, en el caso de empresas no financieras (72 nuevos emisores de obligaciones entre 1981 y 2000) y de bonos de arrendamiento financiero y subordinados, en el caso de instituciones financieras (43 nuevos emisores entre 1981 y 2000). Recién en 1996, las empresas financieras cobran importancia como emisores al representar el 45% de las emisiones vigentes, participación que en promedio se mantiene hasta la fecha.

Esto se evidencia en la elevada concentración por emisor de los saldos de valores en circulación emitidos por Oferta Pública Primaria. Así, los 5 mayores emisores –poco menos del 10 % del número total de emisores que mantienen valores en circulación– concentran el 32,6 % del saldo total en circulación; mientras que los 10 mayores emisores –poco menos del 20 % del número total de emisores– concentran el 51,3 % del saldo total en circulación. Destaca Telefónica del Perú como el emisor más importante a través de la emisión de bonos corporativos y papeles comerciales.

En el cuadro siguiente se observan los emisores que han accedido al mercado de valores en los últimos años, pertenecientes a diversos sectores de la actividad económica del país.

**NUEVOS EMISORES DE OBLIGACIONES CORPORATIVAS**  
**PERÍODO: 1995 - 2000**

EMISORES	EMISORES
1995	1997
1 Bakelita y Anexos S.A.	25 Cementos Lima S.A.
2 Carbolan S.A.	26 Cementos Yura S.A.
3 Cía. Cervecera del Sur del Perú S.A.	27 Centros Comerciales del Perú S.A.
4 Cía. de Minas Buenaventura S.A.	28 Consorcio Inmobiliario Los Portales S.A.
5 Cía. Minera Poderosa S.A.	29 Graña y Montero S.A.
6 Alicorp (Antes Consorcio de Alimentos Fabril Pacífico S.A.)	30 Grupo Sindicato Pesquero del Perú S.A. (SIPESA)
7 Consorcio Textil del Pacífico S.A.	31 Inversiones Centenario S.A.
8 Corporación Sagitario S.A.	32 Medifarma S.A.
9 D'onofrio S.A.	33 Ransa Comercial S.A.
10 Empresa Distrib. Electrica Lima-Norte - EDELNOR	34 Southern Peru Limited
11 Hogar S.A.	35 Unión de Cervecerías Backus y Johnston S.A.
12 Industrias Pacocha S.A.	1998
13 Luz del Sur S.A.	36 Corporación Financiera de Inversiones S.A.
14 Panamericana Televisión S.A.	37 EGENOR
1996	1999
15 Cema Comunicaciones S.A.	38 Corporación Financiera de Desarrollo
16 Emp. Reg. de Serv. Pub. Electric. ELECTROSUR S.A.	39 Edegel
17 Emp. Reg. Serv. Pub. Electric. Electro Sur Este S.A.	40 Procacao
18 Fima S.A.	41 Siderperu
19 Gloria S.A.	
20 Graña y Montero Edificaciones S.A. (GME)	
21 Pesquera Austral S.A.	
22 Promotora Club Empresarial S.A.	
23 Telefónica del Perú S.A.	
24 Universal Textil S.A.	

Fuente: CONASEV

Nota. En el 2000 un total de 9 empresas no financieras han participado en el mercado primario de valores, sin embargo ninguno de ellos se constituye como nuevos emisores

A continuación pasamos a analizar los diferentes factores que estarían limitando la Oferta Pública Primaria como alternativa de financiamiento empresarial, a saber: la escala reducida de nuestras empresas, demanda selectiva por valores de primer nivel de riesgo, limitado acceso de las Pymes al mercado de valores y obstáculos regulatorios.

### 1.1 Escala reducida de las empresas

Una de las principales limitantes al desarrollo de la oferta pública primaria de valores e incorporación de nuevos emisores al mercado de valores peruano es la escala reducida de la mayoría de compañías que conforman el sector empresarial.

En efecto, los costos de emisión, los cuales en su mayoría son fijos, en que incurre una empresa para obtener financiamiento a través del mercado de valores, hacen que éste sólo sea atractivo en relación a costos alternativos ofrecidos por el sistema bancario, para montos significativos (del orden de los US\$ 10 millones). La escala reducida de nuestras empresas hace que sus requerimientos de financiamiento se encuentren por debajo del monto mínimo que justifique los costos de emisión. Esto genera un descalce entre oferta y demanda de títulos en el mercado de valores, por un factor de costos.

En el cuadro siguiente se observa que cuanto menor sea el monto de la emisión, menor el plazo y mayor el nivel de riesgo, mayor será el impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva anual de financiamiento.

#### Estimación del impacto de los costos de emisión\* en la tasa efectiva anual de financiamiento de una oferta pública primaria de bonos

MONTO MILL. US\$	Riesgo I		Riesgo II		Riesgo III		Riesgo IV	
	3 años	5 años	3 años	5 años	3 años	5 años	3 años	5 años
0.5	17.8%	15.2%	18.4%	15.9%	20.0%	17.8%	20.6%	18.4%
1.0	8.4%	7.1%	8.7%	7.5%	9.4%	8.3%	9.7%	8.6%
1.5	5.6%	4.8%	5.8%	5.0%	6.3%	5.5%	6.5%	5.7%
2.0	4.3%	3.6%	4.4%	3.8%	4.8%	4.2%	5.0%	4.3%
2.5	3.5%	2.9%	3.6%	3.1%	4.0%	3.4%	4.1%	3.5%
3.0	3.0%	2.5%	3.1%	2.6%	3.4%	2.9%	3.5%	3.0%
3.5	2.7%	2.2%	2.7%	2.3%	3.0%	2.6%	3.1%	2.7%
4.0	2.4%	2.0%	2.5%	2.1%	2.7%	2.3%	2.8%	2.4%
4.5	2.2%	1.8%	2.2%	1.9%	2.4%	2.1%	2.5%	2.2%
5.0	2.0%	1.6%	2.1%	1.7%	2.3%	1.9%	2.3%	2.0%
6.0	1.8%	1.4%	1.8%	1.5%	2.0%	1.7%	2.0%	1.7%
7.0	1.6%	1.3%	1.6%	1.3%	1.8%	1.5%	1.8%	1.6%
8.0	1.5%	1.2%	1.5%	1.2%	1.6%	1.4%	1.7%	1.4%
9.0	1.4%	1.1%	1.4%	1.1%	1.5%	1.3%	1.6%	1.3%
10.0	1.3%	1.0%	1.3%	1.1%	1.5%	1.2%	1.5%	1.3%
50.0	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%
100.0	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%

Nota: Para medir el impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva anual de financiamiento de una OPP de bonos, éste se calculó como el spread que la tasa efectiva anual de financiamiento tenía sobre la tasa de rendimiento anual exigida por los inversionistas (cupón), según cada nivel de riesgo y plazo, tomándose como referencia las tasas de descuento reportadas por las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos para la valuación de sus portafolios. (Riesgo I: AAA y AA, Riesgo II: A, Riesgo III: BBB, Riesgo IV: BB y B).

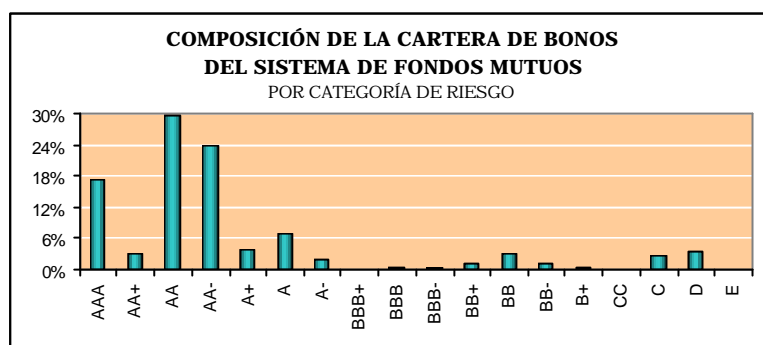
(\*) Los **Costos de Emisión** son todos los costos en los que se incurre para poder efectuar una Oferta Pública Primaria de bonos sin considerar la tasa de rendimiento ofrecida a los inversionistas (cupón). Incluyen los gastos de estructuración y colocación.

Fuente: Conasev

## 1.2 Demanda selectiva por valores de primer nivel de riesgo

Los inversionistas institucionales locales mantienen un comportamiento conservador. Por un lado, emisiones por montos pequeños resultan poco atractivas, debido a que tienen asociados bajos niveles de liquidez y además demandan el mismo costo y esfuerzo en términos de análisis de inversión que emisiones de montos mayores, conllevando a la existencia de una “Limitante de Demanda por Costos y Liquidez”. Adicionalmente, en épocas de incertidumbre como la que se vive actualmente, se acentúa una “demanda selectiva” por instrumentos de muy bajo riesgo, “Limitante de Demanda por Coyuntura”.

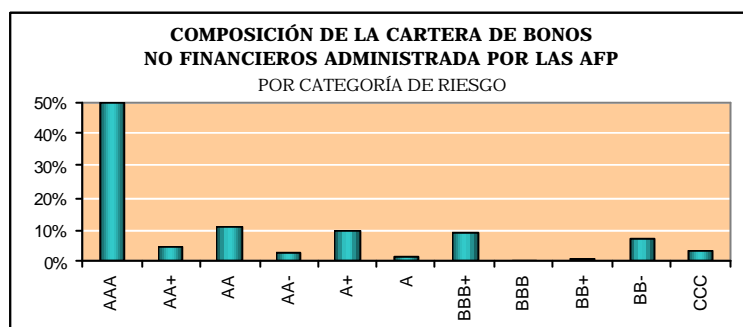
Esto se evidencia al revisar las estadísticas a finales de noviembre del año 2000, que muestran que el 73,8 % de la cartera de bonos del Sistema de Fondos Mutuos se encontraba compuesta por bonos con categorías de riesgo I.



Al 30 de noviembre del 2000

**Nota.** - Se consideró la clasificación de riesgo de menor calidad.

Similar comportamiento se observa en los fondos de pensiones. A cierre de noviembre del año 2000, el 67,9% del valor de la cartera estaba compuesta por bonos emitidos por empresas no financieras –Bonos Corporativos y Bonos Titulizados– de categoría de riesgo I.



Al 30 de noviembre del 2000

**Nota.** - Se consideró la clasificación de riesgo de menor calidad.

## 1.3 Limitado acceso de las Pymes al mercado de valores

La situación descrita en el punto anterior plantea una limitante directa a la emisión de obligaciones por parte de pequeñas y medianas empresas. En principio, si se considera como parámetro para categorizar a la pequeña empresa un volumen de activos inferior a US\$ 1,0 millón,<sup>18</sup> éstas quedarían descartadas para una incursión directa en el mercado. En

<sup>18</sup> Tomando en cuenta el límite de “ventas” de US\$ 1,5 millones, establecido por COFIDE, se establece un límite en función de “activos” para mantener la relación que existe entre volumen de

cuanto a la mediana empresa, considerando el volumen de activos inferior a US\$ 25 millones<sup>19</sup>, y teniendo en cuenta la relación existente entre el monto emitido vía oferta pública primaria y el volumen de activos de emisiones realizadas entre 1995 y 1999, se tiene como resultado que las empresas podrían emitir bonos corporativos por un monto máximo de alrededor de US\$ 7,5 millones. Aún cuando se considerara que –aunque difícilmente– se podrían llegar a colocar montos de emisión entre US\$ 5 millones y US\$ 10 millones, no hay que olvidar que estas empresas se caracterizan por tener asociado un nivel de riesgo mayor al que estarían dispuestos a asumir los principales demandantes. Ello indicaría pocas probabilidades de colocación para dichos valores en el mercado.

Adicionalmente, es importante señalar que la experiencia internacional no ha mostrado resultados positivos en cuanto a la aplicación de normas orientadas a reducir los costos de transacción mediante la flexibilización de requerimientos de inscripción o registro de valores emitidos por oferta pública primaria, con el objetivo de incorporar a la pequeña y mediana empresa al mercado de valores<sup>20</sup>. En el caso de los emisores, la obligación de informar, la falta de cultura de mercado y los costos asociados a la emisión y cotización de los valores,<sup>21</sup> son todos factores que desalientan su participación en el mercado. Por el lado de los inversionistas, estos factores se centran básicamente en la reducida cantidad de la oferta (costos fijos de análisis de inversión y bajos niveles de liquidez), los altos niveles de riesgo que tienen asociados la pequeña y mediana empresa (falta de transparencia en la información y alta dependencia del ciclo económico) y la ausencia de intermediarios especializados que pudieran otorgar liquidez a la negociación de los valores emitidos por las pequeñas y medianas empresas, los cuales estarían poco dispuestos a soportar los riesgos de contrapartida.

---

activos y necesidades de financiamiento. Se reconoce, que usualmente las pequeñas empresas mantienen un ratio de rotación de ventas (Ventas / Activos) mayor a 1, por lo que se ha establecido un nivel de activos de US\$ 1,0 millón.

<sup>19</sup> Se considera el límite de US\$ 30 millones en ventas que viene siendo empleado por los bancos, haciéndose la misma acotación respecto a la rotación de ventas que en la nota de pie anterior para el establecimiento del límite en términos de activos, el cual además coincide con el empleado por la Comunidad Europea.

<sup>20</sup> En el caso de **Argentina**, por ejemplo, la flexibilidad normativa establecida para favorecer las emisiones públicas por parte de las pequeñas y medianas empresas no ha tenido el éxito esperado, debido fundamentalmente a que la información contable de estas empresas en la mayoría de casos no se encuentra en orden. Se ha detectado también gran resistencia por parte de las pyme para exponer sus estados financieros debido a factores impositivos. Así, a enero del año 2001 estaban autorizadas a cotizar 12 obligaciones negociables de pequeñas y medianas empresas, por un monto de US\$ 27,5 millones; de ese total, la inversión de las Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensiones ascendía a menos de US\$ 1 millón, en parte debido a que se han registrado varios casos de incumplimiento y a que existe un problema de límites de inversión –no más del 20 por ciento de una determinada emisión– que hace que las inversiones resulten poco atractivas en términos de costos fijos de análisis de inversión, sobre todo considerando que los montos máximos autorizados han sido de US\$ 5 millones.

En **España**, aún cuando el ordenamiento legal ha contemplado la creación de mercados especiales - como el Segundo Mercado - para facilitar la financiación de las pequeñas y medianas empresas, el resultado obtenido con la creación de los Segundos Mercados ha sido poco satisfactorio. En la actualidad funcionan en España los Segundos Mercados de las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona y Bilbao, cuya característica fundamental de regulación es la disminución de los requisitos de admisión de valores. Sin embargo, al 12 de marzo de 2001 se encontraban admitidas a cotización en el Segundo Mercado sólo 23 sociedades, mientras que en el Primer Mercado, eran más de 2 000 las entidades emisoras admitidas a cotización.

<sup>21</sup> En el caso de la emisión de acciones, se presentaría además el temor a la pérdida de control.

El análisis realizado obliga a evaluar la viabilidad de implementar otros vehículos que permitan superar el problema de escala reducida de estas empresas, así como, la constitución de esquemas de garantías que posibiliten mejoramientos de crédito para cubrir el gap de riesgo entre las demandas de los inversionistas y las ofertas de los emisores. Es el caso de los fondos de capital de riesgo, el Mecanismo de Negociación de Instrumentos de Emisión No Masiva y los esquemas de garantías.

### 1.3.1 Fondos de Capital de Riesgo

Los mercados internacionales más desarrollados han encontrado en los Fondos de Capital de Riesgo el vehículo ideal para canalizar recursos financieros a la pequeña y mediana empresa. Destaca el caso español con las Entidades de Capital-Riesgo, cuyo objetivo es la concesión de financiamiento a la pequeña y mediana empresa, a través de la adquisición de una parte de su capital con el fin de promover su crecimiento y desarrollo; el Chileno con los Fondos de Desarrollo de Empresas, creados para canalizar capital de riesgo; y el de Estados Unidos con las Small Business Investment Company (un análisis más detallado de la experiencia internacional se incluye en el Anexo G). Se debe destacar que en dichos fondos se observa una importante participación de capital de índole privado, estatal y de organismos internacionales. En algunos esquemas, además de recibir capital de riesgo, la pequeña y mediana empresa accede también al servicio de asistencia técnica.

En el Perú hasta el momento no existen fondos de inversión que canalicen sus recursos al desarrollo de empresas<sup>22</sup>. A la fecha existen 4 fondos de inversión operando en el mercado. A finales del 2000 existían cuatro fondos operativos con un patrimonio total de US\$ 46,2 millones de los cuales dos son fondos inmobiliarios, uno de inversión directa (fondo deportivo) y otro de inversión mobiliario (instrumentos de corto plazo). De acuerdo a lo expresado por la empresa Value Investments S.A. durante la Consulta Ciudadana, existen fondos adicionales de hasta US\$ 40 millones que ingresarían al Perú en el corto plazo pero sólo en la medida en que se establezca un marco tributario adecuado para los fondos de inversión de capital de riesgo.

Conviene destacar la existencia del Fondo de Asistencia a la Pequeña Empresa (FAPE). Este fondo inicio sus operaciones en 1997 y cuenta con la participación del FOMIN del Banco Interamericano de Desarrollo (aporte de capital de 50%), Cofide, la Compañía Holandesa de Desarrollo Financiero (FMO) y la Corporación Andina de Fomento (CAF). Actualmente cuenta con un capital de aproximadamente US\$ 7 millones y ofrece financiación en forma de participación accionaria a pequeñas y medianas empresas, además de suministrarles asistencia técnica en aspectos tales como el control de calidad, mercadeo, contabilidad de los costos y planificación empresarial. Las Pymes que acceden a este sistema deben ser propiedad de peruanos en al menos un 51%, tener menos de 100 empleados y ventas anuales de menos de US\$ 2 millones. Sin embargo, los resultados alcanzados por FAPE han sido poco favorables, debido a que sus inversiones se han concentrado básicamente en el sector de la microempresa, el que ha sido fuertemente afectado por la crisis.

La evaluación de la viabilidad de esta alternativa parte por identificar aquellos factores que podrían estar limitando su desarrollo. De acuerdo a los comentarios recibidos durante la

---

<sup>22</sup> Cabe señalar que existe inscrito un fondo de inversión en desarrollo de empresas (08/11/2000) denominado Fondo de Inversión para Concesiones en Infraestructura del Perú, que aún no se encuentra en operación.

Consulta Ciudadana<sup>23</sup> y a entrevistas sostenidas con algunos inversionistas institucionales, los cuales serían los principales inversionistas en estos fondos, existen una serie de condiciones que estos fondos deberían cumplir para ser atractivos. Así señalaron entre otros:

#### **a. Legislación tributaria**

El pago del Impuesto a la Renta estaría desalentando la inversión de los Fondos de Pensiones. Las AFPs se encuentran exentas de todo impuesto creado o por crearse, sin embargo, cuando adquieren cuotas o instrumentos de deuda de un fondo de inversión, su rentabilidad se ve afectada pues los fondos de inversión deben pagar el impuesto a la renta como persona jurídica. Por ello, se propone que el partícipe, de acuerdo a su status, sea el que pague los impuestos, y no el fondo. En el caso de los fondos internacionales, éstos verifican el status de sus partícipes y actúan como agentes retenedores. Tal es el caso de países como Chile, Uruguay y Venezuela, de acuerdo a la experiencia obtenida por el Fondo de Asistencia a la Pequeña Empresa.

#### **b. Gestión del fondo**

El gestor del fondo es un aspecto clave, pues las AFPs no pueden participar directamente en la gestión de los mismos. En este sentido, las AFPs han experimentado problemas con los Fondos de Inversión Inmobiliarios en los que el incremento del valor del fondo administrado por parte de la administradora –con el propósito de obtener mayores comisiones– ha ido en detrimento de los intereses de los partícipes, situación que no ha podido ser superada con el mecanismo del Comité de Vigilancia. Por ello, se propone que el gestor también participe con sus recursos propios en el fondo, de manera que al arriesgar su dinero se comprometa en la administración del mismo. Asimismo, se recomienda el establecimiento de un ratio de apalancamiento máximo que limite la inclinación de los gestores hacia el endeudamiento para incrementar el volumen de los recursos administrados y por ende de sus comisiones.

#### **c. Flujos de repago**

Debido a la situación actual de la economía y del mercado, es complicado que se pueda invertir en Fondos de Inversión con proyectos que recién empiezan. Los proyectos en marcha permitan obtener flujos desde el inicio de la inversión, con amortizaciones que se efectúan antes del plazo de vencimiento. Otra alternativa son las acciones preferentes con tasas de rendimientos atractivas que paguen dividendos periódicamente. Sin embargo este aspecto deberá ser contrastado con la naturaleza de estos fondos los cuales tienden a generar retornos en el mediano y largo plazo.

#### **d. Liquidez del mercado secundario**

Un último punto es el de la negociación secundaria de estos instrumentos. Actualmente, no hay contraparte con capacidad de compra en el mercado, de manera tal que los compradores tendrían que mantener su inversión por un período de tiempo prologando, lo cual presionaría a la definición de una vida determinada para estos fondos, tal como se observa en otros mercados.

### **1.3.2 Mecanismo de Negociación de Instrumentos de Emisión no Masiva**

---

<sup>23</sup> Comentarios y sugerencias de Value Investments, el Fondo de Asistencia a la Pequeña y Mediana Empresa, Citibank, Banco Continental, Estudio Muñiz y Promoinvest SAF.

Es conocido que las empresas del sector empresarial emplean regularmente títulos valores no mobiliarios como medios de pago a sus proveedores, especialmente letras de cambio, que en la mayoría de casos son descontadas a través del sistema bancario. Según información de la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS), el monto promedio mensual de descuentos de letras realizado a través del sistema financiero entre diciembre del 1999 y agosto del 2000, ascendió a S/. 1 200 millones o US\$ 4 000 millones anuales aproximadamente. Se consideran los descuentos realizados por un total de 10 654 empresas.

Con la finalidad de permitir a las pequeñas y medianas empresas descontar sus títulos valores de manera más competitiva y transparente, se ha creado el Mecanismo Centralizado de Negociación de Valores objeto de Emisión no Masiva (MIENM – Resolución Conasev N° 045-2001-EF/94.11 del 30 de abril de 2001), cuya versión inicial ha sido recientemente puesta en funcionamiento por la Bolsa de Valores de Lima<sup>24</sup>. Esta medida contribuirá asimismo a la formación de precios de referencia que serían de gran utilidad en un mercado de valores ilíquido como el nuestro.

Actualmente, la ganancia de capital generada en este mecanismo no está exonerada del impuesto a la renta, al igual que los intereses, como sí ocurre en la Rueda de Bolsa. Esta situación desincentiva la participación de los inversionistas, en especial de los Fondos Mutuos y Fondos de Pensiones, que podrían dirigir importantes recursos hacia este mercado.<sup>25</sup> Durante el proceso de Consulta Ciudadana, Wiese Fondos estimó que aproximadamente el 50% de los recursos administrados por los fondos mutuos de Corto Plazo podría dirigirse hacia el MIENM (US\$ 108 millones al 30 de abril del 2001). La principal característica de estos fondos es la búsqueda de instrumentos líquidos y de corto plazo, y debido a la escasez de este tipo de instrumentos, sus inversiones están concentradas básicamente en depósitos en el sistema bancario.

También se han recibido comentarios con relación a la necesidad de flexibilizar los requisitos de inscripción y presentación de información para la negociación de instrumentos en el MIENM, lo que permitiría facilitar el acceso de un mayor número de empresas.<sup>26</sup>

Conviene señalar que la Bolsa de Valores de Lima administró un mercado similar denominado Mesa de Negociación hasta agosto 1999 (no tenía la condición de mecanismo centralizado). En este mecanismo, empresas de diferentes sectores, proveedoras de grandes y medianas empresas podían realizar el descuento de sus letras de cambio y pagarés. A pesar de la importancia de los volúmenes registrados en la Mesa durante la última mitad del decenio pasado, la participación de operaciones al contado con letras de

---

<sup>24</sup> En una etapa inicial serán admitidos a negociación en el MIENM los instrumentos de emisión no masiva emitidos por empresas con valores listados para su negociación en Rueda de Bolsa siempre que:

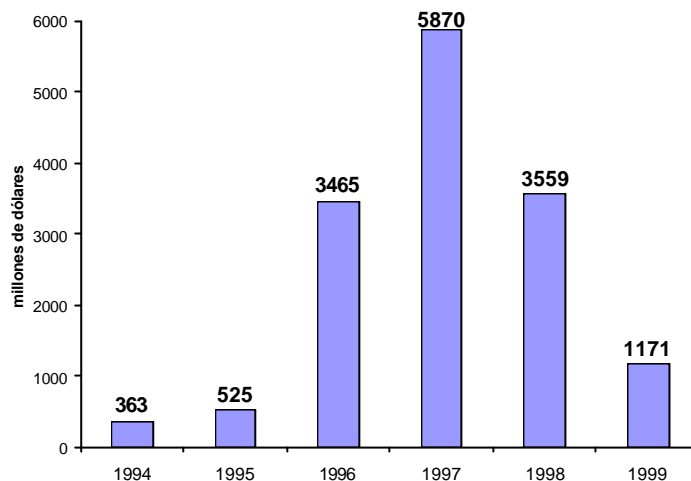
1. Los emisores se encuentren al día en la presentación de información financiera a la Bolsa de Valores de Lima.
2. Los valores listados integren el Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima, o cuenten con una clasificación no menor a B o CP-2, en el caso que tengan más de una clasificación se tomará como referencia la menor.
3. El emisor sea el obligado directo al pago del instrumento y que éste último sea emitido con relación a operaciones comerciales usuales del emisor.

<sup>25</sup> En ese sentido coinciden los comentarios recibidos en la Consulta Ciudadana de parte de Wiese Sudameris Fondos S.A. y de la Bolsa de Valores de Lima.

<sup>26</sup> Comentarios recibidos de Wiese Sudameris Fondos S.A., MGS Sociedad Agente de Bolsa y de la Bolsa de Valores de Lima.

cambio y pagarés fue reducida (US\$ 24 millones a finales de 1999). Los montos más importantes correspondieron a la negociación de certificados de depósito bancarios y bonos no inscritos en la Rueda de Bolsa.

**Monto negociado en la Mesa de Negociación de la BVL**



Fuente: Conasev

### **1.3.3 Herramientas para reducir el riesgo de las Pymes: esquemas de garantías**

Para el éxito de cualquier propuesta que pretenda hacer viable el acceso de la pequeña y mediana empresa al mercado de valores se deberá tener en cuenta la constitución de esquemas de garantías que posibiliten el mejoramiento del riesgo. De esta manera, se contribuiría no sólo a la obtención de un perfil de riesgo de crédito aceptable para los inversionistas institucionales locales, sino también a la reducción de los costos para las empresas al reducirse la tasa de rendimiento exigida por el mercado.

De la revisión de la experiencia internacional, queda en evidencia la necesidad de evaluar la viabilidad de implementar un esquema de garantías para el caso peruano, es decir, sociedades mutualistas que proporcionen garantías a sus socios, y que no sólo se destinen al sistema financiero de intermediación indirecta sino también al mercado de valores; análisis que tendría que ser efectuado de manera conjunta por Conasev, la Superintendencia de Banca y Seguros y COFIDE. Estos esquemas buscarían reducir el riesgo para los inversionistas y posibilitarían la emisión de valores representativos de deuda por parte de pequeñas y medianas empresas. En este sentido, es fundamental el papel que debe cumplir el Estado.

### **1.4 Necesidad de flexibilizar requisitos de emisión de instrumentos de corto plazo**

No obstante que en la actualidad las empresas podrían utilizar los instrumentos de corto plazo para cubrir sus necesidades de financiamiento de capital de trabajo, el número de empresas que han hecho uso de este mecanismo en nuestro mercado es reducido. Como resultado de la Consulta Ciudadana y a partir de conversaciones sostenidas con los partícipes del mercado, se han detectado básicamente dos problemas que vienen desincentivando un mayor dinamismo en las emisiones de instrumentos de corto plazo, el primero asociado a la existencia de sobrecostos en los requerimientos de información y el segundo relacionado a los plazos necesarios para cumplir con los requisitos de información exigidos.

Por lo expuesto y dadas las características de los instrumentos de corto plazo, se hace evidente la necesidad de contar con un procedimiento ágil de inscripción en el Registro Público de Mercado de Valores, que no imponga costos excesivos a los emisores. De esta manera, las medidas a adoptarse deberían orientarse hacia la reducción de los requisitos, así como a la simplificación de los formatos de presentación de información exigidos por Conasev para la inscripción de instrumentos de corto plazo, siempre bajo un marco de transparencia. Ello permitiría incrementar el universo de empresas que podrían emplear dichos instrumentos a efectos de captar recursos para financiamiento de capital de trabajo o cubrir otras necesidades de corto plazo.

## 2. Limitado desarrollo del mercado secundario

Como hemos sostenido anteriormente, la liquidez es el aspecto más importante de la calidad de un mercado<sup>27</sup>. Sin un mercado secundario líquido, será difícil que el inversionista que adquiere valores pueda venderlos luego para recuperar su inversión. En el cuadro siguiente se observan los principales elementos que influyen en su nivel de desarrollo, conforme a un estudio realizado por la Federación Internacional de Bolsas de Valores (FIBV) "Benchmarking Analysis of Stock Exchange Trading".

Liquidez				
Entorno	Transparencia	Infraestructura	De mercado	Funcionalidades
Marco legal	Transparencia sobre los instrumentos negociados	Regulación de mercado	Arquitectura de mercado	Servicios al cliente
Impuestos		Compensación y liquidación		Tipos de instrumentos negociados
Gobierno corporativo				Tecnología
Efectividad en el costo				

Fuente: "Benchmarking Analysis of Stock Exchange Trading", Federación Internacional de Bolsas de Valores

Al igual que la mayoría de mercados latinoamericanos, el mercado secundario de valores peruano se caracteriza por presentar niveles de liquidez bastante reducidos. Sin embargo, en los últimos años se ha observado un importante dinamismo de la actividad bursátil, comportamiento que se sustenta no sólo en las favorables condiciones del entorno macroeconómico y los flujos de capital del exterior, sino sobre todo en el importante dinamismo mostrado por los fondos de pensiones y fondos mutuos de inversión en valores.

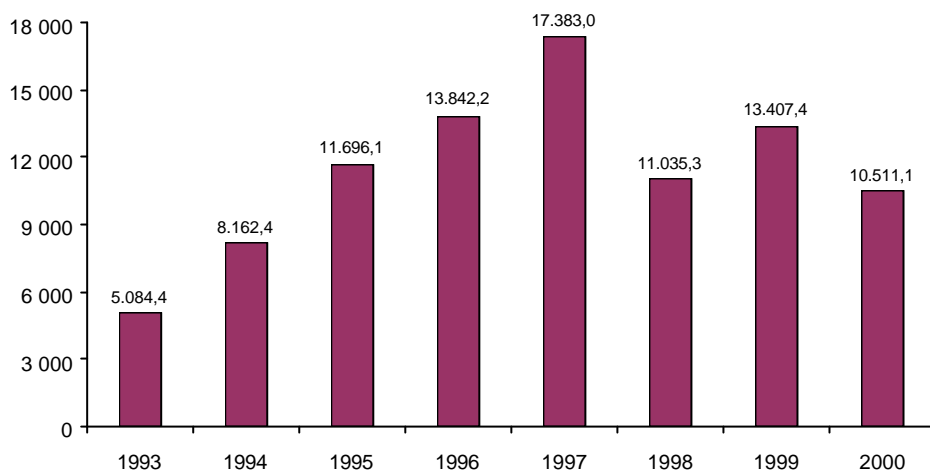
### 2.1 Mercado secundario poco líquido

La capitalización bursátil pasó de US\$ 812.2 millones en 1990 a US\$17,383 millones en 1997, para luego decrecer como resultado de la crisis financiera internacional de 1998. Si

<sup>27</sup> La liquidez puede medirse a través de diferentes indicadores (montos negociados, capitalización, número de operaciones, rotación de acciones, entre otros). Se refiere a la facilidad con que un activo puede venderse sin afectarse significativamente su precio. Varias bolsas han empezado a considerar que la liquidez de un valor está mejor representada por los márgenes que éste mantiene tanto en precios como en volúmenes. Este nuevo enfoque busca responder ¿cuál es la probabilidad de negociar un volumen determinado en un valor y cómo se impacta en su precio?

bien se recuperó en 1999, descendió a US\$ 10,511 a finales del 2000, esto es una caída del 40% frente al nivel alcanzado en 1997.

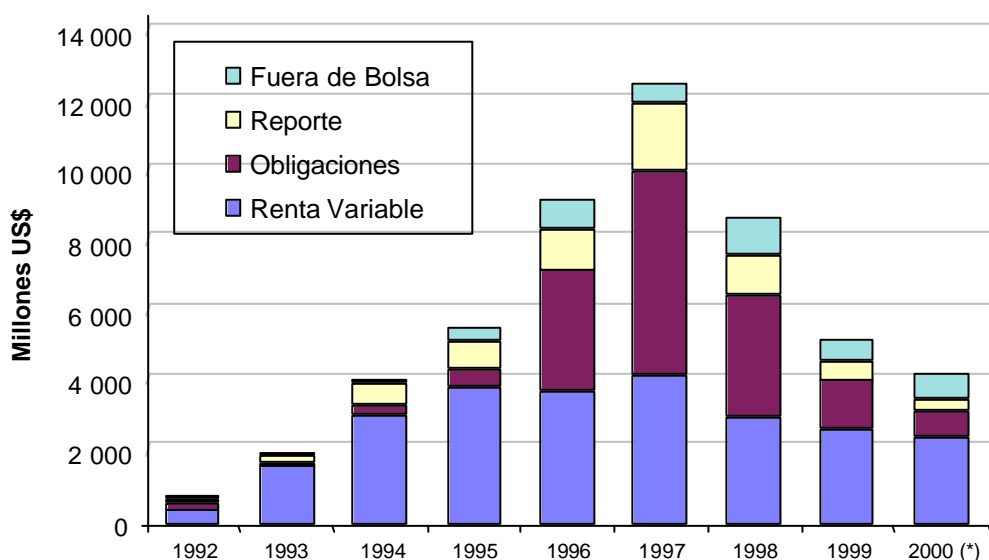
### Capitalización Bursátil de la BVL 1993-2000



Fuente: Conasev

A diferencia de la capitalización bursátil, los volúmenes negociados no se recuperaron en 1999, acentuándose la caída. Ello se evidencia si tenemos en cuenta que al 21 de marzo del 2001, el 78,7% de las acciones y el 89,2% de los valores representativos de deuda, presentaban frecuencias de negociación<sup>28</sup> inferiores a 10%.

### Montos Negociados en el Mercado Secundario de Valores



(\*) Preliminar

<sup>28</sup> Indicador de liquidez que muestra el número de sesiones en las que los valores han sido negociados.

Fuente: Conasev

Son diversos los factores que explicarían el poco dinamismo en el mercado accionario. Podemos mencionar el reducido "float" o acciones negociables existente para la mayoría de acciones, y que buena parte de éste estaría concentrado en los principales inversionistas institucionales (las AFPs son inversionistas a largo plazo). Esta situación es también resultado de la autorización dada en el 2000 a las AFPs para mantener acciones de empresas del exterior hasta por el 5% del fondo, límite que fue luego ampliado hasta el 7.5% del fondo con la posibilidad que las AFPs puedan adquirir los ADRs de empresas peruanas directamente en la NYSE. Esta medida representa aproximadamente US\$ 190 millones menos de negociación en la plaza local.

En cuanto a la negociación de valores representativos de deuda, ésta tuvo un mercado crecimiento hasta 1997 (US\$ 5,870 millones) para luego decrecer en los años siguientes. Esta situación se explica fundamentalmente por la contracción de la participación de la banca de consumo en el sistema bancario (activos colocadores de Certificados de Depósito); restricción para la negociación de certificados de depósito en la Rueda de Bolsa por no ser valores mobiliarios<sup>29</sup> así como para la realización de las operaciones doble contado plazo (a raíz de la eliminación de la Mesa de Negociación en setiembre de 1998); fuerte contracción en el mercado de "pactos"<sup>30</sup> realizados principalmente con CDs (fusión de bancos y la consiguiente reorganización de los excedentes de fondos, prohibición a los Fondos Mutuos y AFPs para realizar estas operaciones<sup>31</sup>), y cambio en el sistema de negociación mediante subasta con lo que se desincentivo la realización de "pases"<sup>32</sup>. La baja negociación en este segmento estaría también asociada a la estrategia de inversión de las AFPs ("buy and hold") de retener los valores hasta su vencimiento, lo que les permite calzar financieramente sus inversiones con sus obligaciones futuras.

## 2.2 No existe un mercado secundario de hipotecas.

Con respecto al desarrollo de un mercado hipotecario en el Perú, de acuerdo a estimaciones realizadas por la International Finance Corporation (IFC)<sup>33</sup>, en promedio, cada año hasta el 2005, existirá una demanda por 250 mil viviendas en todo el país; lo cual muestra que existe la necesidad y el espacio para que el mercado de capitales sirva de fuente de financiamiento de largo plazo para el otorgamiento de créditos hipotecarios a los clientes de las instituciones financieras, ya sea a través de un sistema similar al implementado en Estados

---

<sup>29</sup> La SBS, Conasev y BVL han realizado esfuerzos por facilitar la inscripción en la Rueda de emisiones de CDs.

<sup>30</sup> Operaciones de préstamo de fondos con garantía de valores realizada fuera de la Bolsa sin un marco legal definido. Estas operaciones crecieron de manera importante en un período de baja liquidez, permitiendo a los agentes deshacerse temporalmente de sus posiciones en lugar de venderlas en el mercado y realizar pérdidas.

<sup>31</sup> Recientemente la Conasev autorizó a los Fondos Mutuos a realizar estas operaciones pero sólo como prestatarios.

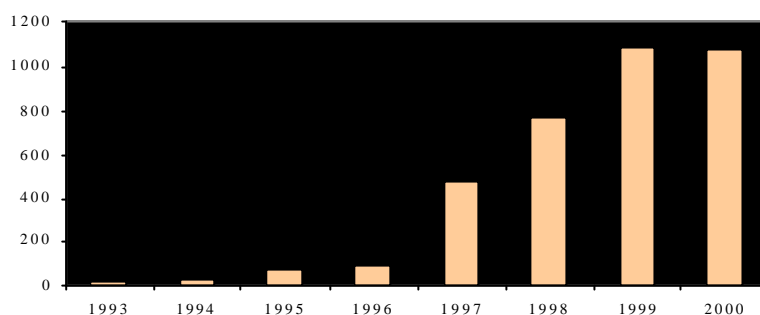
<sup>32</sup> Práctica entre algunos inversionistas de realizar ventas ficticias de posiciones a fin de mes para generar ganancias contables o para no mostrar inversiones riesgosas en su balance. Esta situación generaba distorsiones en los sistemas de valuación de las AFPs y Fondos Mutuos. En muchos casos la valorización de la cartera se hacía a precio de adquisición, el que no necesariamente reflejaba el precio real en el mercado ni los intereses acumulados.

<sup>33</sup> International Finance Corporation.- "Report to the Government of Peru regarding the Feasibility of Developing a Secondary Mortgage Market". Febrero del 2001.

Unidos (titulizaciones) o a través del fomento del uso de Letras Hipotecarias por parte de los bancos.

Actualmente, el financiamiento hipotecario se canaliza fundamentalmente a través de créditos hipotecarios, cuyos volúmenes se han visto afectados por la caída de la demanda interna, así como por los efectos negativos de la crisis financiera internacional acontecida en 1999 que llevó a la disminución de las líneas de financiamiento externas para las instituciones financieras. A diciembre de 2000, el saldo de créditos hipotecarios del sistema bancario ascendió a US\$ 1 073 millones.

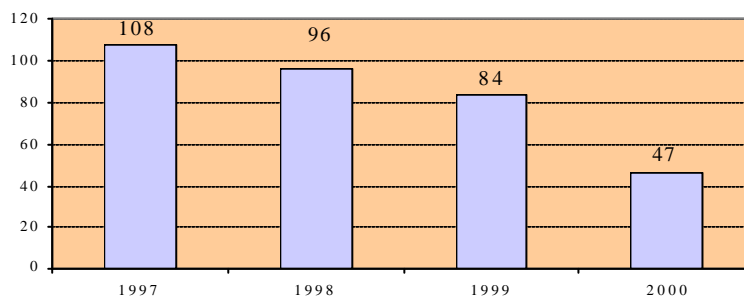
#### CREDITOS HIPOTECARIOS (millones de dólares)



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros

En la actualidad, aun cuando se encuentra regulado el mecanismo de las letras hipotecarias, éstas no han tenido el dinamismo esperado, tal como sí sucede en Chile, país en el que existe un mecanismo similar. Así, mientras que en 1997 la Banca Múltiple tenía registrado en su balance un total de S/. 107,6 millones de nuevos soles (US\$ 39,4 millones), para diciembre del 2000 dicho monto ascendía a sólo S/. 47,1 millones (US\$ 13,3 millones).

#### LETRAS HIPOTECARIAS EN CIRCULACION (millones de nuevos soles)



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros

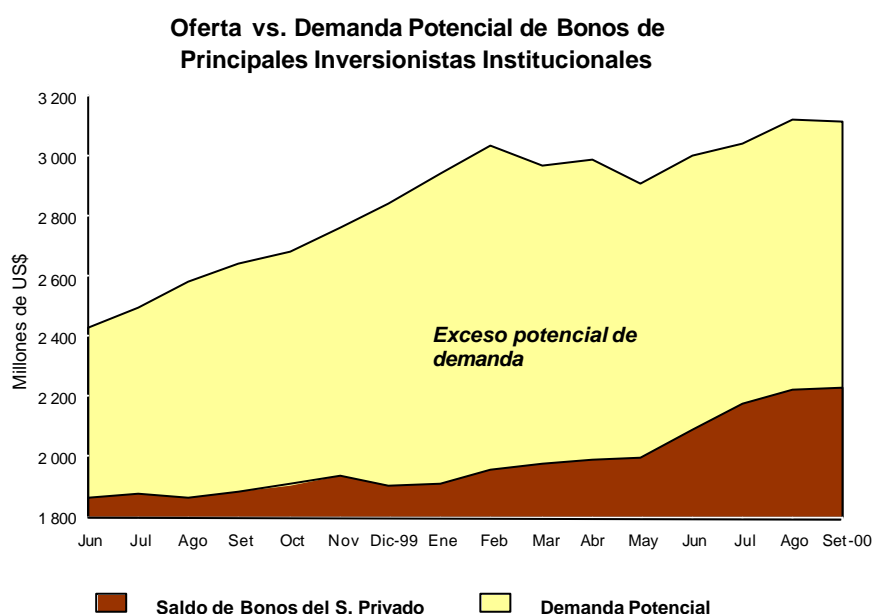
Los beneficios de contar con un mercado de valores hipotecarios son ampliamente conocidos. Por un lado, permite el acceso relativamente barato y simple a capitales de largo plazo para financiar la compra de viviendas, con el consiguiente efecto multiplicador en el sector real de la economía; manejo eficiente del crédito y de riesgo; un movimiento óptimo de capitales; y compatibilidad de las necesidades de los ofertantes y demandantes de recursos de largo plazo.

Una alternativa para desarrollar el mercado de valores hipotecarios en nuestro país podría ser la constitución de empresas especializadas en mercado hipotecario, que podrían emitir valores con garantías hipotecarias, bonos corporativos (apalancamiento), entre otros.

### 3. Exceso potencial de demanda por títulos

En cuanto a la demanda de valores, los fondos administrados por los principales inversionistas institucionales en nuestro mercado han venido creciendo a un mayor ritmo que la oferta de nuevos valores en los últimos años, lo cual ha derivado en un exceso de demanda por valores; siendo el exceso de demanda de bonos de los principales inversionistas institucionales de US\$ 879,6 millones, a setiembre de 2000.

Como consecuencia, se puede apreciar que estos inversionistas institucionales destinan importantes porcentajes de sus portafolios hacia depósitos en el sistema bancario, lo cual evidencia la necesidad de promover la creación de nuevos instrumentos y mecanismos de inversión en el mercado de valores.



La oferta incluye al saldo total de bonos en circulación del sector privado a valor nominal. La demanda potencial es lo máximo que podrían demandar por este tipo de instrumentos: (a) las compañías de seguros – 60% de las obligaciones técnicas–, (b) los fondos mutuos –100% de su patrimonio global–, y (c) los fondos de pensiones –80% del valor global de los fondos de pensiones.

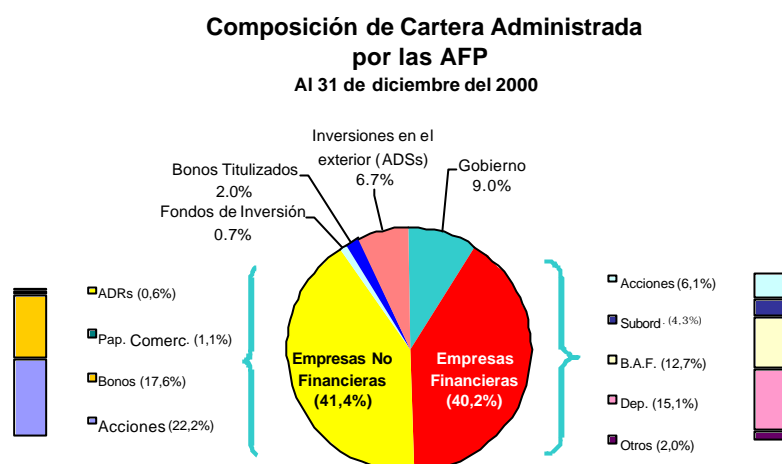
Fuente: Conasev

Esta demanda potencial se vería incrementada si tomáramos en consideración a la Oficina de Normalización Previsional (ONP) y ESSALUD, que cuentan con aproximadamente US\$ 700 millones colocados en entidades financieras. La ONP mantiene además invertido en el exterior como respaldo del FONAPU y bonos de reconocimiento alrededor de US\$ 2 200 millones.

#### 3.1 Los Fondos de Pensiones

El portafolio de inversiones de los Fondos de Pensiones ascendente a US\$ 2 582,8 millones, al cierre del año 2000, se encuentra invertido en más del 60% en instrumentos de deuda, destacando las inversiones en bonos de empresas no financieras (17,6 %) y en

depósitos en instituciones financieras (15,1%). Las inversiones de estos participantes están sujetas a un conjunto de límites: por instrumento, por emisor y por emisión o serie.



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros

Entre las inversiones de las AFPs, destacan las inversiones en el exterior en títulos de deuda, acciones y ADRs, entre otros activos, hasta por el 7.5% del fondo. Asimismo, es importante notar que las inversiones en valores del Gobierno Central y del BCRP como en valores hipotecarios están por debajo del límite legal permitido del (40% del fondo en cada caso).

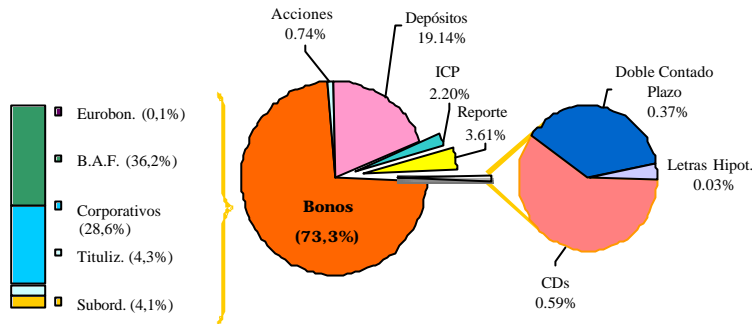
Como se ha mencionado, la regulación fomentaría la adquisición de valores de bajo riesgo relativo, pues requiere que éstas constituyan encaje creciente en la medida que adquieran activos de mayor riesgo relativo. Este comportamiento conservador se promovería por el requerimiento a las AFPs de mantenerse en un rango dentro del promedio de rentabilidad del sistema.

### 3.2 Los Fondos Mutuos de Inversión en Valores

Los Fondos Mutuos, cuyo patrimonio global administrado ascendía a US\$ 438,4 millones a diciembre del 2000, corresponden mayoritariamente a Fondos de Renta Fija. En efecto, el 99,3% del portafolio global de inversiones se concentra en instrumentos de deuda, estando el 36.2% invertido en bonos de arrendamiento financiero, el 28,6% en bonos corporativos y el 19.1% en depósitos en instituciones financieras. Las inversiones de los fondos se encuentran igualmente sujetas a límites máximos.

## COMPOSICIÓN DEL PATRIMONIO GLOBAL DEL SISTEMA DE FONDOS MUTUOS

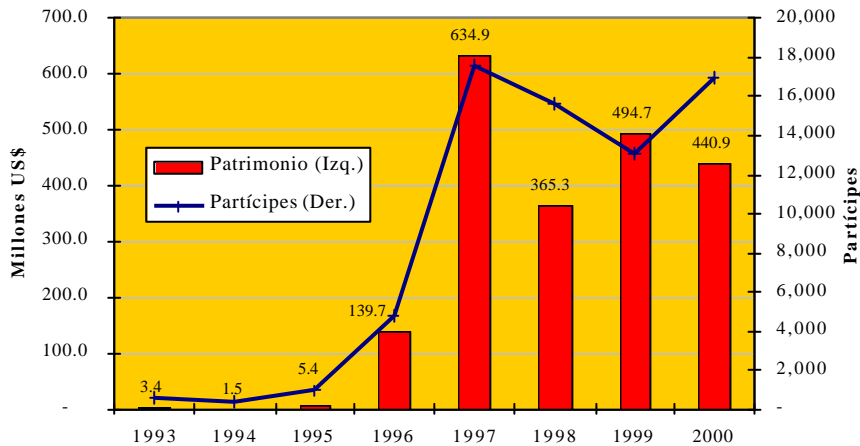
Al 31 de diciembre del 2000



Fuente: Conasev

Conviene destacar que los fondos se vieron fuertemente afectados por la crisis financiera de 1998 y el problema de valuación <sup>34</sup>. Esto ocasionó que el patrimonio global se redujera en 53% entre julio de 1998 y enero de 1999, cayendo a US\$ 339 millones. Similar reducción se observó en el número de partícipes que pasó de 22,267 en julio de 1998 a 12,552 en mayo de 1999. No obstante ello, a partir de dicha fecha se inició nuevamente un crecimiento importante pero sin alcanzar el máximo histórico de julio de 1998 (patrimonio global de US\$ 727 millones).

### Patrimonio y Número de Partícipes de Fondos Mutuos



Fuente: Conasev

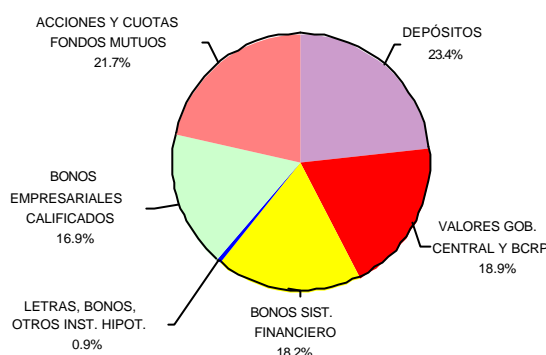
<sup>34</sup> Dado que la gran mayoría de obligaciones no tenían un precio de mercado, las valuaciones tuvieron que registrarse al precio de adquisición, generando importantes pérdidas no reconocidas. El criterio de valuación fue modificado por el basado en el descuento de los flujos futuros a la tasa de rendimiento fijada por las propias administradoras, según su plazo y riesgo. El problema de este nuevo sistema es que existen tasas de descuento diferentes para los mismos instrumentos.

### 3.3 Las compañías de seguros

La cartera de inversiones financieras de este sector ascendió a US\$ 600,9 millones a setiembre del año 2000, de los cuales el 23.4% está representado por depósitos e imposiciones en empresas del sistema financiero (US\$ 140,9 millones). Las inversiones en instrumentos representativos de deuda emitidos por empresas financieras y no financieras representan apenas el 18,2% y 16,9%, respectivamente del total administrado. Las inversiones de las empresas de seguros deben mantenerse bajo ciertos límites establecidos.

#### Composición de la cartera de inversiones de las Compañías de Seguros

Al 30 de setiembre del 2000



Fuente: Conasev

### 4. Limitada participación del Estado en el mercado de valores

El Estado debe tener participación activa en el mercado de valores nacional, tanto para cubrir sus propias necesidades de financiamiento como para promover e incentivar su desarrollo.

En este sentido, la existencia de un mercado líquido de instrumentos del gobierno contribuye a la formación de una curva de tasas de rendimiento que serviría de referencia (benchmark) tanto para la determinación de las tasas de colocación de nuevas emisiones, como para la valuación de instrumentos representativos de deuda. Igualmente importante es promover que los procesos de privatización y concesiones se financien a través del mercado de valores nacional.

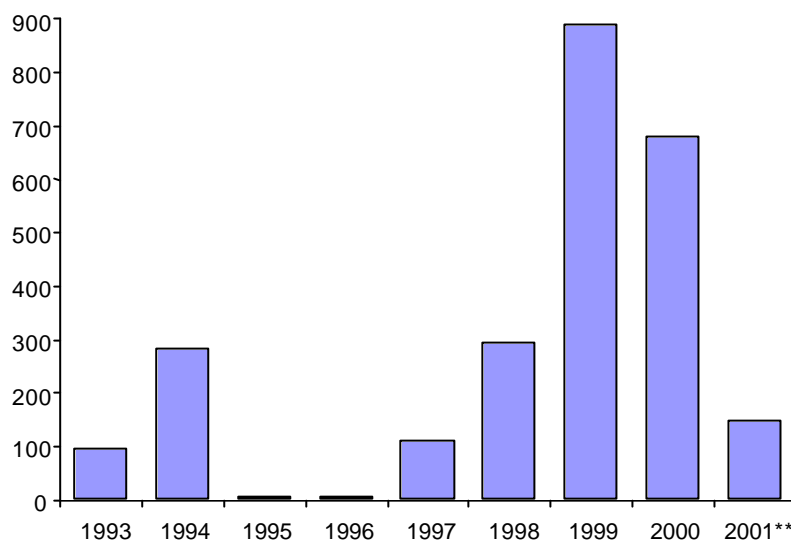
#### 4.1 El mercado de bonos soberanos

En el caso peruano, destaca la poca participación del Gobierno como emisor de deuda pública en el mercado local, a diferencia de lo que sucede en otros países de la región. Durante 1998 y 1999, el Gobierno Central autorizó la emisión de US\$ 300 millones y US\$ 869 millones, respectivamente. Luego, en agosto del año 2000 se emitieron bonos del Tesoro Público hasta por US\$ 500 millones para apoyar programas de rescate financiero agropecuario (RFA) y de fortalecimiento patrimonial de empresa (FOPE). En noviembre del mismo año se autorizó una nueva emisión de Bonos del Tesoro Público hasta por US\$ 200 millones en el marco del "Programa de Consolidación del Sistema Financiero".

Si bien ninguna de las emisiones anteriores fue colocada a través del mercado de valores ni negociada a través de la Bolsa de Valores de Lima, durante el año 2001 se han dado

importantes pasos respecto a la formación de un mercado local de deuda pública. Así, mediante Decreto de Urgencia N° 015-2001 de fecha 3 de febrero del 2001, se autorizó la emisión de S/. 500 millones para promover el mercado de capitales peruano. Los bonos serían emitidos a un plazo de 2 años, con un valor nominal de S/. 1 000 (o múltiplos de S/. 1 000), y serían negociados a través de la Bolsa de Valores de Lima. En marzo se realizó la primera colocación por un total de S/. 100 millones y con una tasa de interés nominal anual de 12,2997%.

**Emisiones de Bonos del Gobierno Central \***  
(millones de dólares)



Fuente: Conasev

\* Incluye Bonos de Reestructuración Financiera, Bonos de Capitalización del BCRP y Bonos del Tesoro Público.

\*\* Información al 10 de marzo de 2001.

Hay tres aspectos importantes a destacar de esta medida. El primero de ellos es que han sido emitidos en moneda nacional, lo que contribuye a la formación de tasas referenciales para emisiones en moneda nacional (a enero de 2001 el 76,8% del saldo en circulación de bonos privados correspondía a emisiones en dólares). En segundo lugar, el bajo valor nominal de los bonos (S/. 1 000) facilita la participación de un mayor número de inversionistas, en especial de los individuales. Finalmente, el que los bonos sean negociados en la bolsa contribuye a una mayor transparencia sobre las transacciones realizadas además de contribuir a la formación de una cultura inversionista en valores representativos de deuda.

Para que se pueda formar una curva intertemporal de tasas de rendimiento es necesario contar con una variedad de tasas de mercado de distintos plazos. En este sentido, resulta fundamental la formación de tasas de corto plazo, lo cual podría lograrse a través de la emisión de papeles cero cupón negociados a descuento. Otra alternativa podría ser la estructuración de "strips" de la deuda soberana emitida durante los últimos años, es decir, la separación del principal y los cupones de un bono permitiendo la negociación de cada uno de ellos de manera independiente como títulos cero cupón. Adicionalmente, se podría analizar la conversión de los Bonos Brady a valores con plazos de redención distintos, e incluso en diferentes monedas.

Es importante mencionar, que la escasez de emisiones del gobierno central se ve reflejada en la composición de la cartera de bs fondos pensiones. El porcentaje del portafolio de estos inversionistas destinado a deuda gubernamental que asciende a menos del 10 %, es bajo si lo comparamos con otros países.

COMPOSICION DE LOS FONDOS ADMINISTRADOS DE PENSIONES: DICIEMBRE 2000  
(estructura porcentual)

	<i>Argentina</i>	<i>Bolivia</i>	<i>Chile</i>	<i>El Salvador</i>	<i>México</i>	<i>Perú</i>	<i>Uruguay</i>
<i>Año de la Reforma</i>	1993	1996	1980	1997	1996	1992	1995
Deuda gubernamental	56.0	69.5	35.7	71.3	92.6	9.0	61.4
Instituciones financieras	15.6	23.2	35.1	25.3	2.0	34.0	34.9
Instituciones no financieras	2.8	3.7	4.0	3.4	5.4	18.6	1.9
Acciones	12.3	0.0	11.6	0.0	0.0	29.0	0.0
Fondos mutuos y de inversión	8.2	0.0	2.4	0.0	0.0	0.7	0.0
Emisores extranjeros	4.5	0.0	10.9	0.0	0.0	6.7	0.0
Otros	0.6	3.7	0.2	0.0	0.0	2.1	1.8

Fuente: Boletín Estadístico AIOS N° 4

## 4.2 Conectando los procesos de concesión con el mercado de valores

Resulta necesario diseñar e implementar los incentivos suficientes para que los inversionistas nacionales y extranjeros que participan en procesos de privatización o de concesión, encuentren en el mercado de valores un vehículo eficiente para la captación de recursos que les permita cumplir con los compromisos de inversión establecidos comúnmente en dichos procesos. Una alternativa podría encontrarse en la titulización de los flujos futuros provenientes de las concesiones otorgadas por el gobierno peruano.

## 5. La protección a los inversionistas

Como hemos podido apreciar, la participación de los inversionistas – individuales e institucionales - es fundamental para el desarrollo del mercado de valores. En el caso peruano, existe un excedente en los fondos administrados por los fondos de pensiones, fondos mutuos, compañías de seguros y otros inversionistas institucionales, que podría ser dirigido hacia nuevos instrumentos y valores. Uno de los factores que explicaría esta situación, es la poca protección que ofrece el marco legal a aquel inversionista que no tiene el control de la empresa. Niveles adecuados de transparencia y protección a los inversionistas, conducirán a incrementar la credibilidad en nuestro mercado de valores y por tanto en su crecimiento.

### 5.1 Dificultad para valorizar instrumentos representativos de deuda

La ilíquidez estructural que presenta el mercado de valores peruano, en particular el mercado de deuda, dificulta la valorización diaria a precios de mercado de los portafolios de los inversionistas institucionales. Esta situación genera riesgos potenciales que pueden favorecer la presencia de prácticas irregulares como el arbitraje regulatorio, errores en la medición de la rentabilidad, conflictos de interés, entre otros, todo lo cual podría reducir la confianza de los inversionistas en el sistema. Resulta pues fundamental proponer ajustes orientados a perfeccionar el esquema de valuación vigente.

### 5.2 Estándares de buen gobierno corporativo.

Nuestro marco legal muestra serias debilidades en los mecanismos de protección al inversionista y al accionista minoritario. La protección a los inversionistas en cualquier jurisdicción descansa en el conjunto de normas que determinan los derechos con que éstos cuentan, así como en la calidad y eficiencia de los sistemas que tienen por objeto hacer cumplir dichas normas. Si no existen niveles adecuados de gobierno corporativo, el desarrollo del mercado como mecanismo canalizador de recursos se ve limitado.

El concepto de “Buen Gobierno Corporativo” está referido básicamente a la protección de los derechos de *acreedores y accionistas no controladores*. Los mercados de capitales en los cuales se garantiza un alto nivel de protección al inversionista cuentan con mayores posibilidades de desarrollo, en la medida que la existencia de dichos niveles de protección facilita el proceso de canalización de recursos. En ese sentido, los inversionistas se vienen alejando de aquellas empresas que se encuentran pobremente gobernadas y, mas bien, están focalizando su atención en aquellas que cumplen con los estándares internacionales de transparencia, independencia, confianza y conciencia social.

### Empresas líderes en gobierno corporativo en Latinoamérica

Compañía	País	Promedio Ponderado 100%
Globo Cabo	Brasil	75,5
Buenaventura	Perú	75,5
Ambev	Brasil	74,6
Cemex	México	74,0
Modelo	México	71,8
Antofagasta	Chile	71,3
Embraer	Brasil	71,0
Femsa	México	69,9
Electropaulo	Brasil	68,8
Tele Nordeste	Brasil	68,8
CCU	Chile	68,4

Fuente: CLSA Emerging Markets

El derecho legal más importante que tienen los accionistas es el derecho a votar en materias corporativas importantes como fusiones y liquidaciones, así como también en la elección de los miembros del directorio. Los derechos de voto, sin embargo, pueden ser costosos de ejercer y hacer cumplir. Aún cuando los accionistas elijan a los directores, éstos podrían no necesariamente representar sus intereses. En muchos países, el derecho de voto es complementado por un deber de lealtad de los administradores hacia los accionistas, esto es, el deber de actuar en interés de los accionistas creando valor.

Así como los accionistas, los acreedores tienen una gran variedad de protecciones legales, entre las que podemos mencionar el derecho a tomar activos que sirven de colateral de los préstamos; el derecho a declarar a la compañía en quiebra en caso no pague sus obligaciones; el derecho a remover a los administradores en quiebra; el derecho a votar en la decisión de reorganización de la compañía, entre otros. La protección legal de los acreedores es frecuentemente más efectiva que la de los accionistas, toda vez que el *default* es una violación directa de un contrato de deuda que una corte puede verificar.

El buen gobierno corporativo se viene consolidando a nivel mundial como uno de los elementos más importantes a tomar en cuenta antes de realizar una inversión. En ese

sentido, las empresas buscan adecuar sus prácticas al estándar internacional y los mercados buscan adecuar sus regulaciones de la misma manera.

## **6. Tratamiento tributario.**

Como ya se ha visto en algunos puntos de este diagnóstico, el tratamiento tributario de algunas herramientas del mercado de valores no contribuye a crear un mercado eficiente y atractivo para la inversión. En estos puntos hay consenso en los comentarios recibidos de la Bolsa de Valores de Lima, Asbanc, Banco Continental, Citibank, Estudio Muñiz, Estudio Rodrigo, Elías & Medrano, el Fondo de Asistencia a la Pequeña y Mediana Empresa, Value Investments, Estudio Uría, Banco Wiese Sudameris, Credibolsa y MGS y Asociados.

Hemos explicado que el principal problema de los fondos de inversión de capital de riesgo se encuentra en que no se grava la renta del partícipe sino la del fondo, lo cual no respeta el carácter neutral que debe tener un fondo de inversión. Este defecto en la legislación desalienta la participación de los AFPs en esta clase de fondos, impidiendo que grandes cantidades de recursos puedan ser canalizados hacia las Pymes (que son el objetivo natural de inversión de los fondos de inversión para capital de riesgo).

De igual manera, el tratamiento del fideicomiso no es acorde con la naturaleza de este mecanismo. Los defectos en las normas aplicables al fideicomiso impiden en alguna medida que este mecanismo de reducción de riesgo pueda ser utilizado en toda su dimensión, por lo que es necesario hacer algunos cambios a nivel de impuesto a la renta, impuesto general a las ventas y de los impuestos municipales. En efecto, la transferencia en fideicomiso es tratada por nuestras leyes tributarias de la misma manera como se trata la transferencia de propiedad, desvirtuando la naturaleza especial del fideicomiso. Así, los impuestos que gravan la propiedad son dirigidos contra el fiduciario en vez de hacerlo contra el fideicomitente, quien sigue siendo el propietario del bien.

Finalmente, es importante que la exoneración del impuesto a la renta a la ganancia de capital tenga una extensión definitiva en el tiempo. El otorgamiento de esta exoneración por plazos cortos de manera continua no otorga la necesaria estabilidad para las inversiones a mediano y largo plazo, en la medida en que la exoneración incide directamente en el rendimiento de las inversiones. Por el contrario, dicha mecánica genera incertidumbre en el inversionista al no saber éste si la exoneración se seguirá renovando o no.

## **IV. Propuesta integral para dinamizar el mercado de valores peruano**

De la revisión de la situación actual de nuestro mercado, así como del análisis de las principales tendencias que afectarán su comportamiento en un futuro cercano, es posible identificar una serie de objetivos y proyectos de índole estratégico que demandarán de la participación activa de los diversos agentes del mercado de valores (gobierno central, entes supervisores, Bolsas de Valores, Cavali, Empresas Clasificadoras de Riesgo, Sociedades Administradoras de Fondos, Sociedades Agentes de Bolsa, etc.), para actuar en campos diversos como regulación, supervisión, innovaciones tecnológicas y operativas, capacitación y difusión.

En el presente documento se propone una serie de acciones que no solo implican reforzar las prácticas actuales de supervisión, sino promover también un marco normativo que facilite la actuación de los diversos partícipes del mercado. De esta manera se pretende crear las condiciones para el fortalecimiento de los mecanismos de financiamiento e inversión actualmente existentes, garantizando la transparencia del mercado, y creando los medios de

difusión que contribuyan a un mayor conocimiento de las bondades y riesgos que conlleva participar en el mercado de valores, ya sea como emisor o como inversor.

Las diversas acciones identificadas como estratégicas en la presente “Propuesta Integral” se traducen en una serie de proyectos de cambios normativos (Ley de Mercado de Valores, Ley de Fondos de Inversión, modificaciones tributarias, entre otras); así como, en el planteamiento de temas de investigación a ser realizados en un horizonte de corto, mediano y largo plazo, de cuyos resultados se fijarán las pautas del comportamiento futuro del mercado de valores.

Las propuestas normativas han sido enriquecidas con el concurso de los diversos partícipes del mercado, académicos, líderes de opinión, como del público en general, que nos han hecho llegar su opinión en la Consulta Ciudadana realizada sobre la base del documento preliminar que fuera publicado en el Diario Oficial El Peruano el 25 de abril del presente año. Por otro lado, un número importante de dichas sugerencias que no conllevan cambios en el marco normativo en el corto plazo, serán evaluadas a la luz de los avances que se alcancen en temas cuya materialización han sido planeadas en un horizonte de mediano y largo plazo.

Se debe destacar que la presente propuesta ofrece resultados concretos que en el corto plazo contribuirán a atacar la actual coyuntura recesiva de nuestra economía. Esta afirmación se sustenta en lo siguiente:

- En primer lugar, se estima que la apertura del Mecanismo de Negociación de Instrumentos No Masivos redundará en un movimiento mensual de US\$ 50 millones aproximadamente, lo cual contribuirá a generar liquidez y capital de trabajo a la pequeña y mediana empresa.
- La modificación propuesta al marco legal aplicable a los Fondos de Inversión en Capital de Riesgo contribuirá al crecimiento inmediato de estos fondos hasta en US\$ 80 millones sólo en el primer año.
- Finalmente, las propuestas en materia de protección al inversores y de flexibilización en la inversión de las carteras de los fondos de pensiones contribuirán a que la demanda potencial de títulos por parte de las AFPs pueda satisfacerse en el mercado de valores peruano, logrando que nuestras empresas capten ese exceso que sólo en el caso de bonos llega a los US\$ 800 millones.

En tal sentido, la propuesta busca lo siguiente:

1. Promover la incorporación de nuevos inversores y emisores al mercado de valores, con especial énfasis en la pequeña y mediana empresa, construyendo un marco adecuado de transparencia en la información y las operaciones, facilitando el acceso a los diversos agentes económicos a los instrumentos y mecanismos actualmente existentes, y creando las condiciones para el desarrollo de nuevas alternativas de financiamiento e inversión.
2. Incentivar una participación promotora del Estado en el desarrollo del mercado de valores, canalizando los procesos de privatización y concesiones a través del mercado público de valores y creando un mercado de deuda pública que contribuya no sólo a aumentar el volumen de negociación en nuestro mercado, sino que permita a su vez la formación de una curva de tasas de interés básica que sirva como referencia para la determinación de las tasas de descuento aplicables para la valuación de los instrumentos de deuda privados.

3. Construir un esquema adecuado de protección a los inversores principalmente aquellos carentes de control empresarial, que les permita informarse de manera veraz, suficiente y oportuna, así como defender sus derechos (gobierno corporativo) frente a quien ejercer el control de la empresa.
4. Promover un mayor dinamismo de los mecanismos centralizados de negociación, a través de la revisión de su regulación, aumentando la eficiencia de su operatividad y reduciendo los costos de transacción.
5. Alcanzar una mayor eficiencia en la supervisión y control existente, a través de una mayor coordinación entre entes supervisores y promoviendo la autorregulación entre los diversos participantes del mercado.

**Acciones Estratégicas:** La satisfacción de los objetivos estratégicos dependerá de la realización de una serie de acciones que demandan la participación activa de un conjunto de instituciones, y que deberán trabajarse en horizontes de corto, mediano y largo plazo. Estas acciones de carácter estratégico para el desarrollo del mercado de valores han sido identificadas y agrupadas en cuatro niveles: incorporación de nuevos emisores e inversores al mercado de valores; mayor protección al inversor; mayor liquidez en el mercado de valores; mejora del marco institucional del mercado de valores. Los alcances de cada una de las acciones propuestas se desarrolla a continuación.

#### **A. Incorporación de nuevos emisores e inversores al mercado de valores**

Es necesario construir un marco adecuado de transparencia en la información y las operaciones, facilitando el acceso a los diversos agentes económicos a los instrumentos y mecanismos actualmente existentes, y creando las condiciones para el desarrollo de nuevas alternativas de financiamiento e inversión. Para cumplir este objetivo se propone:

##### **1. Flexibilizar los requisitos a los cuales se encuentran sujetos las Ofertas Públicas Primarias de Valores (OPP)**

En esta dirección la propuesta de Proyecto de Ley que modifica la Ley de Mercado de Valores (en adelante el Proyecto de Ley), incluye como Décima Disposición Transitoria y Final ("Promoción del Desarrollo del Mercado de Valores"), el texto siguiente:

*"Con el fin de promover el desarrollo del mercado de valores, mediante Decreto Supremo refrendado por el Ministro de Economía y Finanzas, se podrán establecer excepciones a los requisitos de inscripción del valor y registro del prospecto en el Registro Público del Mercado de Valores, la obligación de contar con un agente colocador, entidad estructuradora o en su caso de representante de obligacionistas, en los supuestos en que el plazo de emisión sea corto o el monto de la emisión no sea elevado o según el tipo de valor de que se trate o las características del emisor o la naturaleza de las garantías que se establezcan u otras circunstancias similares, siempre que tales requerimientos resulten innecesarios o impongan costos injustificados al financiamiento vía la oferta de valores"*

Esto permitirá entre otros, por ejemplo, evaluar excepciones a: 1) valores emitidos por otras entidades, pero garantizados por el Gobierno Central u organismos multilaterales en los que el Perú sea miembro, y 2) instrumentos emitidos por entidades financieras con determinados riesgos. Asimismo, dicha modificación a la Ley de Mercado de Valores dará la posibilidad de eliminar, para ciertos casos, la necesidad de la intervención de un agente colocador y de una entidad estructuradora.

Se debe indicar que la actual Ley de Mercado de Valores en su Séptima Disposición Final dispone que: *“Mediante Decreto Supremo refrendado por el Ministerio de Economía y Finanzas se establecerán las condiciones para la emisión, así como los requisitos para la inscripción en el Registro de valores representativos de deuda que emitan por oferta pública las pequeñas y medianas empresas”*, como una observación a la referida Disposición Transitoria se debe indicar que ésta se limita únicamente a valores representativos de deuda y valores emitidos por pequeñas y medianas empresas, por lo cual el Proyecto de Ley amplía esta disposición a todos los valores representativos de capital y de deuda, así como no hace distinción al tamaño del emisor.

Asimismo, el referido Proyecto de Ley contempla la posibilidad de establecer excepciones a la exigencia de dos clasificaciones a las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda, o que la misma se limite a contratar los servicios de una sola clasificadora.

Al respecto, la Asociación de Bancos (Asbanc) opinó que en la actualidad ya existe un régimen flexible para el caso de los emisores calificados y también para instrumentos de corto plazo, considerando que la propuesta contenida en la referida disposición implica un riesgoso margen de discrecionalidad.

Por otro lado, existen comentarios a favor (Argenta, PROMOINVEST, Asbanc y Banco Wiese Sudameris) y en contra (Apoyo & Asociados Internacionales, Class & Asociados, Equilibrium, PCR Pacific Credit Rating y Cofide), de la modificación introducida al régimen de clasificación de riesgo.

La preocupación de las cuatro clasificadoras de riesgo se centró fundamentalmente en la discrecionalidad de Conasev en el establecimiento de excepciones a la obligatoriedad de clasificación. Consideran que los criterios para establecer las situaciones de excepción deberán estar claramente definidos o reglamentados para que se mantenga como excepción y no surja ninguna duda frente a la excepción señalada y ésta se considere como tal, y no una regla frecuente.

Equilibrium opinó que ésta es una medida cuyo efecto sería únicamente económico, reduciendo el costo de emisión. Sin embargo, coincide con PCR en que desde el punto de vista de protección al inversor y al mercado, no se estaría brindando toda la información necesaria a los potenciales inversores, ya que se contaría con una sola opinión en cuanto a la clasificación de riesgo otorgada no pudiendo esta ser comparada ni cotejada al realizarse de manera singular.

Sobre este mismo punto, Class opinó que si lo que busca la propuesta es fomentar las emisiones de pequeñas y medianas empresas, ya la actual Ley del Mercado de Valores en su Séptima Disposición Final dispone esta posibilidad. En opinión de Class el concepto podría ampliarse para incluir la dispensa de la obligación de contar con dos clasificadoras, cuando se trate del caso de una reestructuración empresarial. Ello permitirá establecer en el tiempo la viabilidad de la empresa reestructurada, a la vez de colaborar en la creación y promoción de un mercado de instrumentos financieros de alta rentabilidad.

Para Cofide la reducción de la exigencia de dos clasificaciones podría acarrear problemas de tipo incentivo – estructura; es decir, al ser las empresas contratadas por la empresa a calificar, surge el incentivo a ponerse de “acuerdo” en una determinada clasificación. Dicho problema persiste, aunque en menor medida, al tener que contar con dos empresas clasificadoras.

Promoinvest y Argenta sugirieron que la exigencia de clasificación se limite a una sola en los casos de emisiones menores a 6,000 UIT (US\$ 5 millones). Para PROMOINVEST en estos casos es suficiente con reforzar la entrega de los prospectos informativos al inversor, quien conocería que esa emisión no cuenta con clasificación y que asumiría todo el riesgo por su inversión. Argenta señala que estas emisiones podrán gozar de la exoneración siempre y cuando sea *patrocinada*, estructurada o colocada por una sociedad agente de bolsa, una sociedad titulizadora o una sociedad administradora de fondos. Asimismo indica que este patrocinio se refiere únicamente a dotar a los instrumentos de seguridad jurídica (firmas autorizadas, etc.) mas no a garantizar la rentabilidad esperada.

El Banco Wiese Sudameris indica que la posibilidad de que la Conasev pueda disponer excepciones a la exigencia de dos clasificaciones contribuirá a la reducción de costos transaccionales en las emisiones de instrumentos de deuda. Por otro lado, Asbank considera positiva la medida y señala que debe ser el objetivo de largo plazo el que la clasificación sea facultativa.

Con relación a los comentarios realizados cabe indicar en primer lugar que el Decreto Legislativo N° 861, Ley de Mercado de Valores, a través de artículo 55, otorga a Conasev la capacidad de establecer excepciones en los casos de requisitos para la inscripción de valores objeto de oferta pública en el Registro Público del Mercado de Valores, discrecionalidad que se ha utilizado de manera razonable, por ejemplo en el caso de Oferta Pública de Certificados de Depósitos Negociables. Es importante mencionar que una disposición normativa como la anotada permite la flexibilidad necesaria a efectos de lograr la adaptación de las normas al desarrollo y necesidades del mercado.

Por otro lado, la Décima Disposición Transitoria y Final dispone que dicha facultad sería otorgada al Ministerio de Economía y Finanzas, al ser dichas excepciones establecidas vía Decreto Supremo y no vía Resolución Conasev, las mismas que serían dadas únicamente con el fin de promover el desarrollo del mercado de valores.

En esta misma orientación luego de la evaluación realizada por la Comisión se consideró conveniente mantener la propuesta de que mediante disposición de carácter general, Conasev pueda establecer excepciones a la exigencia de dos clasificaciones a las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda, o que la misma se limite a contratar los servicios de una sola clasificadora, en tanto esta revierta en el crecimiento del mercado de valores.

Finalmente, se debe indicar que se evaluó la aplicación de un régimen especial a efectos de hacerlo extensivo a empresas de tamaño pequeño. Sin embargo, si bien con dicha medida se experimentaría un efecto positivo sobre los costos de emisión, esto no supera el principal problema vinculado con dichas emisiones, como lo es el riesgo y las características estructurales de la demanda en nuestro mercado (en Argentina y España los resultados obtenidos de flexibilizar requisitos de emisión a PYMEs no han sido del todo alentadores). En este sentido, la experiencia internacional evidencia que los mecanismos por excelencia para incorporar vía mercado primario a estas empresas lo constituyen los fondos de capital de riesgo y la constitución de esquemas de garantías que posibiliten mejoramientos de crédito, tópicos que son desarrollados más adelante.

## **2. Revisión del Régimen de Emisión de Instrumentos de Corto Plazo**

Se propuso modificar el Reglamento de Oferta Pública y de Venta de Valores Mobiliarios, en el caso de los instrumentos de corto plazo, con el propósito de reducir plazos y algunos costos de emisión debido a la gran incidencia que estos factores tienen sobre la tasa efectiva de financiamiento para la empresa emisora.

Al respecto, Citibank, N.A. Sucursal Lima, BBVA Banco Continental y el Estudio Muñiz, Forsyth, Ramírez, Pérez Taiman & Luna Victoria respaldan la necesidad de contar con un marco normativo especial para instrumentos de corto plazo en vista del impacto del costo de emisión sobre dichos instrumentos. En este sentido sugieren una serie de aspectos para ser evaluados con el fin de lograr un marco normativo adecuado para los instrumentos de corto plazo. Entre los aspectos mencionados están:

- a) Supresión del contrato complementario elevado a escritura por cada emisión. Se propone aplicar un esquema similar al de certificados de depósito negociables por parte de entidades financieras, de tal manera que se aumente el detalle en el contrato marco de emisión y en el aviso de oferta pública con el fin de que dichos documentos sean los requeridos para efectuar la oferta de cada emisión de instrumentos de corto plazo.
- b) Simplificación del contenido del prospecto marco para instrumentos de corto plazo, de tal manera que se asemeje al exigido actualmente para el documento informativo marco de los programas de certificado de depósitos negociables.
- c) Sustitución del prospecto complementario por el aviso de oferta pública con todas las condiciones específicas de una emisión debido a que el contrato complementario y el prospecto complementario, en la mayoría de los programas de emisión de instrumentos de corto plazo, duplican la mayor parte de la información contenida en el contrato marco y prospecto marco respectivos.
- d) Prescindir de la necesidad de actualizar las clasificaciones de riesgo cada vez que se realice una emisión dentro del programa, incluyendo en el aviso de oferta pública de cada emisión la clasificación de riesgo vigente.

Por otro lado, la Bolsa de Valores de Lima coincidió con la necesidad de flexibilizar los requisitos a los que se encuentran sujetas las ofertas públicas primarias de valores, dado que estos harán factible para muchas entidades acceder al mercado primario en condiciones competitivas. De igual manera, la Bolsa de Valores de Lima señaló que dicho objetivo se alcanzará con la incorporación de mejoras en los procedimientos de inscripción y en los formatos de emisión de instrumentos de corto plazo y de presentación del prospecto informativo, además de la desregulación en cierta medida en la clasificación de riesgo.

Recogiendo las sugerencias de los diversos partícipes del mercado, Conasev viene evaluando el flexibilizar la emisión de estos instrumentos en el caso de entidades calificadas, respecto de las cuales se encuentra disponible información suficiente en el mercado de valores. Estas entidades, en el caso de instrumentos de corto plazo, podrían efectuar emisiones con el único requisito de la publicación de un prospecto informativo cuya información se limite básicamente a las características de los valores y la oferta en sí; y a guiar a los potenciales inversores a las fuentes de acceso a información adicional respecto del emisor.

Responsable: Conasev

Plazo: Corto Plazo

### **3. Formación de un Mecanismo de Negociación para la transacción de valores objeto de emisión no masiva**

La propuesta presentada para la creación de un Mecanismo de Negociación para la transacción de valores objeto de emisión no masiva, se vio materializada en su etapa inicial a través de la Resolución Conasev N° 045-2001-EF/94.11 del 30 de abril de 2001, que autoriza el funcionamiento y aprueba el reglamento interno del mecanismo centralizado de negociación denominado MIENM. Inicialmente serán admitidos a negociación en el MIENM

los instrumentos de emisión no masiva emitidos por empresas con valores listados para su negociación en Rueda de Bolsa siempre que:

- a. Los emisores se encuentren al día en la presentación de información financiera a la Bolsa de Valores de Lima.
- b. Los valores listados integren el Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima, o cuenten con una clasificación no menor a B o CP-2, en el caso que tengan más de una clasificación se tomará como referencia la menor.
- c. El emisor sea el obligado directo al pago del instrumento y que este último sea emitido con relación a operaciones comerciales usuales del emisor.

Al respecto, se recibieron sugerencias por parte de diversos participantes del mercado de valores como es el caso del Instituto del Riesgo Financiero, de Procacao S.A., Pacific Credit Rating, el Indecopi y de MGS Asociados.

Si bien en términos generales se comparte la necesidad de la creación de un mecanismo como es el MIENM, se han presentado observaciones y recomendaciones a la norma aprobada por Resolución Conasev N° 045-2001-EF/94.11, especialmente referidas a los alcances de instrumentos y emisores que tienen acceso a dicho mecanismo. Se reconoce a su vez que las transacciones que se realicen deberán estar acompañadas por la revelación de información clave que permita a los inversores visualizar la real situación de las entidades cuyos papeles se negocian.

En concordancia con alguna de las observaciones presentadas, la Bolsa de Valores de Lima opinó lo siguiente:

- a. Es importante extender el acceso al MIENM a un importante número de empresas. En dicho sentido se han dado pasos importantes al implementar el MIENM, que sin embargo es un mercado que inicialmente está restringido por el lado de la oferta a principales empresas inscritas en Bolsa y de alta calidad crediticia.
- b. Las restricciones a la demanda (inversores calificados) podrían generar descalces en el mercado secundario, pues el monto nominal de los instrumentos ofertados por las pequeñas y medianas empresas (proveedores) será significativamente menor que el monto que justifique una inversión de cualquiera de los inversores a los que se pretende orientar el mecanismo. Esto elevaría los costos de transacción, posiblemente hasta hacer inviables las mismas, por lo que, si el nivel de transparencia es el adecuado, cualquiera podría participar en el mercado.
- c. En lo que se refiere a los requisitos de inscripción y presentación de información que fueran incluidos en la propuesta inicial, considera que son excesivos.

Recogiendo las sugerencias de los diversos partícipes del mercado, Conasev y la Bolsa de Valores de Lima deberán evaluar la viabilidad de aspectos como:

- a. Permitir la negociación de valores en que el obligado (principal responsable del pago) no sea el emisor. En especial si se considera que en el caso de letras de cambio y facturas conformadas usualmente el emisor es mas bien el acreedor y no el principal obligado.
- b. Ampliar la negociación a valores a algunos de emisión masiva, para lo cual se requeriría un cambio en la denominación del MIENM.
- c. Ampliar la gama de emisores que puedan participar, en tanto que hay otras empresas que cumplen plenamente con sus deudas y por ende están calificadas como con riesgo crediticio "nomal" o "problema potencial".
- d. Eliminar la exigencia de que el emisor sea el "obligado directo", es decir, no restringir el mercado sólo a los valores que tengan como obligado principal a determinadas

- empresas, pues dichas empresas tienen la misma responsabilidad cuando intervienen como obligados solidarios (endosantes, giradores, avales, fiadores, etc.).
- e. Eliminar la restricción a la negociación con valores pagaderos en cuotas.
  - f. Descartar la inclusión de límites de endeudamiento a fin de que no se restrinja el mercado a papeles de mayor riesgo para inversionistas con "*perfil de riesgo más amplio*".
  - g. Suprimir la restricción a que la garantía sobre los valores objeto de negociación esté exclusivamente referida a carta fianza. Sobre el mismo tema se ha propuesto la eliminación de la obligación de que la fecha de vencimiento de la carta fianza sea por lo menos 5 días posteriores a la fecha de vencimiento del valor negociado en tanto que de acuerdo con el Código Civil la ejecución de las fianzas puede hacerse hasta 15 días posteriores a su vencimiento.
  - h. Establecer que los valores negociados a través del MIENM lleven necesariamente una cláusula liberatoria de protesto.
  - i. Que en el *factoring* de facturas el inversor retenga en garantía de cualquier retraso en el pago de la factura, un 10 por ciento del monto pagado, con el fin de reducir el riesgo de atraso.

Respecto de las observaciones señaladas cabe resaltar que el MIENM empezó a operar a partir del 9 de mayo de acuerdo al reglamento interno presentado por la Bolsa de Valores de Lima, el que no incluye límites de endeudamiento y el cual como ya se mencionó se centra en la negociación de instrumentos de emisión no masiva emitidos por empresas con valores inscritos para su negociación en Rueda de Bolsa, con el fin de que el mercado cuente con información suficiente para la toma de sus decisiones de inversión. Sin embargo, de acuerdo con los resultados que se obtengan con el funcionamiento de dicho mecanismo, se tiene previsto ampliar los alcances a nuevos emisores y a otros tipos de valores siempre que sean de emisión no masiva y cuenten con un marco de transparencia y de protección al inversor adecuado.

Finalmente, el *Instituto del Riesgo Financiero* presentó una propuesta complementaria para la negociación de valores de emisión no masiva. Dicha propuesta consiste en incluir para el segmento de las empresas no atendidas por el MIENM un mecanismo obligatorio de evaluación del riesgo crediticio dirigido a examinar la capacidad de pago de empresas que coloquen títulos valores seriados o no seriados que no correspondan a oferta pública y que esté dirigida al financiero de corto plazo. La propuesta se encamina a generar un historial que permita paulatinamente a algunas empresas acceder a mecanismos de financiamiento de más largo plazo vía la emisión de bonos u otros títulos, mediante oferta pública u otras alternativas, de esta manera, una certificación independiente proporcionaría al mercado información que sirva para que inversores potenciales puedan tomar una decisión en la colocación de fondos en títulos valores.

Se debe indicar que si bien la propuesta presentada por el *Instituto del Riesgo Financiero* brinda una alternativa adicional a las mencionadas en el presente documento, su aplicación demanda realizar una evaluación detallada que permita determinar los beneficios y costos de su aplicación en relación con los mecanismos actualmente existentes.

Responsables: Conasev y Bolsa de Valores de Lima  
Plazo: Corto Plazo

#### **4. Incorporar mejoras en los Formatos de Presentación del Prospecto Informativo (OPP) y agilizar los procedimientos de inscripción**

Se propone hacer más "amigable" el proceso de cumplimiento de los requisitos que se exigen en el caso de oferta pública de valores. Esto se tiene previsto lograr a través de la

creación de formatos y modelos de los documentos e información (contratos o actos de emisión, dentro o fuera del marco de programas de emisión y que no requieran hacerse constar mediante escritura pública) que deben presentarse a Conasev, tanto con ocasión de la inscripción de valores, como respecto a la información y documentación a entregar con posterioridad a la inscripción y colocación.

Responsables: Conasev y Bolsa de Valores

Plazo: Corto Plazo

## **5. Promover la conformación de Fondos de Capital de Riesgo**

Hay cuatro acciones concretas en este tema: la aprobación por el Congreso de los dos proyectos de Ley adjuntos al presente documento; revisión del Reglamento de Fondos de Inversión; evaluar la conformación de fondos de inversión con participación de Cofide, y; realizar labores de difusión.

### **a. Aprobación de la propuesta de modificación a la Ley de Fondos de Inversión (Decreto Legislativo N° 862)**

Se propuso cambios normativos a nivel de la Ley de Fondos de Inversión y de carácter tributario que podrían estar limitando el desarrollo de estas instituciones de inversión colectiva. Entre los principales aspectos propuestos inicialmente se encontraron:

- Permitir el aporte de bienes no dinerarios al fondo
- Flexibilidad en el diseño de la política de inversiones permitiendo que sea los propios fondos los que deciden si concentrarán o diversificarán sus inversiones, de acuerdo a las pautas, orientadas a evitar conflictos de interés, que fije el ente regulador del mercado de valores.
- Ampliar la gama de inversiones de los fondos de inversión, permitiéndoles la inversión en instrumentos financieros no inscritos en el registro.
- Incrementar la participación máxima que puede mantener un inversor en cuotas del fondo (de 1/4 a 1/3), así como ampliar el plazo a 3 años en el que los partícipes fundadores pueden mantener una participación por encima del límite.
- Permitir mayores posibilidades de apalancamiento del fondo atendiendo a su objetivo y política de inversión.

Se debe indicar que han sido recibidas observaciones al proyecto de Ley, las cuales en su mayoría han sido recogidas como es el caso del Sr. Jesús Gómez y del Estudio Berninzon, Loret de Mola & Benavides Abogados. Entre estas se encuentran:

- Se precisa que el patrimonio es de carácter autónomo.
- Se elimina la posibilidad de emitirse, respecto de un mismo fondo, cuotas agrupadas en clases con distintos contenidos de derechos; este extremo de la propuesta es aceptable, pues es coherente con la legislación y práctica internacional, según la cual las cuotas (units o cuotapartes) representativas de las inversiones colectivas constituidas bajo la forma de patrimonios comunes y autónomos, son de características iguales.
- Se precisa que los inversores de los fondos de inversión tienen derecho a que se les reembolse su inversión en los casos que hayan hecho ejercicio de su derecho de separación como consecuencia, por ejemplo, de modificaciones en el reglamento interno del fondo. Esta situación no había sido inicialmente prevista en la actual normativa.

- Se elimina la exigencia de contar con un prospecto de colocación a fin de evitar duplicidades con el reglamento interno. En este sentido se exigirá únicamente el Reglamento de Participación del Fondo, el que unificará la información antes contenida en los dos documentos mencionados. .
- Se reducen los costos de acceso al mercado a los gestores de fondos de inversión, en dicho sentido, se disminuye la relación existente entre el capital suscrito y pagado de las sociedades administradoras y del patrimonio que administre. Adicionalmente se faculta a Conasev para establecer un monto máximo de patrimonio mínimo exigible a las sociedades administradoras, de tal forma que no se convierta en una limitación a la operatividad en el mercado el hecho de gestionar fondos de gran aceptación, mas aun si es que se está requiriendo una garantía adicional a la administradora.
- Se constituye un sistema de garantías similar al establecido para el caso de los fondos mutuos que proteja a los inversionistas de los potenciales riesgos derivados de prácticas fraudulentas o conductas irregulares por parte del gestor..
- Se establece que la contabilidad de los fondos de inversión debe ser regulada por Conasev.
- Se establece que la inscripción en bolsa de los certificados de participación sea facultativa en vez de obligatoria.
- Se establece que el mínimo patrimonio de un fondo de inversión se fije en el propio reglamento de participación del fondo, por la administradora atendiendo a los activos a ser financiados y otras características del fondo.
- Se menciona que de descender el patrimonio mínimo por debajo del establecido por la Sociedad Administradora, la Conasev se pronunciará determinando la liquidación del fondo u otra medida. En este sentido, se propone una norma que regule un procedimiento que permita a Conasev conocer las situaciones que influyen en el crecimiento del fondo de inversión y que, en la medida de que se trate de situaciones coyunturales o subsanables en un plazo prudencial, se pueda proponer una vía de solución distinta a la disolución y liquidación.
- Se precisa que es el fondo quien se está endeudando para el financiamiento de sus inversiones y no la administradora.
- Se podrán otorgar garantías con los recursos de los Fondos en los casos que Conasev establezca mediante normas de carácter general;
- Se determina que el límite de apalancamiento sea establecido en el reglamento de participación, sin embargo se contempla que Conasev pueda establecer un límite por encima del cual se deba revelar con mayor detalle las condiciones de riesgo derivados del apalancamiento que se pretende asumir.

Por otro lado, instituciones como Cofide señalan que ciertas modificaciones propuestas requieren de un análisis exhaustivo como, por ejemplo, que permitir aportes no dinerarios puede generar problemas en la valoración, solvencia y liquidez. Precisamente recogiendo observaciones como la indicada es que el proyecto de ley señala que Conasev es quien establecerá, mediante normas de carácter general, los criterios y condiciones para la admisión de los aportes no dinerarios al patrimonio.

Asimismo, Cofide se pregunta con relación a quiénes serán calificados como "Fondos de Inversión de Capital de Riesgo", como "Sociedad Administradora de Capital de Riesgo" y como "Sociedad Gestora de Capital de Riesgo". Al respecto, la Comisión considera que el comentario es acertado y revela una preocupación que está siendo resuelta en el proyecto de reglamento de fondos de inversión, el mismo que en su oportunidad será difundido a los distintos participantes del mercado para recoger sus comentarios.

El Fondo de Asistencia a la Pequeña Empresa S.A. sugirió que debería ser reglamentado el monto mínimo de inversión por empresa para acceder a los beneficios de participación, así como un monto mínimo de participación en cada empresa a invertir. Asimismo, propone que los fondos de inversión de capital de riesgo negocien instrumentos financieros no inscritos en bolsa emitidas por empresas de su cartera. La Comisión considera estos últimos comentarios acertados, debiéndose indicar que la normatividad propuesta ya recoge dichas apreciaciones.

Por otra parte, el Indecopi propone precisar que los fondos de inversión puedan participar en operaciones de arrendamiento financiero, asumiendo la posición de locador o arrendatario a través de la sociedad administradora, quien siempre actúa por cuenta de los partícipes del Fondo. Al respecto, esta Comisión ha considerado que aceptar la propuesta plenamente podría implicar ciertas imprecisiones relativas a los ámbitos de la Ley de Fondos de Inversión y la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, así como imprecisiones en los alcances de la supervisión de las respectivas autoridades reguladoras. Por ello, se ha optado por definir en términos generales la operación de arrendamiento entre las operaciones autorizadas para realizarse con los recursos de los fondos de inversión. Cabe mencionar sin embargo que dichas inversiones se sujetan a lo que se disponga Conasev mediante normas de carácter general.

Responsable: Comisión de Economía del Congreso de la República

Apoyo: Conasev y MEF

Plazo: Corto Plazo

## **b. Revisión del Reglamento de Fondos de Inversión**

A nivel del Reglamento se tiene previsto incorporar una serie de cambios orientados a promover una mayor transparencia y protección al inversor. En este sentido, se plantea:

- a) Revelación de riesgos de las inversiones en el reglamento interno del fondo.
- b) Fortalecer la transparencia en las políticas de valuación y contabilidad.
- c) Mejorar transparencia sobre “Hechos de Importancia”.
- d) Mejorar regulación sobre los conflictos de interés.
- e) Establecimiento de sistemas de indemnización por conductas o prácticas irregulares.

Responsable: Conasev

Plazo: Corto Plazo

## **c. Evaluar la viabilidad de la formación de Fondos de Inversión de Capital de Riesgo orientados a pequeñas y medianas empresas**

Se propuso la conformación de un Grupo de Trabajo (Conasev, Cofide y MEF), que evalúe la viabilidad de la conformación de un fondo de inversión que invierta en la pequeña y mediana empresa (bajo el amparo del Decreto Legislativo N° 862). De establecerse su viabilidad, y una vez identificado los perfiles de proyectos en los cuales se orientarían los recursos del fondo, se pasaría a una etapa de implementación, para lo

cual se requerirá de los aportes, entre otras instituciones, de la Corporación Financiera de Desarrollo (Cofide) y de organismos internacionales para el inicio de sus operaciones. Dicho fondo se constituiría en un proyecto piloto que incentive al sector privado a participar en estos esquemas de inversión colectiva de capital de riesgo.

A efectos de hacer viable estos esquemas colectivos de inversión de capital de riesgo, el referido Grupo de Trabajo deberá evaluar aspectos como:

- La participación en la conformación de estos fondos del sector privado y de organismos internacionales, así como de Cofide, dada la importancia que instituciones de esta naturaleza han tenido en la conformación de fondos de capital de riesgo en otros mercados de valores a nivel internacional.
- La necesidad de que estos fondos inviertan en empresas que cuenten con cierto ordenamiento administrativo y contable, lo cual podría conducir que en una primera etapa la conformación de fondos que se encuentren orientados a la mediana empresa.
- Los fondos requieren de un tamaño mínimo para su viabilidad, así como de la existencia de normas precisas que regulen los conflictos de intereses que se puedan generar en la gestión del fondo.
- Es necesario contar con “buenos” gestores locales o extranjeros, dado que de ellos y de la correcta identificación de los proyectos de inversión, depende en gran parte el éxito de estos esquemas colectivos de inversión.
- Determinar el perfil de la demanda para estos instrumentos. La conformación futura de fondos de capital de riesgo deberá contemplar que los principales inversores institucionales en nuestro mercado, consideran oportuno que las inversiones del fondo deban orientarse a proyectos ya iniciados que permitan obtener flujos de repago desde el inicio de la inversión. Asimismo, son de la opinión que el gestor participe con sus recursos en el fondo, de manera que al arriesgar su dinero se comprometa más con la administración del mismo.

Al respecto, se deberán evaluar posiciones como las de Value Investments Peru la cual señala que esta opinión no estaría considerando el caso de los organismos internacionales, los cuales sí estarían dispuestos a invertir en el mediano y largo plazo; y que por su experiencia, resulta más fácil invertir así como obtener condiciones más favorables en la inversión en empresas económicamente viables que atraviesan problemas de liquidez. De esta manera, indica que debería considerarse como estrategia de salida el hecho que en el futuro algunas de las empresas en las que invierte el Fondo de Capital de Riesgo generarán flujos de caja que posibilitarán que sus acciones puedan ser lanzadas a través de una oferta pública inicial al mercado de valores.

En la misma dirección, el Fondo de Asistencia a la Pequeña Empresa indicó que en función a su experiencia, la obtención inmediata de flujos desde el inicio de la inversión va en contra de las tendencias del capital de riesgo, las cuales son inversiones de madurez de mediano y largo plazo.

De otro lado, con respecto a la opinión de algunos inversores institucionales de que el gestor participe con sus recursos en el fondo, PROMOINVEST considera que no es conveniente que dicha participación sea obligatoria, debido a que esta situación generaría una competencia desleal entre los gestores con mayores recursos y los gestores con menores recursos; el gestor debe destinar sus recursos a la capacitación de su personal y al

desarrollo de su empresa gestora, debiendo su política de inversiones estar claramente definida en su reglamento interno.

Responsables: Conasev, Corporación Financiera de Desarrollo (Cofide) y MEF  
Plazo: Largo Plazo

#### **d. Evento de Difusión**

Como acción inmediata se considera oportuno realizar un Evento de Difusión que permita hacer conocer a los diversos agentes económicos del mercado de valores los diversos mecanismos a nivel internacional desarrollados con el fin de promover la incorporación de la pequeña y mediana empresa al mercado de valores, con especial énfasis en los esquemas colectivos de capital de riesgo y los sistemas de garantías.

Responsable: Conasev  
Plazo: Corto Plazo

### **6. Construcción de un Sistema de Garantías**

Además de la conformación de esquemas colectivos de inversión que permitan superar el problema de escala reducida de la pequeña y mediana empresa y hacer viable su acceso a financiamiento en el mercado de valores, como es el caso de los fondos de capital de riesgo, es necesario considerar la viabilidad de implementación de esquemas de garantías que permitan a través de mejoramientos de crédito reducir la brecha que se presentaría entre el riesgo que los inversores estarían dispuestos a asumir y el riesgo relacionado a la oferta de valores generada por las necesidades de financiamiento de las pequeñas y medianas empresas.

Es así que se propone trabajar en el marco legal que diseñe un esquema de garantías adecuado en el ámbito del mercado de valores. Para ello, se coordinará con Cofide para compartir las experiencias de la Fundación Fondo de Garantía para Préstamos para Pequeña Industria (FOGAPI). Para el desarrollo de este esquema financiero se deberá tener en consideración los siguientes aspectos: la fuente de los recursos para la constitución de los esquemas de garantías (la experiencia internacional muestra que es el Estado el que debe liderar o iniciar este proceso); la determinación de las coberturas de las garantías que serían proporcionadas (ingeniería de riesgos y límites de exposición), así como las condiciones o requerimientos para acceder a dichas garantías; el manejo del multiplicador de cartera con respecto al patrimonio efectivo o técnico; la administración del portafolio de inversiones del fondo de garantía; entre otros.

Con relación al tema de garantías, el estudio de abogados Berninzon, Loret de Mola & Benavides Abogados propuso la creación de Fondos de Inversión Afianzadores y de Garantía, para lo cual sugirió considerar como una de las actividades que podían realizar los fondos de inversión, la actividad relacionada al otorgamiento de garantías. Se ha considerado conveniente evaluar con mayor detenimiento la propuesta y promover la participación de otras entidades públicas y privadas en la discusión.

Al respecto, la Comisión considera que el tema de garantías debe ser tratado integralmente, analizando la viabilidad, ventajas y desventajas de los diferentes esquemas que pueden ser implementados, entre ellos los Fondos de Inversión Afianzadores y de Garantía propuestos, debiendo analizarse a la luz de la experiencia internacional en donde se han desarrollado fundamentalmente fondos de garantías estatales y en menor proporción asociaciones o

sociedades "privadas", constituidas con socios beneficiarios que son las propias pequeñas y medianas empresas.

Por otro lado Cofide ha manifestado su coincidencia de opinión con la propuesta presentada, con excepción del horizonte planteado. Esta institución señala que se pueden iniciar las acciones en el corto plazo con miras a lograr resultados en el mediano plazo. En este sentido, se iniciarán las coordinaciones necesarias a efectos de diseñar un plan de trabajo que incorpore acciones de corto y mediano plazo, y además cuente con el aporte de la mencionada corporación financiera.

En esta misma dirección la Bolsa de Valores de Lima apoya la creación de fondos de capital de riesgo y de sistemas de garantía, que han mostrado ser vehículos efectivos en la canalización de fondos hacia la pequeña y mediana empresa. Adicionalmente, la Bolsa de Valores de Lima señala que un mejor tratamiento normativo en materia financiera y tributaria y la transparencia de la información respecto a estos mecanismos, fomentará su desarrollo y tendrá como consecuencia efectos positivos en el crecimiento y distribución de la riqueza en el país.

Responsables: Conasev, Cofide y MEF  
Plazo: Largo Plazo

## **7. Procesos de Reestructuración Patrimonial**

En este campo se considera oportuno evaluar los cambios normativos que permitan que las deudas de empresas en reestructuración empresarial reconocidas por Indecopi puedan ser incorporadas en títulos valores libremente transferibles. Dicho análisis comprende, entre otros, la eliminación o reducción de los requisitos actualmente exigibles para la negociación de valores en mecanismos centralizados de negociación o a partir de su oferta pública fuera de éstos, así como la posible desmaterialización de dichos títulos. La aplicación de dicha propuesta deberá contemplar los mecanismos que permitan divulgar a los inversores los riesgos que asume y los niveles de información con que cuenta, debiendo conocer que los valores que se encuentran negociando son de empresas en reestructuración.

Al respecto se han presentado comentarios del Dr. Rolando Castellares Aguilar, KPMG Grellaud y Luque Abogados, el Estudio Rodrigo, Elías & Medrano Abogados, el Estudio Uría Abogados y conjuntamente por Citibank, N.A., el BBVA Banco Continental y el Estudio Muñiz, Forsyth, Ramírez, Pérez Taiman & Luna Victoria, Abogados. Las principales observaciones y recomendaciones se centran en los siguientes aspectos:

- a. Para que la propuesta sea viable no sólo se requiere de la evaluación y eventual modificación de algunas de las exigencias propias de los requisitos para la participación de los "nuevos títulos concursales" en el mercado de valores, sino que se requiere adicionalmente analizar la regulación existente en la normativa concursal. Ello con el fin de verificar si la misma en realidad permite o dificulta la negociación de créditos en el mercado de valores. En dicho sentido, entre algunos de los aspectos que se recomienda se tome en evaluación están:
  - (i) El tipo de créditos que pueden ser incorporados en títulos valores.
  - (ii) La necesidad de precisarse si la transferencia de un crédito titulizado generará el cambio de su naturaleza.
  - (iii) Los efectos de un reconocimiento de créditos parcial.
  - (iv) Los efectos de la interposición de recursos de impugnación (reconsideración, apelación) contra la resolución que reconoce parcialmente un crédito concursal, sobre un título valor emitido y si un pronunciamiento posterior favorable

- (reconocimiento de un mayor crédito) motivará el reemplazo del título valor anterior o la emisión de uno nuevo por el saldo reconocido.
- (v) Las responsabilidades que asume Indecopi como emisor del título valor, de tal manera que si deje constancia que ello no involucra asegurar el posible cumplimiento del mismo.
  - (vi) Las condiciones en las que Indecopi emitirá los títulos valores y los plazos que deberá observar para su emisión, tomando en consideración que no existe un plazo legalmente fijado para la emisión de las resoluciones de reconocimiento de créditos.
  - (vii) Las consecuencias derivadas de las modificaciones de los planes de reestructuración que apruebe la junta de acreedores del deudor concursado, respecto de los títulos valores ya emitidos y la variación de las condiciones para su pago en caso se modifique el cronograma de cancelación de los créditos.
  - (viii) Los alcances de la emisión de estos “nuevos títulos valores” que, en muchos casos, se expedirán respecto de créditos que ya cuentan con títulos valores que los representen, lo que generaría un problema de duplicidad de documentos que contengan una única obligación y que circularían en ámbitos distintos, pues sólo uno estaría en el mercado de valores.
  - (ix) Las condiciones necesarias para la “actualización” de la información patrimonial y financiera del deudor concursado luego de la aprobación del cronograma de pago y, en especial, de la deuda post-concursal asumida, pues Indecopi en la actualidad no cuenta con los mecanismos legales necesarios para disponer la constante entrega de información sobre el desenvolvimiento empresarial de los deudores que cuenten con planes de reestructuración aprobados.
- b. La propuesta para que la Comisión de Reestructuración Patrimonial de Indecopi sea la entidad a cargo de la emisión del título que incorpora el crédito reconocido, debe considerar lo establecido por el artículo 3 de la Ley de Títulos Valores. Es decir que la creación de nuevos títulos valores se debe realizar por ley o por norma legal distinta en caso de existir autorización para el efecto emanada de la ley o conforme al artículo 276° de la Ley de Títulos Valores.
- c. La emisión de títulos valores por parte de la Comisión de Reestructuración Patrimonial de Indecopi se realice una vez que la Junta de Acreedores haya aprobado el plan de reestructuración correspondiente, a fin de permitir a los acreedores tomar conocimiento de la forma y oportunidad de pago de los créditos.
- d. Evaluar si es que la Comisión de Reestructuración Patrimonial del Indecopi, así como sus entidades delegadas, cuentan con la infraestructura necesaria que permita a los inversores obtener información veraz, suficiente y oportuna, que permita cumplir con los niveles de información exigidos por Conasev y tomar decisiones de inversión de manera eficiente. En general, en los casos en que se consigne la libre transmisibilidad de los títulos valores, debe considerarse el mecanismo mediante el cual el inversor obtendrá información periódica y actualizada sobre la situación de la empresa.
- e. La Comisión de Reestructuración Patrimonial del Indecopi deberá estar en capacidad de llevar un control adecuado en las juntas de acreedores verificando quiénes tienen derecho a participar en ellas y comprobar se cumpla con los quórum y mayorías exigidas para la toma de decisiones.

Sobre la base de los comentarios presentados, se adjunta al presente documento un proyecto de Ley que busca generar un mecanismo que facilite la transferencia de las acreencias que se reconocen en el marco de un procedimiento concursal. La norma establece que la emisión de los valores se efectuará a través de Indecopi o los órganos u organismos autorizados. Se permitirá asimismo la emisión de títulos valores libremente

transferibles, denominados "Valores de Empresas en Concurso" con el objeto de incrementar las posibilidades que éstos tengan liquidez en el mercado secundario. Dependiendo de las características de su emisión, dichos títulos valores podrán ser considerados valores mobiliarios y negociados en mecanismos centralizados de negociación en el mercado de valores. Esto último permitirá ofrecer tales valores, y por ende, transferir tales créditos, a un mayor número de participantes.

Se dispone asimismo que mediante disposiciones complementarias que se emitan se regulará los tipos de valores que podrán emitirse así como las características que podrán tener. Es aconsejable que tales aspectos sean precisados a nivel reglamentario a fin de tener la flexibilidad suficiente para dar respuesta a los retos que presente la realidad cotidiana en los procedimientos concursales.

Responsables: Conasev y el Instituto de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (Indecopi)

Plazo: Mediano Plazo

## **8. Promover las emisiones primarias del Gobierno Central (strips, conversión de Bonos Brady) y Gobiernos Locales**

Se considera oportuno que el MEF, de manera conjunta con Conasev, evalúe diversos esquemas alternativos que contribuyan a promover el desarrollo del mercado de deuda gubernamental, instrumento de singular dinamismo en otros mercados de valores en el ámbito mundial. Entre estas alternativas se encuentran la estructuración de strips, mecanismo que consiste en la separación del principal y los cupones de un bono, permitiendo la negociación de cada uno de ellos de manera independiente, derivando en instrumentos a plazos distintos de vencimiento, favoreciendo así la formación de una curva de rendimiento en el mercado y de una estructura intertemporal de tasas. Asimismo, con este fin se debería evaluar la conversión de la deuda soberana (Bonos Brady) a valores con plazos de redención distintos e incluso en diferente moneda (dólares por soles).

En esta misma dirección, la SBS y el Banco Central de Reserva - BCRP están realizando las coordinaciones respectivas a fin de ampliar el límite de inversión en instrumentos de deuda soberana (Bradys) al cual se encuentran sujetos los fondos de pensiones. Esto favorecerá el desempeño de estos últimos al poder invertir un mayor porcentaje de sus recursos en instrumentos de inversión que calzan con la naturaleza de largo plazo de los fondos de pensiones.

Al respecto, la Bolsa de Valores de Lima comparte el mismo diagnóstico al señalar que la promoción de emisiones primarias del gobierno central y gobiernos locales harán posible no sólo el *benchmarking* en los mercados de deuda sino que se constituirán en fuentes alternativas de financiamiento para la realización de obras pública.

Finalmente, se ha considerado conveniente tomar la recomendación de Cofide acerca de su inclusión como responsable en esta acción junto con la Conasev, la SBS, el BCRP y el MEF debido a su calidad de agente financiero especializado del Estado y por su experiencia en la emisión de títulos de deuda.

Responsables: Conasev, SBS, BCRP, Cofide y MEF

Plazo: Mediano Plazo

## **9. Evaluar el desarrollo de valores hipotecarios**

Se considera oportuno la conformación de un Grupo de Trabajo (Conasev, SBS y MEF) que evalúe las experiencias exitosas que se han dado a nivel internacional en el desarrollo de instrumentos hipotecarios en el mercado de valores. Para ello se deberán evaluar, diversos esquemas implementados a nivel internacional, como los mecanismos de promoción hipotecaria desarrollados en el mercado americano desde la década de los 30s, y que dieron origen al segundo mayor mercado de instrumentos de renta fija del mundo (sólo superado por el mercado de deuda gubernamental norteamericana). En EEUU destaca el caso de Fannie Mae, entidad que de acuerdo con su carta estatutaria, tiene como actividades operar en el mercado hipotecario residencial secundario, comprando y/o titulizando carteras de préstamos hipotecarios de instituciones primarias, los cuales financian tomando fondos del mercado de capitales nacional e internacional. Al respecto, cabe señalar que Fannie Mae se constituye como el mayor proveedor de fondos hipotecarios convencionales en los Estados Unidos, la segunda corporación más grande de dicho país en términos de activos y, en general, después del Tesoro Americano, el mayor emisor de deuda en el mercado de capitales estadounidense.

En este sentido, el referido Grupo de Trabajo deberá tomar como punto de partida las conclusiones y recomendaciones realizadas por el International Finance Corporation (IFC) y que se encuentran plasmadas en el documento: Feasibility of a Secondary Mortgage Market in Perú.

El Internacional Finance Corporation (IFC) hace observaciones relativas a los aspectos que puedan estar significando trabas al desarrollo del financiamiento a la vivienda en el país. Específicamente, señala que para que dicho desarrollo se vea potenciado es necesario reducir aquellos elementos que se encuentren generando costos injustificados en tiempo y dinero al desarrollo del mercado secundario de créditos hipotecarios y de la titulación de dichos créditos. De acuerdo a la observación, los requisitos legales en la transferencia de créditos con garantía hipotecaria como una escritura pública y la inscripción en un Registro Público son procesos complicados y generan costos importantes.

Señalan asimismo que la creación del Título de Crédito Hipotecario Negociable (TCHN) constituye un avance importante pero que, sin embargo, se continúa involucrando a los registros públicos y que tiene aspectos operativos que pueden resultar complicados. De acuerdo a la observación, las dificultades para crear este mecanismo han generado que el instrumento no haya tenido acogido en el mercado. Adicionalmente, de acuerdo a las observaciones del IFC, estos instrumentos son útiles únicamente para el caso de personas que ya cuentan con un inmueble y pueden solicitar la expedición del TCHN al Registro Público, mas no satisface las necesidades de crédito de personas que pretendan obtener un préstamo con el objeto de adquirir posteriormente un inmueble.

Al respecto, cabe mencionar que la observación ha sido recogida en el proyecto de Ley adjunto al presente documento. De esta manera, se incluye la posibilidad que el TCHN pueda ser también emitido por el acreedor siempre que intervenga un notario. La modificación propuesta posibilita en mayor medida que las empresas del sistema financiero sigan con la práctica usual de originación de créditos hipotecarios, incluyendo en la escritura pública correspondiente, una cláusula que les permita crear el título con posterioridad, cuando exista la necesidad de su emisión, con una simple comunicación, del notario que interviene verificando la legalidad de la operación, al Registro Público correspondiente.

Otra ventaja que se abriría a partir de la aprobación del proyecto, se refiere a la posibilidad de incorporar los créditos con garantía hipotecaria actualmente en existencia en un TCHN, lo que de acuerdo al régimen vigente no es del todo claro en la medida que la Ley de Valores señala que el Registrador emite el título después de constatar que el inmueble carece de cargas y gravámenes, lo que no ocurre cuando los inmuebles se encuentra ya

hipotecados. El objetivo primordial del proyecto es facilitar el desarrollo de procesos de titulización, pero también el desarrollo de un mercado secundario de créditos hipotecarios y, finalmente la expansión del financiamiento hipotecario en el país.

Por otro lado, el IFC señala que el régimen contemplado para los TCHN estaría yendo en contra de la tendencia actual de desmaterialización y eliminación del formato papel en la representación y transferencia de derechos. Lo que no ayuda a crear un mecanismo ágil y económico para la transferencia de créditos hipotecarios. Esto a su vez dificulta la generación de un mercado secundario de éstos créditos y la posterior titulización de los mismos. En dicho sentido, en la medida en que la Comisión ha considerado conveniente facilitar la creación y transferencia de los créditos hipotecarios en aras a facilitar el desarrollo de un mercado secundario para tales instrumentos y facilitar su titulización, es que el proyecto contempla la posibilidad que los TCHN sean representados y transferido mediante anotaciones en cuenta mediante su registro en una Institución de Compensación y Liquidación de Valores supervisada por Conasev.

En adición a los comentarios presentados por la IFC, existen comentarios de parte de la Bolsa de Valores de Lima y de Cofide en favor del desarrollo de valores hipotecarios. La Bolsa de Valores de Lima ha resaltado la importancia de desarrollar un mercado de valores hipotecarios orientado a financiar a tasas competitivas, el déficit de viviendas existente, así como estandarizar las carteras de crédito de los bancos para facilitar los procesos de titulización con lo que se tendrá un efecto positivo en el mercado de valores y multiplicador del crédito bancario. Mientras que Cofide ha señalado que en su calidad de entidad financiera de segundo piso operando desde una óptica privada, está en condiciones de participar en la constitución de una entidad hipotecaria especializada de segundo piso, en caso ésta requiera de algún apoyo o iniciativa conjunta pública-privada.

Finalmente, se ha tomado en consideración la recomendación de Cofide para su inclusión en el grupo de trabajo en vista de la experiencia adquirida dentro del proceso de diseño de un Programa de Financiamiento Hipotecario que incluye líneas de crédito, emisión de instrumentos y mecanismos de apoyo y fomento al desarrollo del mercado secundario. Por otro lado, con respecto a las recomendaciones de Sudamericano Bolsa y Asbanc en relación a la inclusión de la BVL, de CAPECO y de Asbanc como responsables del proyecto, se debe indicar que se realizarán las coordinaciones necesarias con las referidas instituciones, así como con diversos partícipes del mercado, a fin de recoger sus aportes y experiencia respecto al tema.

Responsables: Conasev, Cofide, SBS y MEF  
Plazo: Mediano Plazo

## **10. Promover la estandarización de carteras de crédito del Sistema Bancario**

Se propone que la SBS evalúe esquemas que promuevan en el mediano plazo la estandarización de carteras de crédito del sistema bancario, con el fin de favorecer la creación de una masa crítica potencial que podría ser objeto de procesos de titulización de activos, ejemplo: cartera hipotecaria y préstamos orientados a la pequeña y mediana empresa.

Respecto a los procesos de titulizaciones, Cofide sostiene que si bien la estandarización de carteras es una condición necesaria, no es suficiente para lograr el crecimiento de los procesos de titulización de activos en el Perú, afirmación que compartimos. En dicho sentido, se señala la necesidad de evaluar otras condiciones tales como modificaciones tributarias, reducciones en los requerimientos de capital de las Sociedades Tituladoras para cada fondo administrado y modificación de límites de inversión por parte de AFP y

otros inversores institucionales. Adicionalmente, Cofide considera que es prioridad explorar y generar las condiciones para incrementar el potencial titulizable de los flujos de activos provenientes de los adeudos de las Instituciones Financieras de Intermediación (IFIs) con las que opera.

Respecto a los comentarios de Cofide, los proyectos de ley presentados como anexos al presente documento abarcan reformas en el marco tributario relacionadas con las titulaciones. Los aspectos no contemplados en los cambios normativos presentados, como es el caso de las modificaciones a los límites de inversión de las AFP y otros inversores institucionales, serán considerados dentro de la evaluación que se llevará a cabo en coordinación con la SBS. Finalmente, en vista de los aportes que podría hacer Cofide en el desarrollo de la estandarización de créditos del sistema financiero, se ha considerado conveniente su incorporación como responsable de la presente propuesta.

Responsables: SBS y Cofide

Plazo: Mediano Plazo

### **11. Promover que el mercado de valores asuma un rol más activo en los procesos de privatización y evaluar el potencial de las concesiones como activos que puedan ser objeto de una titulación**

Se considera una valiosa oportunidad para promover el crecimiento del mercado de valores el canalizar las privatizaciones de empresas públicas a través de los mecanismos con que éste cuenta. Para ello se deberá poner especial interés en dar a conocer a los actuales y potenciales inversores las bondades y riesgos que asume al participar en dichos procesos.

En esta misma dirección, se deberá evaluar el potencial que existe por el lado de las concesiones para desarrollar esquemas de titulación de activos, al encontrarse éstas vinculadas generalmente a flujos futuros predecibles (redes viales, aeropuertos, puertos, telecomunicaciones, etc.). Al respecto, se han recibido una serie de comentarios los mismos que serán tomados en cuenta en la evaluación que sobre este tema se viene desarrollando.

Al respecto, el Estudio de Abogados Muñiz, Forsyth, Ramírez, Pérez Taiman & Luna Victoria, opinó favorablemente respecto al potencial de las concesiones como activos que puedan ser objeto de titulaciones, sin embargo, recomienda ampliar el panorama para estudiar de manera detallada y desde un punto de vista más general el financiamiento de las concesiones a través del mercado de valores.

Cofide por su parte señaló que la titulación de flujos futuros, en los casos de concesiones, dependerá de la evaluación que realicen los inversores finalmente adjudicados, por lo que corresponde al Estado el dotar de las condiciones estructurales necesarias para que dicha evaluación resulte positiva. Adicionalmente, Cofide considera que es la institución indicada para representar al Estado en procesos de titulación.

Respecto a la promoción del crecimiento del mercado de valores a través de la canalización de las privatizaciones de empresas públicas, Cofide considera que tendrá efecto si se utilizan mecanismos que permitan ampliar la base de inversores, dado que ello impulsaría la liquidez y profundización del mercado. Por su parte Sudamericano Bolsa, recomienda que para lograr canalizar los procesos de privatización y concesiones a través del mercado público de valores se requiere eliminar en los contratos firmados entre el Estado peruano y los garantes de dichos procesos, la restricción por la cual sólo pueden participar en el mercado secundario de deuda y de títulos representativos de patrimonio, los denominados "Acreedores Garantizados", tales como AFP, fondos mutuos, compañías de seguros y bancos.

Finalmente, la Bolsa de Valores de Lima remarcó la importancia de orientar los procesos de privatización hacia el mercado de valores, pues de esta forma se logran dos objetivos fundamentales: dotar al mercado de una mayor liquidez y formar una masa crítica de inversores, que harán más sustentable el proceso de privatización en el mediano plazo.

Los comentarios vinculados con el presente proyecto serán considerados en el estudio respectivo.

Responsables: Conasev y MEF

Plazo: Mediano Plazo

## **12. Aprobación del Proyecto de Ley que modifica la Ley del Impuesto a la Renta, la Ley N° 26731 y la Ley de Tributación Municipal**

Dentro del paquete de medidas tributarias propuestas al MEF se encuentran una serie de medidas orientadas a superar las omisiones, imprecisiones y asimetrías que la legislación tributaria genera sobre los agentes partícipes y mecanismos de financiamiento del mercado de valores. En tal sentido, se analizó la ley del impuesto a la renta y los tributos municipales, tratándose temas relativos a las transferencias fiduciarias en los procesos de titulización, a la afectación y exoneración de los fondos mutuos de inversión en valores y fondos de inversión, así como el tratamiento tributario de los diversos instrumentos financieros. En este sentido, se propone la extensión de la vigencia de la exoneración tributaria al impuesto a la renta, a la cual se encuentran sujetas las acciones y obligaciones objeto de oferta pública hasta el 31 de diciembre del año 2010.

Por otro lado, la Bolsa de Valores de Lima propuso que la exoneración tributaria al impuesto a la renta que grava las ganancias de capital deba ser extendida a cualquier título valor que se negocie en un mercado centralizado, incluyendo los títulos valores transados en el MIENM, para evitar asimetrías en el tratamiento tributario de los distintos instrumentos financieros negociados en tales mecanismos.

De la evaluación realizada se considera adecuado homologar los beneficios tributarios hacia este tipo de instrumentos, y así lograr el mayor acceso de financiamiento a través del mercado de valores. En este sentido se ha reformulado la propuesta, considerando dentro de la exoneración a los intereses y reajustes de capital de los títulos valores adquiridos a través del MIENM y no colocados por oferta pública.

Responsables: Congreso de la República

Plazo: Corto Plazo

## **13. Consolidar el sistema privado de clasificación de riesgo**

Las medidas propuestas con el objetivo de consolidar el sistema privado de clasificación de riesgo fueron dos: a) La ratificación de las clasificadoras por parte de la Junta General de Obligacionistas en la primera asamblea y b) la unificación de los criterios de clasificación entre Conasev y la SBS.

La primera propuesta consideraba que a través de este mecanismo podían generarse incentivos para que las clasificadoras efectúen su mejor esfuerzo con el fin de determinar la verdadera capacidad de pago del emisor del valor. De esta manera, se podría mejorar el sistema de clasificadoras en el mercado peruano y el nivel de transparencia del mismo.

Al respecto se han recogido opiniones en contra y a favor de dicha medida. Continental Bolsa SAB señala que no considera adecuado que la Junta de Obligacionistas ratifique o elija a las empresas clasificadoras dado que la credibilidad en la clasificación otorgada ya estaría incluida en el precio que los inversionistas pagan por el instrumento en el mercado. Adicionalmente, Sudamericano Bolsa señala que esta posibilidad implicaría un costo adicional en las emisiones de instrumentos de deuda, pues como parte del proceso de autorización, previo a la emisión y a la celebración de la Junta General de Obligacionistas, se celebran contratos anuales con las dos clasificadoras elegidas por el emisor, los mismos que incluyen toda la gama de instrumentos que tenga.

En opinión de Apoyo & Asociados Internacionales, la facultad con la que contaría la asamblea de bonistas para ratificar y eventualmente cambiar a las clasificadoras de riesgo resulta inconveniente, ya que podría provocar ciertas presiones de los bonistas a las clasificadoras o involucrar intereses circunstanciales para modificar el rating. Como alternativa a dicha propuesta, sugieren considerar que se otorgue a los bonistas la posibilidad de designar una tercera clasificadora, como un mecanismo de contraste de opiniones o de protección a los intereses del inversionista, en los casos que así lo ameriten.

Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A. coincide parcialmente con los comentarios efectuados por Apoyo al señalar que en su opinión la Junta General de Obligacionistas (JGO) es un órgano que representa de manera pasiva a los tenedores de títulos sin mantener ningún tipo de injerencia u operatividad al interior del emisor quien por lo general es el interesado en tener una clasificación de riesgo confiable y de calidad. Para ellos, los intereses de la JGO podrían distorsionar la labor de clasificación de riesgo al encontrarse conflictos de parte de la misma (una mejor clasificación conlleva a una mejor liquidez del título en caso este tenga que ser realizado o debido a un menor requerimiento de provisiones o encaje en el caso de fondos de inversión). Están de acuerdo con que el sistema de clasificación debe buscar su consolidación y a la vez una mayor transparencia, pero no creen que esto se logre incorporando más entidades de las que intervienen el día de hoy en el acceso al mercado de capitales, tales como; emisores, clasificadoras, estructuradores, bancos de inversión, fideicomisarios, sociedades agentes de bolsa y entidades financieras en general.

Class & Asociados S.A. Clasificadora de Riesgo considera que las opciones para que se exija la mejor calidad en el trabajo de las empresas clasificadoras de riesgo (ECR) existen y están establecidas en la legislación y los reglamentos, con alcances y posibilidades de control y observación para las autoridades, operadoras y emisores. Asimismo, señalan que Conasev puede solicitar la revisión de una clasificación, disponer cambiar a una de las ECR, vetar a alguna de las ECR. Así también los operadores y clientes pueden publicitar, denunciar y reclamar el trabajo que realizan las ECR cuando éste no guarda coherencia con los estándares requeridos. Finalmente indican que si bien es loable el planteamiento introducido, éste puede generar presiones adicionales con el ulterior efecto de ir contra del objetivo propuesto.

Asbanc considera también que la consolidación del sistema privado de clasificación de riesgo es una necesidad, máxime si el propósito de esta iniciativa es incentivar el ingreso de pequeñas y medianas empresas al mercado de capitales. Sin embargo, señalan que dado que el proceso de clasificación de un valor es complejo y requiere de un conocimiento claro e interactivo con el emisor, la idea de someter a la primera junta de obligacionistas la ratificación de las empresas clasificadoras podría ser contraproducente. Esto porque en el Perú la clasificación de riesgo es obligatoria. Agregan que es importante tener presente que en mercados más desarrollados la clasificación es opcional y es el propio mercado quien a través de sus inversionistas califica con sus órdenes de compra la veracidad y capacidad de un informe de clasificación. Asimismo, Cofide considera que esta medida puede ser útil si se

reduce la exigencia de dos clasificaciones a una sola, puesto que puede reducir los efectos de cualquier presión del emisor sobre la clasificadora.

Por el contrario, Clasificadora de Riesgo Pacific Credit Rating manifiesta que es buena idea que sea la JGO la que ratifique o remueva a la clasificadora de riesgo; añadiendo además que esta debería tener la potestad de remover a la clasificadora de riesgo en cualquier momento, previa justificación de dicha decisión. Adicionalmente, señala que Conasev, de manera periódica, debería realizar encuestas entre los inversionistas institucionales sobre la clasificación de riesgo de los distintos instrumentos emitidos en el mercado y hacer públicos los resultados de dicha encuesta con el fin de que las clasificadoras se esfuercen en hacer un buen trabajo.

Finalmente, en vista de que existen comentarios en contra y a favor de dicha medida, la aplicación de esta medida será evaluada con mayor detenimiento y con el concurso de las empresas clasificadoras de riesgo, para buscar el necesario consenso.

Con relación a evaluar la unificación de criterios de clasificación de riesgo entre Conasev y la SBS, sólo Equilibrium se ha pronunciado a favor de una medida de este tipo, indicando que las diferentes posiciones y posturas que mantienen los entes supervisores y reguladores frente a su relación con las empresas clasificadoras de riesgo constituyen un aspecto muy importante y un factor de distorsión y complejidad frente al mercado. Tanto Conasev como SBS y la SAAFP manejan por separado y con criterios distintos sus operaciones con las clasificadoras de riesgo, lo que ha significado y significa un mayor desgaste, persistencia de problemas y a su vez incongruencias que obstaculizan el desempeño de tales empresas. Esta institución considera que estos aspectos podrían ser adecuados según las prácticas internacionales, permitiendo así una mejor comprensión del mercado en general de la labor efectuada por las empresas clasificadoras de riesgo. Este comentario será tomado en cuenta al momento de realizarse las coordinaciones entre Conasev y SBS.

Responsables: Conasev y SBS

Plazo: Mediano Plazo

## **B. Mayor protección al inversor**

Se busca proteger principalmente al inversor carente de control empresarial, para que pueda informarse de manera veraz, suficiente y oportuna, así como defender sus derechos frente a quien ejerce el control de la empresa. Las principales acciones propuestas en este sentido son:

### **14. Unificación de criterios de valuación**

Aspectos estructurales del mercado de valores peruano han producido una aguda restricción de la negociación secundaria de los instrumentos financieros, en particular de los instrumentos de deuda. Como resultado de este fenómeno se han presentado dificultades para la valorización a precios de mercado de las carteras administradas por los inversores institucionales peruanos, en particular por los fondos de pensiones y los fondos mutuos, entidades que requieren valorizar sus activos con frecuencia diaria.

Esta situación demanda el diseño e implementación por parte de la SBS y de la Conasev, de medidas orientadas a superar dichas dificultades, de modo que se perfeccione el sistema de valorización actualmente utilizado. Es importante señalar, en un importante avance en esta dirección, Conasev con el apoyo financiero del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), contrató los servicios de un consultor internacional para el desarrollo del Proyecto

“Perfeccionamiento de los Sistemas de Valuación de Activos Aplicados por los Inversionistas Institucionales en el Perú”, el cual presentó un diagnóstico del esquema de valuación aplicado en el mercado financiero peruano y propuso un esquema alternativo cuyo objetivo era la minimización de riesgos sistémicos y distorsiones generadas en la valuación de carteras institucionales durante etapas de alta volatilidad en los mercados. Sobre la base de este documento Conasev ha diseñado una estrategia de acción que dicta los pasos a seguir sobre este tema.

En esta orientación resulta importante consolidar los esfuerzos que se han venido realizando para la implementación de un sistema de encuestas entre los inversores institucionales que actualice periódicamente las tasas de rendimiento referenciales para una muestra representativa de instrumentos de renta fija. Asimismo, con el objeto de eliminar potenciales irregularidades, tales como el arbitraje regulatorio, resulta recomendable que los diferentes esquemas de valorización converjan en el mediano plazo hacia la determinación de un vector de precios único que sea utilizado por los inversores institucionales para valorizar las carteras de inversión que se sujetan al criterio de “precio de mercado”. Finalmente, de manera complementaria resulta importante que se promuevan medidas orientadas a generar una mayor liquidez en el mercado de valores.

Al respecto, la Bolsa de Valores de Lima opinó que la unificación de criterios de valuación es una medida que debería ser adoptada considerando dos aspectos fundamentales:

- a) El establecimiento de metodologías de valuación o descuento uniformes para los diferentes tipos de instrumentos negociados en el mercado, metodologías que deberían ser difundidas entre los participantes del mercado.
- b) La determinación de parámetros uniformes de descuento o valuación para calcular el valor de las carteras de los inversores.

Se debe indicar que ambos aspectos señalados por parte de la Bolsa de Valores de Lima han sido considerados dentro de la estrategia que vienen llevando adelante Conasev y la SBS.

Responsables: Conasev y SBS

Plazo: Mediano Plazo

## **15. Revisión de los aspectos vinculados con el gobierno corporativo de las sociedades**

Si bien todos los accionistas en su conjunto son dueños de la sociedad, cada uno juega un rol distinto dependiendo del grupo al que pertenecen, pero a su vez ninguno de ellos se debe de irrogar un poder a expensas o en detrimento de los intereses de los otros, creando un desequilibrio de poderes. Se han observado en nuestro mercado algunos casos en los cuales los intereses y derechos de aquellos que invirtieron en empresas, pero que no cuentan con un control directo o injerencia de las mismas, han sido vulnerados. Por otro lado, la atracción de nuevos inversores al mercado, sobre todo provenientes del exterior, exige el contar con un marco normativo acorde con los estándares de las principales plazas en el ámbito mundial. Es por este motivo que esta Comisión considera conveniente que se inicie una revisión exhaustiva de los aspectos vinculados con el gobierno corporativo de las sociedades, debiéndose plantear soluciones concretas en aspectos como:

### **a. Derechos de los inversores de acciones de inversión**

Existe cierta similitud entre los derechos conferidos a los titulares de acciones de inversión y los conferidos a los accionistas sin derecho a voto. Sin embargo, debe señalarse, que el mecanismo fundamental de defensa, contra posibles abusos de parte de los controladores de la sociedad, está negado para las acciones de inversión; esto es, el derecho de impugnación, contra acuerdos que lesionen derechos de quienes no tienen derecho de voto en la sociedad. Por otro lado, tampoco existe para los titulares de acciones de inversión, el derecho de ser informado periódicamente de las actividades y la gestión de la sociedad.

Con el fin de superar los aspectos antes indicados se propuso la creación de incentivos para que las sociedades con acciones de inversión –por acuerdo expreso de sus accionistas – intercambien acciones de capital (con o sin derecho a voto) por acciones de inversión. En esta orientación, se presentaron a Consulta Ciudadana dos proyectos de normas legales, los cuales contenían entre otros los siguientes cambios normativos:

- Existiendo utilidades distribuibles al final de cada ejercicio, la sociedad se encontrarían obligadas a destinar una porción de ellas a la entrega de dividendos para los titulares de acciones de inversión, siendo la oportunidad para pronunciarse sobre su distribución, la junta obligatoria anual. La misma preferencia se aplicaría al momento de liquidación de la sociedad, siempre que exista remanente.
- El Directorio de la sociedad que haya emitido acciones de inversión debería convocar cuando menos dos veces al año a una asamblea de titulares de acciones de inversión con la finalidad de informarles de manera personal acerca de la marcha de la gestión social, encontrándose facultados los titulares de dichos valores a realizar las interrogantes que consideren pertinentes.
- El titular o titulares de acciones de inversión que representen cuando menos el diez por ciento de la Cuenta de Acciones de Inversión, podrían solicitar, en cualquier momento, información concerniente a la marcha de la gestión social, siempre que no se trate de información cuya divulgación puede generar un perjuicio para la sociedad.
- Los titulares de acciones de inversión podrían impugnar los acuerdos de la junta general de accionistas que lesionen sus derechos.
- Siempre que las acciones de inversión no se encontrarán inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores a cargo de la Conasev, así como las acciones u obligaciones que serían materia del intercambio, la oferta de canje que se realizará no constituirá oferta pública.

Por otro lado, el Proyecto de Ley incorporaba en el Artículo 10 la modificación del Artículo 85, referido a la aplicación de beneficios, ampliando su alcance a las acciones de inversión con el texto siguiente (sólo es de aplicación a las acciones representativas de capital social):

*"Artículo 85.- Sociedades con valores Inscritos.- Las sociedades cuyos valores de oferta pública se encuentren inscritos en el Registro están sujetas, además, a las siguientes disposiciones:*

- a) *Deberán contar con una política de dividendos aprobada por la Junta General de Accionistas, que fije expresamente los criterios para la distribución de utilidades. El establecimiento de dicha política y su modificación, de ser el caso, deberá ser informado por lo menos treinta (30) días antes de su aplicación, constituyen hechos de importancia y son de obligatorio cumplimiento, salvo causas de fuerza mayor debidamente acreditadas.*

*b) No podrán acordar para sus directores una participación en las utilidades netas del ejercicio económico por encima de seis por ciento (6%), salvo que tal circunstancia se divulgue como hecho de importancia dentro del primer mes del respectivo ejercicio económico.*

*Las Bolsas de Valores deberán establecer, en sus reglamentos internos, los alcances de fecha de registro y entrega de beneficios, la oportunidad en la que debe ser fijada y anticipación con la que debe ser informada al mercado."*

Con relación a las propuestas indicadas, la Compañía Minera Atacocha S.A.A. señaló que con estas modificaciones se estarían creando nuevas condiciones y modificando las características de las acciones de inversión y los derechos de los acciones comunes, circunstancia que sólo atañe a la empresa.

En opinión del Estudio Uría, Abogados, el otorgamiento de los beneficios no obedece a criterios económicos o razonables puesto que las acciones de inversión no representan una alícuota del capital social. Por lo demás, desde su creación se han emitido dispositivos legales con el objeto de eliminar derechos.

El Estudio Rodrigo, Elías & Medrano, Abogados indicó que con la impugnación de acuerdos societarios se estaría desnaturalizando dicho derecho pues sólo corresponde ser ejercido cuando se vulnera un interés superior como la ley o el interés social. Con relación al derecho de información, señalan que no cabe producir una modificación en tal sentido pues los titulares de acciones de inversión contarían con mayor derecho que los accionistas comunes, con lo cual se les estaría discriminando a estos últimos.

La Sociedad Nacional de Industrias, por su parte, manifestó que las modificatorias propuestas son inconstitucionales pues afectan la marcha normal de las empresas, como es el caso de los dividendos preferentes. Del mismo modo, en su opinión, las juntas de información semestrales que se proponen sólo generarían dificultades, problemas, litigios y abusos. Por el lado de las impugnaciones, señalaron que es injusto que las sociedades paguen un costo adicional por causa de terceros. En suma, se estarían violando los artículos 2º (incisos 13 y 14), 68º, 62º y 70º de la Constitución.

Por último, el Estudio Rubio, Leguía, Normand, Abogados señaló que las modificaciones atentan contra la normal marcha de los negocios sociales, como es el caso del derecho de preferencia en la distribución de dividendos. En relación con el derecho de información, manifestaron que se estaría creando una carga para la sociedad, sin perjuicio del potencial riesgo de que se conviertan en eventos de confrontación entre los accionistas de inversión y la sociedad. De otro lado, al crear una vía paralela de impugnación de acuerdos societarios también se vería afectado el flujir de la vida societaria.

Teniendo en cuenta los anteriores comentarios, la Comisión consideró conveniente eliminar el derecho de distribución preferente de dividendos, así como el del haber social en caso de liquidación. Esto último, por cuanto dada su incierta naturaleza no genera beneficio directo al actual régimen. La distribución de dividendos, por su parte, puede afectar la liquidez de muchas empresas.

No obstante, se mantienen los demás derechos en tanto constituyen una adecuada vía de defensa para los titulares de acciones de inversión ya que carecen del derecho de voto y no cuentan con la condición de accionistas.

Finalmente, se optó por no considerar el proyecto de norma que establecía disposiciones relativas a facilitar la redención o el intercambio de acciones de inversión, dado que al presumir manifestación de voluntad a la no asistencia a la junta, podría producirse intercambios en condiciones no muy equitativas.

## **b. Junta de Accionistas**

### **Renuencia a la convocatoria de junta de accionistas**

Existen empresas que no cumplen con convocar a Junta, mas aun en aquellos casos en donde se va a tratar la elección de nuevos miembros del directorio. No existen desincentivos efectivos para que el directorio de las sociedades se niegue a convocar a junta de accionistas, debiendo ésta ser convocada luego de seguir un trámite administrativo ante Conasev o un proceso en poder judicial. En algunos casos esta maniobra permite que los directores prolonguen su permanencia en el cargo indebidamente por lo que se debe evaluar la posibilidad de establecer una sanción administrativa en estos casos a fin de crear desincentivos a esta conducta.

Para los casos de sociedades anónimas abiertas, la falta de celebración de la junta obligatoria anual de accionistas en la oportunidad debida es un supuesto ante el cual la Conasev debe convocar, de conformidad con la Ley General de Sociedades, tanto de oficio (artículo 253° inciso 4) como a solicitud de accionistas (artículo 255°). Sin embargo, no se ha definido con precisión el rol que debe cumplir Conasev en el desarrollo de tales funciones.

En este sentido, se plantea que Conasev defina con precisión el rol que debe cumplir en las convocatorias a juntas de accionistas, tales como sus facultades en la designación de quien debe presidir y ejercer la secretaria de la junta, así como del lugar de celebración de la misma, de manera equivalente a las atribuciones que posee el juez en el caso de las sociedades no públicas.

En esta orientación, el Proyecto de Ley incorpora en la Décimo Primera Disposición Transitoria y Final el texto siguiente:

*“.....Asimismo, en los casos no regulados por leyes especiales, Conasev podrá reglamentar la convocatoria que realice el emisor o la referida Institución Pública, en los casos que lo soliciten los inversores titulares de valores objeto de oferta pública, con la intención de adoptar decisiones comunes para la defensa de sus derechos.....”*

Al respecto, el Estudio Rodrigo, Elías & Medrano Abogados señala que la facultad de reglamentar la convocatoria es excesiva e innecesaria, en la medida que la Ley General de Sociedades contiene todos los requisitos necesarios para la válida convocatoria a una junta, los mismos que no pueden ser superados por una disposición administrativa como la que se propone aun cuando dicha facultad provenga de una delegación legal. Finalmente indica que estos problemas, al presentarse mayormente en empresas agrarias azucareras, deben solucionarse con una norma aplicable a esas sociedades, las cuales, además, cuentan con una vasta legislación.

Por su parte, el Estudio Uría Abogados indica que la disposición contenida en la Décimo Primera Disposición Transitoria y Final del Documento relativa a la facultad de Conasev de reglamentar las convocatorias a juntas de los emisores, constituye un claro intervencionismo estatal, por lo que debería ser replanteada. La reglamentación de las convocatorias debe regirse únicamente por lo establecido por la Ley General de Sociedades y no deberían estar sujetos a la facultad discrecional de un ente administrativo.

En cuanto al tema de las convocatorias, básicamente se busca dar solución a situaciones en las que se produce un entrapamiento insuperable que tiene consecuencias graves en la defensa de los intereses de los inversionistas.

Estas situaciones en las cuales se pueda ejercer el derecho a solicitar convocatorias, serían sólo ante supuestos de carácter excepcional, los mismos que se han venido identificado en la práctica, o que se podrían presentar por la eliminación, en algunas ofertas públicas de valores, del mecanismo que garantizaba o permitía las convocatorias o el acceso a la información. Cabe señalar, que en todo caso, tendrían el carácter no sólo de extraordinarios sino de subsidiarios a la actuación diligente de los propios interesados.

### **Revocatoria de Convocatorias a Junta**

Existen casos en que se ha convocado a juntas generales de accionistas, sin embargo ante la proximidad de la realización de dichas juntas los directorios proceden a revocar las convocatorias manifestando una serie de argumentos que no están previstos ni en la ley ni en el estatuto como causales de suspensión. Finalmente se llega a realizar la junta con una parte de los accionistas quienes toman acuerdos y eligen una administración paralela a la ya existente en la sociedad. A dicho efecto, se propone que Conasev realice una revisión de las causales de revocación de convocatorias a Juntas Generales de Accionistas y proponga los cambios normativos que fuesen necesarios.

Por otro lado se observa que ciertas empresas realizan convocatorias defectuosas, sobretodo en el caso de la junta obligatoria anual de accionistas. Al respecto, se considera conveniente que Conasev realice una revisión de la sanción en caso de convocatorias defectuosas.

Al respecto, el Estudio Rodrigo, Elías & Medrano Abogados opinó que este problema tiene origen societario pero debe ser solucionado en sede judicial. Precisa que de tratarse de una 'convocatoria defectuosa', tal convocatoria no genera una válida instalación, celebración y adopción de acuerdos de la junta, señalando además que la calificación de 'convocatoria defectuosa' corresponde al juez y no al ámbito administrativo.

En efecto, en la actualidad cuando estos problemas se presentan se dirimen en sede judicial, que es precisamente el efecto buscado por la administración de la sociedad al realizar una 'convocatoria defectuosa', en la medida que los procesos judiciales pueden tomar un periodo largo de tiempo. Asimismo, debe tenerse en cuenta que el registrador público, no inscribe los acuerdos adoptados por las deficiencias de la convocatoria. En tal sentido, se considera oportuno evaluar los mecanismos que permitan una solución expeditiva a estos casos.

### **Representación en Juntas**

Algunos inversores encuentran un impedimento cuando en los estatutos de ciertas empresas estipulan que la facultad de representación en junta general se encuentra limitada, reservando la representación a favor de otro accionista o de un director o gerente, además de que cada empresa exige formalidades diferentes para ejecutar la representación.

La representación de los inversores y el ejercicio de su derecho a voto en junta, se facilitaría, si se diera la opción a ser ejercida por correo tal cual se realiza en el mercado americano. Otra medida sería la estandarización de las formalidades requeridas para la representación en junta por las empresas inscritas, las cuales deberán ceñirse en estricto a lo dispuesto por la Ley General de Sociedades.

Cabe señalar que se deben evaluar los costos y riesgos inherentes a la adopción del ejercicio del derecho a voto por correo, así como su impacto sobre el posible quórum de la junta.

Asimismo, tratándose de sociedades anónimas abiertas, se debe evaluar la existencia misma de la posibilidad de la limitación del derecho de representación en junta, dispuesto en la Ley General de Sociedades, ya que en este tipo de empresas debiera ser voluntad del accionista ejercer a quien le delega su representación.

Por otro lado, para las sociedades anónimas abiertas, se deberá evaluar la facultad de Conasev en el cumplimiento de lo dispuesto por la Ley General de Sociedades, como es el caso en los cuales las exigencias de las formalidades de representación en la junta sobrepasan lo dispuesto en dicha Ley.

Respecto a este tema, será evaluada la propuesta de Cavali ICLV en la que propone se considere la posibilidad de las ICLVs se encuentren permitidas de brindar, a los emisores y accionistas de los emisores, tanto de valores anotados en cuenta como de valores representados mediante títulos, el servicio de recopilación de los votos emitidos por correo, así como la representación en la Junta, y de ser necesario, el derecho de voto en las Juntas Generales, considerando que tales entidades cuentan con la información e infraestructura necesaria para brindar este servicio. Asimismo, señalan que las ICLVs quienes ya cuentan con la información de los accionistas, podrían actuar como intermediarios en el proceso de transmitir a los accionistas los puntos de agenda a votar y recopilar los votos de los mismos para ser transmitidos a los emisores al momento de la junta, agregándole transparencia al proceso.

### **Celebración de Juntas fuera de la sede social**

Se debe revisar el alcance de la celebración de Juntas Generales de Accionistas en lugares distintos a la de la sede social, las cuales reducen la posibilidad de asistencia de los accionistas minoritarios. Asimismo, se debería evaluar la posibilidad de ejercer el derecho a voto por correo a fin de hacer más viable su ejercicio para aquellas empresas con un gran número de accionistas que se encuentra imposibilitado de asistir a las Juntas, para ello se tendrá que analizar problemas que podrían presentarse en cuanto a la autenticidad de la firma del remitente, plazo de recepción, cómputo del quórum, entre otros.

Al respecto, el Estudio Rodrigo, Elías & Medrano Abogados considera que debe tenerse en cuenta que la Ley General de Sociedades permite que las juntas se celebren en lugar distinto al del domicilio social, siempre que el estatuto lo señale.

En efecto, la Ley General de Sociedades faculta la celebración de la junta en un lugar distinto al domicilio social. Sin embargo lo que se busca es evaluar los mecanismos que brinden mayores facilidades a los accionistas para asistir a las juntas.

### **c. Derecho de Información**

#### **Derecho de información sobre los estados financieros y memoria a los accionistas**

Existen algunas empresas que no cumplen con presentar su información financiera, lo que ocasiona la aplicación de las sanciones respectivas. Por otro lado, la aplicación de una sanción pecuniaria a la sociedad le significa un perjuicio económico para todos sus accionistas sin que éstos sean los verdaderos responsables de la falta.

Esto conlleva a que la Comisión considera conveniente que Conasev evalúe el actual régimen de sanción e incluir como sujetos pasibles de sanción a los directivos de las empresas por su responsabilidad en la elaboración y presentación de esta información.

Asimismo, se deberá revisar el esquema legal que haga extensiva las condiciones de exclusión de una empresa regular inscrita en bolsa a las empresas agrarias azucareras en caso estas incumplan con la presentación periódica de su información financiera.

De acuerdo a los comentarios del Estudio Rodrigo, Elías & Medrano, se sugiere que la incorporación en los casos de omisión del cumplimiento de información financiera, se originan en las empresas agrarias azucareras principalmente, por lo que no se debería proponer medidas aplicables a todas las sociedades sin distinción, ya que estas empresas y su gobierno corporativo cuentan ya con una vasta legislación propia, de manera que la solución de los problemas advertidos debe consistir en una norma aplicable a esas sociedades. Asimismo, señalan que la sanción a los administradores, se encuentra en la normatividad vigente expedida por Conasev que permite que sean sancionados por la omisión de presentación de la información financiera.

Al respecto, se debe precisar que si bien es cierto que existe un grupo de empresas agrarias azucareras que incumplen con la presentación de información financiera, resulta aplicable a todas las sociedades, el principio económico que trata que la aplicación de la sanción pecuniaria a la empresa significa un perjuicio económico para todos los accionistas sin que necesariamente sean éstos los verdaderos responsables de la falta, y que por tanto se debiera tener la facultad de sancionar al responsable de la falta. Es por ello que se propone evaluar el régimen de sanción actual e incorporar como sujeto pasible de sanción a los Directivos de la sociedad.

#### **Derecho de Información de los accionistas fuera de Junta**

En este punto se considera importante que se evalúen los siguientes aspectos:

- La Ley General de Sociedades, en el caso de sociedades anónimas abiertas, permite a los accionistas acceder no sólo a información vinculada con la Junta General, sino además a información fuera de ésta en tanto represente (n) cuando menos el 5% del capital suscrito. Existen empresas que si bien no califican como sociedades anónimas abiertas (SAA) de acuerdo a la Ley General de Sociedades, tienen carácter público por estar inscritas en bolsa (oferta pública

secundaria), por lo cual dicho derecho de acceso a información fuera de junta también debería ser de aplicación. Este problema se hace extensivo también para los titulares de acciones de inversión (en dicho caso es de aplicación las alternativas de solución antes expuestas).

En este aspecto, la Comisión consideró oportuno que se evalúen como alternativas de solución las siguientes:

- Comprender al interior de la definición de sociedad anónima abierta de la Ley General de Sociedades a toda aquella sociedad que efectúe una oferta pública de acciones u obligaciones convertibles en acciones (no distinguiendo primaria o secundaria), o
- Extender el derecho de acceso a información fuera de Junta General, a todo accionista cuyas acciones se encuentran inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores.

Con respecto a la segunda alternativa, se debe observar que el Proyecto de Ley incorpora en la Décimo Primera Disposición Transitoria y Final el siguiente texto:

*“Mediante disposiciones de carácter general, en los casos no regulados por leyes especiales, Conasev regulará el derecho de los titulares de valores objeto de oferta pública, a obtener del emisor o de sus vinculados, aquella información que consideren esencial para la mejor defensa de sus derechos como inversores”.*

- Un aspecto que deberá revisarse lo constituye el parámetro del 5% del capital pagado que exige la Ley General de Sociedades como mínimo para la exigencia de información fuera de junta por parte de los accionistas, se observa que dicho límite podría ser superado sólo por inversores de un pequeño número de empresas, y por otro lado, únicamente reuniendo a un número significativo de accionistas, acción que por lo demás podría resultar costosa y difícil, sería posible acceder a dicho derecho.

Con relación a esta propuesta la compañía Minera Atacocha S.A.A. reconoce que es derecho de todos los accionistas de mantenerse informados y que es esa la razón por la que se celebran las Juntas Generales en las que se da cuenta de la Memoria de la marcha económica y financiera de la empresa, siendo sólo en estas ocasiones en las que todos los accionistas deben ejercer sus derechos.

Por otro lado, el Estudio Rodrigo, Elías & Medrano comenta sobre la propuesta de extender el derecho de acceso de información fuera de Junta General, a todo accionista cuyas acciones se encuentran inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores, mediante la Décimo Primera Disposición Transitoria y Final del Proyecto de Ley, que se debe de tener en cuenta la calidad y cantidad de información al mercado que exige Conasev, la cual en su opinión viene siendo criticada por las empresas. Agrega, que una exigencia adicional de información como la propuesta, finalmente, puede producir un efecto contrario al deseado, generando o bien el incumplimiento de las normas o la pérdida de interés para continuar cotizando sus títulos.

Asimismo, el estudio Uría de abogados comenta sobre la Décimo Primera Disposición Transitoria y Final del proyecto de Ley que tales disposiciones constituyen un claro intervencionismo estatal, por lo que deberían ser replanteadas. La reglamentación de

las convocatorias a junta así como el derecho a la información de los accionistas son asuntos que se rigen únicamente por los propios mecanismos contenidos en la Ley General de Sociedades y no deberían estar sujetos a la facultad discrecional de un ente administrativo.

Por su parte, el doctor Rolando Castellares estima que extender este derecho de información a las personas vinculadas al emisor constituye un exceso; pues si los derechos del inversionista requieren de estas informaciones para su defensa, bastará que el afectado recurra a la respectiva autoridad judicial, quien evaluará y decidirá si procede o no que estas terceras empresas le proporcione dichas informaciones que requiere en salvaguarda de sus derechos. Esta posibilidad, de pedir informaciones y exhibiciones a terceros a través de autoridad judicial, ya lo tenemos actualmente.

Con respecto a los comentarios realizados se debe indicar que si bien los accionistas se mantienen informados mediante su asistencia a Junta, existe una asimetría de información respecto de los accionistas de valores de empresas que cotizan en bolsa en el mercado secundario de aquellos que califican como sociedades anónimas abiertas. Teniendo los inversores de ambas empresas los mismos derechos de información como lo es también el derecho de información fuera de junta que trata el artículo 261 de la Ley General de Sociedades ya que se trata de empresas en las cuales existe un interés público que salvaguardar. Existe experiencia en la que inversores que representan el 5% del capital de una empresa de oferta pública secundaria, no calificadas como sociedades abiertas pero que cotizan en bolsa, han solicitado, con intervención de Conasev, a fin de que sean informados sobre asuntos societarios de su interés, habiendo la empresa brindado la información correspondiente.

Por otro lado, somos consientes que dicha regulación debe tener límites claros, con la finalidad de evitar problemas administrativos, altos costos para la sociedad, o la revelación de documentos reservados o privilegiados que afecten el interés social, o injerencias no razonables al otorgar el derecho de solicitar información a un porcentaje reducido de inversionistas que por la naturaleza del valor del cual son titulares no se justifica.

#### **d. Derecho de participación en los cambios en las sociedades**

##### **Reorganización simple**

Una de las formas de reorganización que trata la Ley General de Sociedades es la Reorganización Simple, la cual se considera al acto por el cual una sociedad segrega uno o más bloques patrimoniales y los aporta a una o más sociedades nuevas o existentes, recibiendo a cambio y conservando en su activo las acciones o participaciones correspondientes a dichos aportes.

Una vez realizada la reorganización, la empresa que pudiera haber separado de sus activos una línea importante del negocio hacia otra no tiene la obligación de informar respecto a la evolución financiera de la empresa que recibió el aporte, por no estar ésta última inscrita en el Registro Público del Mercado de Valores. Esta situación puede generar que los accionistas de la empresa que separó sus activos no cuenten con información relevante, en la medida que ésta tenga una participación importante dentro de la empresa que recibió el aporte.

En este sentido, una alternativa que se deberá evaluar lo constituye el establecer el carácter público (es decir, abierto) de toda sociedad controlada por otra que es

pública (es decir, inscrita en el Registro Público del Mercado de Valores). Asimismo, se podría regular con especial detalle la presentación de información financiera consolidada o establecer una regulación estricta sobre la presentación de hechos de importancia referidos a empresas controladas por la sociedad emisora, tomando como límite el criterio de que se debe tratar de información que pueda incidir en el precio o liquidez de los valores emitidos por la empresa listada.

**e. Derecho en la entrega de acciones y certificados de suscripción preferente**

Se deberá evaluar la viabilidad de establecer sanciones a la administración en caso de incumplimiento en la emisión y entrega de acciones, y revisar las facultades de Conasev a intervenir administrativamente ante dichos casos.

**f. Certificado de Suscripción preferente**

La existencia de un régimen de derecho de suscripción preferente podría constituir un obstáculo para el dinamismo de las emisiones de acciones vía oferta pública, dado que limita la colocación de valores en el mercado y por tanto la incorporación de nuevos accionistas a la empresa.

En este sentido, se considera necesario que Conasev evalúe el régimen del ejercicio del derecho de suscripción preferente cuando se trata de emisiones públicas de acciones.

Al respecto, el Estudio Rodrigo, Elías & Medrano Abogados opinó que los comentarios sobre este tema constituyen un cuestionamiento a la existencia misma del derecho de suscripción preferente, del cual el certificado es solamente uno de sus elementos. Se omite considerar que el artículo 259º de la Ley General de Sociedades permite, en el caso de las sociedades anónimas abiertas, la exclusión del derecho de suscripción preferente, con los requisitos y en las condiciones que esa norma establece.

Al respecto, la propuesta sugiere la evaluación integral del régimen del derecho de suscripción preferente la cual, entre otras, podría incorporar por ejemplo medidas tales como la posibilidad de reducir el número de votos necesarios para adoptar acuerdos en los cuales se renuncie al derecho de suscripción preferente, considerando que ello facilitaría la incorporación de accionistas vía ofertas públicas.

**g. Responsabilidad del órgano de supervisión**

La existencia de un órgano de supervisión, unipersonal o colegiado, distinto del órgano de administración supone la posibilidad mayor de fiscalización. Sin embargo, como factor negativo se encuentra el hecho de que puede generar costos innecesarios de supervisión y restar agilidad a las operaciones sociales. Por este motivo se considera conveniente evaluar la existencia de un órgano de supervisión, unipersonal o colegiado, distinto del órgano de administración.

En el ámbito internacional, la mayoría de legislaciones imponen a las sociedades la existencia de un órgano, cuyo objetivo es la supervisión y control de la actividad societaria y en especial de la actuación de la administración.

Por ejemplo, en Argentina dicho órgano se denomina “comisión fiscalizadora”, en Brasil se le conoce como “comité de auditoría”, en Paraguay se lo llama “sindicatura”,

en Uruguay “órgano de fiscalización” y en México y Venezuela sus integrantes se denominan “comisarios”.

En los Estados Unidos de América, las compañías tiene una estructura unitaria y la supervisión de la administración puede asignarse a un comité llamado “audit committee” conformado por miembros independiente.

Al respecto, el Estudio Rodrigo, Elías & Medrano Abogados manifestó que se pretende reinstaurar el Consejo de Vigilancia previsto en la anterior Ley General de Sociedades, no obstante que su exclusión de la nueva ley se debió a su absoluta ineficacia y su casi total desuso por las propias sociedades. Asimismo, señala que un sistema de control interno se sumará a los múltiples controles administrativos existentes y tendrá un efecto inverso a la promoción del mercado de valores que es el objetivo que se pretende.

Tal y como se señala en el primera párrafo se deben tener en consideración los costos innecesarios que podrían originarse por una excesiva supervisión, lo que aunado al comentario del Estudio de abogados, serán argumentos válidos a ser tomados en cuenta en la evaluación que se realice acerca de la existencia de un órgano de fiscalización.

#### **h. Revisión de la Regulación de Ofertas Públicas de Adquisición**

Adicionalmente, a las modificaciones propuestas en el Proyecto de Ley, se considera conveniente la revisión de los siguientes aspectos:

- Se debe aclarar cual es el mecanismo de protección frente a tomas de control de empresas que están listadas en dos mercados, cuando la adquisición se lleva a cabo en el exterior, en donde no existe la obligación de realizar una OPA. En virtud del principio de trato equitativo, los derechos como las obligaciones deberían alcanzar a todos los inversores sin importar en que mercado se encuentren.
- No suscripción del certificado en los casos de aumento de capital a cambio de un pago, con el objeto de que un accionista (quien efectúe el pago) realice la suscripción en lugar de otro y como resultado alcance participación significativa.
- No ejercicio del derecho de conversión, el cual da como resultado que otro accionista aumente su participación, permitiéndole alcanzar participación significativa.

#### **i. Inclusión de la figura de la acción de clase o colectiva (US Class Action)**

Se propone el revisar las bondades de la acción de clase o colectiva para su incorporación en nuestro sistema jurídico. Este es un mecanismo, para el reclamo de perjuicios civiles, establecido en el Título IV, Norma 23, de los Reglamentos Federales del Procedimiento Civil de los Estados Unidos. Su propósito fundamental es eliminar el incentivo a ocasionar daños pequeños, cuyos reclamos no resulten económicamente racionales para los afectados.

El estudio debería comprender la revisión del Código Procesal Civil y las modificaciones deberían precisarse en su articulado, a efectos de que no sólo

queden comprendidos los supuestos de las sociedades inscritas en bolsa sino cualquier otra sociedad.

Por otro lado, esta Comisión considera oportuno que se realice una evaluación de la reglamentación y difusión del "Patrocinio de Intereses Difusos" ( contemplado en artículo 82 del Código Procesal Civil), como un mecanismo para eliminar el incentivo a ocasionar daños contra inversores individuales.

#### **j. Estructuras y políticas de gobierno corporativo**

Si bien no existen normas expresas sobre el particular, las estructuras y políticas de gobierno corporativo en nuestro país se encuentran establecidas en la Ley General de Sociedades, en la cual se dictamina las reglas que se aplican a las sociedades, y que tratan sobre su constitución, sus órganos, la modificación de su estatuto, aumento y reducción del capital, los estados financieros y la aplicación de utilidades, las formas especiales de la sociedades anónimas y otras formas societarias. Otras normas complementarias que se aplican a las empresas inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores son las emitidas por la Conasev.

Un esquema que ha sido aplicado con éxito en otros mercados es la elaboración de un Código de Buen Gobierno, de aplicación voluntaria principalmente a las sociedades registradas en bolsa. Por tanto, se considera oportuno que Conasev evalúe su aplicación en nuestro mercado, y como paso siguiente de ser viable, promueva la formación de un Comité Especial del más alto nivel el cual deberá estar constituido por representantes de Conasev, de los organismos que identifiquen al empresariado nacional, especialistas y académicos y de los agentes autorregulados del mercado de valores, a fin que aprueben la adopción del referido Código.

Este tipo de medidas, mediante la adopción de códigos de mejores prácticas, han sido ya adoptadas en diversos países como Canadá, España y México, los cuales se analizan más exhaustivamente en el anexo correspondiente.

Al respecto, se recibieron opiniones de Credibolsa, Sociedad Agente de Bolsa S.A. y la Asociación de Bancos del Perú, los cuales sostienen que las prácticas de buen gobierno corporativo son fundamentales para el desarrollo de nuestro mercado de capitales. Se señala que ya existen empresas que voluntariamente se están adecuando a estándares internacionales y hay diversas iniciativas privadas para su promoción. Asimismo, se subraya que en este campo, la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico) ya ha hecho un gran avance, publicando en su página web diversos documentos informativos donde se recomiendan medidas concretas.

Se debe indicar que en la evaluación de la aplicación de un Código de Buen Gobierno de aplicación voluntaria por las sociedades registradas en bolsa, se ha considerado tomar como base los estudios e investigaciones que en este campo ha venido realizando la OCDE así como los Principios para el Gobierno de las Sociedades emitido por este organismo en su cumbre de Ministros del 26-27 de mayo de 1999 y que ha venido a constituir el fundamento de los desarrollos que en este campo se vienen dando en los diferentes países. Estos principios tratan sobre los derechos de los accionistas, el tratamiento equitativo de los accionistas, la función de los grupos de interés en el gobierno de las sociedades, la comunicación y transparencia informativa y las responsabilidades del consejo.

Responsables: Conasev y MEF  
Plazo: Mediano Plazo

Finalmente, es importante indicar que la Bolsa de Valores de Lima comenta en lo que se refiere a los aspectos vinculados con el gobierno corporativo de las sociedades, su coincidencia con las propuestas referidas al tratamiento de las acciones de inversión, las juntas de accionistas y los derechos de información y participación de los accionistas, la revisión de los regímenes de suscripción preferente y adquisición de control, todos los cuales, a su entender, tendrán impacto directo en los inversionistas minoritarios, protegiendo sus derechos y abriéndoles nuevas posibilidades de acceso y participación en las empresas. La Bolsa de Valores de Lima está de acuerdo también, en realizar una revisión exhaustiva de la figura de acción de clase o colectiva (US Class Action) y evaluar su implementación.

## **16. Participación de las AFP en las decisiones de las empresas**

Se requiere reglamentar el Artículo 94 del Decreto Supremo N° 004-98-EF (Reglamento del Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Pensiones), el cual tiene como fin evitar la intromisión de las AFP en asuntos ajenos al cumplimiento de su objeto social exclusivo. Para ello se requiere establecer de modo específico los límites que serán observados por las AFP cuando acudan a votar en los órganos de gobierno de las sociedades donde los fondos poseen acciones.

Sin perjuicio de ello, se deberá evaluar los mecanismos para que las AFP supervisen de manera más efectiva el gobierno corporativo de una empresa en la que tenga sus inversiones. Dicha evaluación contempló opiniones contrarias, como la presentada por la Compañía Minera Atacocha S.A. quien consideró que la participación de las AFP en las decisiones de las empresas debe ser similar a la de los otros accionistas; además de que el otorgar mayor injerencia a las AFP en otras empresas sería darles ventajas y posibilidades de acceder a información restringida y confidencial (insider information) que no está al alcance de otros interesados.

Al respecto, cabe resaltar que, la intención de la presente propuesta no es darle a las AFP mayor participación en las decisiones de las empresas que la que les corresponde como consecuencia de su participación en el accionariado de las mismas. En dicho sentido, la SBS señala que se evaluará la emisión de un reglamento que norme el artículo correspondiente del Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Pensiones, para que las AFP puedan participar en la empresa para cumplir con su objeto social, sin gestionar la empresa en la que invierte.

Responsable: SBS  
Plazo: Mediano Plazo

## **17. Desarrollo de la figura de los Directores Independientes**

Se requiere de parte de Conasev la revisión de la existencia de restricciones legales (delimitación de responsabilidades) para el desarrollo de la figura de los Directores Independientes en las empresas (profesionalización de los Directores).

Responsables: Conasev y MEF  
Plazo: Mediano Plazo

## **C. Mayor liquidez en el mercado de valores**

## **18. Revisión de los requerimientos de garantías exigidos a los proyectos de préstamo de valores, reportes y ventas en corto**

Se considera necesaria la evaluación del esquema de garantías, incluyendo el esquema de tenencia afectable, a fin de establecer el grado de cobertura que las garantías estarían alcanzando bajo el nuevo esquema. Para ello se deberá evaluar las garantías bajo escenarios de volatilidad en situaciones normales y en situaciones críticas.

Por otro lado, deberá revisarse la conveniencia de realizar operaciones de préstamo bursátil como alternativa de inversión para las Carteras Administradas por las AFP. Este mecanismo les permitiría a las Carteras Administradas obtener rentabilidad sobre sus posiciones sin tener que desprenderse de ellas.

Al respecto, Continental SAB, Sudamericano Bolsa y Credibolsa SAB, han hecho llegar su preocupación sobre la conformación de la tenencia afectable de los comitentes con valores cuya liquidez en el mercado o nivel de riesgo no se adecuen a los riesgos que quiera asumir el inversor. En dicho sentido, se sugiere que se contemple algún mecanismo que permita tomar garantía de la parte de la tenencia afectable en función del nivel de riesgo deseado por el inversor.

En adición a lo expuesto, Argenta SAB señaló que el exceso de cobertura para las operaciones de reporte está limitando significativamente su utilización por parte de los inversores. Adicionalmente, Argenta considera que debería eliminarse la responsabilidad solidaria de las SAB dado que tanto la rentabilidad como todo el riesgo debe corresponder al inversor. En el mismo sentido, la Bolsa de Valores de Lima por su parte cree conveniente reducir los requerimientos de garantía para las mencionadas operaciones a fin de incrementar la liquidez del mercado secundario, sin afectar los niveles de cobertura efectiva. Asimismo la Bolsa de Valores de Lima agrega que resulta importante que las AFP puedan participar en el mercado, pues por su horizonte de inversión y el tamaño de las carteras, las AFP se convierten en los principales prestamistas potenciales.

De igual manera, Asbanc coincide en la necesidad de la evaluación de los requerimientos de garantías para los reportes, ventas en corto y préstamos de valores con el fin de limitar el esquema de tenencia afectable para proteger a los inversores.

Respecto a los comentarios recibidos, cabe resaltar que la Bolsa de Valores de Lima ha diseñado durante los dos últimos años un esquema integral para el desarrollo de operaciones de reporte y de operaciones de préstamo bursátil, el que incluyó la creación del concepto de tenencia afectable de los inversores. No obstante el avance realizado en el campo normativo, las normas aprobadas hasta la fecha tanto por la Bolsa de Valores de Lima como por Conasev no han entrado en vigencia, por lo que la revisión de estos aspectos permitirá precisamente realizar las modificaciones necesarias para lograr un nivel de negociación significativo con respecto a las mencionadas operaciones con un nivel de garantías que se ajuste a los requerimientos de los inversores y asegure a su vez la estabilidad del mercado.

Finalmente, se ha considerado conveniente tomar la recomendación de Cavali de incluirla como responsable junto con la Conasev y la Bolsa de Valores de Lima en dicha acción, dado que dicha entidad es la que se encarga de la administración de las garantías para las operaciones referidas. Asimismo, en la realización de la presente actividad se llevarán adelante coordinaciones con la SBS en vista de que los principales inversores en este tipo de operaciones son los fondos de pensiones AFP.

Responsables: Conasev, Cavali y Bolsa de Valores de Lima

Plazo: Corto Plazo

## **19. Regulación de las inversiones en operaciones de venta con pacto de recompra (REPOS)**

Las operaciones de pacto se asimilan a una operación de reporte, cuya negociación regular se da a través del mercado de dinero de la Bolsa de Valores de Lima, pudiéndose dar también a través del mercado de negociación continua. Las garantías de estas operaciones se basan en la confianza en la contraparte, así como en los menores precios de negociación, lo cual protege al comprador al contado contra ciertos niveles de fluctuación en el precio.

Estas operaciones generan distorsiones a la hora de evaluar las tasas de interés vigentes del mercado de valores, puesto que presentan precios a niveles que no necesariamente van en línea con la negociación diaria de valores representativos de deuda. Por lo tanto, consideramos que debe regularse tales operaciones con la finalidad de elevar el nivel de transparencia de las operaciones realizadas a través de la Bolsa de Valores de Lima.

Al respecto la Bolsa de Valores de Lima considera que debe precisarse los alcances que tendrá la regulación de repos, por lo que se recomienda realizar previamente una evaluación sobre el efecto que tendrá esta formalización en el volumen transado y la rentabilidad de estas operaciones. Ello, en especial si se consideran aspectos contables, niveles de provisiones, encajes y otros que afectan a los inversionistas institucionales que participan en este mercado. Dicha recomendación será considerada en la evaluación que al respecto realizará Conasev.

La SBS se encuentra elaborando un proyecto de resolución que regula la participación de las carteras administradas por las AFP en tales instrumentos.

Responsables: Conasev y Bolsa de Valores de Lima

Plazo: Corto Plazo

## **20. Implementación del After Trade**

Al respecto, se deberá coordinar con la Bolsa de Valores de Lima a efectos de que continúe con su esfuerzo por implementar la negociación vía INTERNET. En este sentido, se podría evaluar hacer extensivo la negociación con acciones a inversores individuales (con límites de crédito establecidos) y con obligaciones a inversores institucionales.

El planteamiento para la evaluación y desarrollo del after trade ha generado una serie de opiniones de parte de las sociedades agentes de bolsa, tales como Continental SAB, Sudamericano Bolsa y Credibolsa, así como de la Bolsa de Valores de Lima. Al respecto las instituciones coinciden en dos aspectos fundamentales, el primero de ellos a favor de la necesidad del desarrollo de la negociación vía internet para lo que se necesita un adecuado estudio y reglamentación. Mientras que el segundo se refiere a la promoción de un marco regulatorio que únicamente promueva la negociación vía internet a inversores individuales con límites de crédito, aspecto en el que los participantes mencionados opinan desfavorablemente, en vista que consideran que cada SAB debe evaluar el medio que más se ajuste al mercado que atiende y a los criterios de riesgo que manejan.

Al respecto, cabe mencionar que la evaluación de la implementación del After Trade por parte de la Conasev y la Bolsa de Valores de Lima, deberá buscar entre otros aspectos

determinar cuales serán los alcances que pudiera tener una negociación de valores a través de internet. En dicho sentido, la propuesta presentada inicialmente sólo pretende presentar un ejemplo de las condiciones que pudieran establecerse en la normativa futura respecto a este tema, sin embargo la definición final de las condiciones se irán dando en función del avance que se logre en el análisis del mercado para lo cual se requerirá una activa colaboración activa de sus participantes.

En vista del interés y de la necesidad de coordinación con Cavali ICLV se ha creído conveniente recoger su propuesta de ser incluida en el grupo de trabajo conformado para la elaboración de una estrategia que permita la implementación del after trade.

Responsables: Conasev y Bolsa de Valores de Lima  
Plazo: Mediano Plazo

## **21. Formación de fondos de pensiones de diferente nivel de riesgo y reducción del encaje a las AFP**

Existe un consenso en cuanto a la necesidad de abrir la posibilidad de que exista más de un fondo por cada AFP, teniendo que evaluarse si la legislación debe o no señalar de manera expresa cuál es el número de fondos cuya administración le estará permitida a las AFP y cuáles son sus características.

Por otro lado, debe tenerse en cuenta que el encaje a las AFP existe, de acuerdo a ley, para garantizar la rentabilidad mínima que las AFP están obligadas a observar. En este sentido, teniendo en consideración la improbabilidad de un escenario en el cual el encaje sea totalmente requerido para cubrir esa eventualidad, el planteamiento citado debería ser materia de evaluación por parte de la SBS.

Sin embargo, en todo caso y sin perjuicio de la necesidad de que se analicen en profundidad las ventajas y desventajas que una medida de este tipo podría traer al interior del Sistema Privado de Pensiones y del mercado de valores, deberá tenerse en cuenta que cualquier cambio debería ser aplicado únicamente a futuro (para no generar una masiva liquidación de instrumentos) y, todo efecto producido por una reducción del encaje debería ser trasladado automáticamente a los afiliados a través de la reducción de las comisiones que les cobran las AFP.

Al respecto, la Bolsa de Valores de Lima señala que la formación de fondos de pensiones de distinto nivel de riesgo, la reducción de encajes y la flexibilización en el tratamiento de las inversiones de las AFP en instrumentos estructurados, permitirán hacer un manejo más eficiente de los fondos de los afiliados. Sin embargo, se cree conveniente que estas medidas sean complementadas flexibilizando las inversiones en instrumentos para la cobertura de riesgo y otros mecanismos que les permitan rentabilizar activos que en la actualidad se encuentran estancados.

Responsable: SBS  
Plazo: Mediano Plazo

## **22. Flexibilizar el tratamiento de las inversiones de las AFP en instrumentos estructurados y en instrumentos provenientes de procesos de titulización**

La SBS se encuentra elaborando un proyecto de resolución para regular la inversión de los recursos de las Carteras Administradas en instrumentos estructurados locales cuyos

subyacentes estén relacionados a instrumentos de inversión, canastas o índices extranjeros que sean de carácter público y que presenten un alto grado de liquidez. Esto permitirá a las Carteras Administradas mejorar sus niveles de diversificación y rendimiento al mantener como contraparte instituciones locales de primer nivel los cuales podrían ofrecer como retorno el rendimiento obtenido por activos subyacentes locales o extranjeros, pudiendo ser mayores a las tasas de interés de los bonos locales de similar rendimiento.

Respecto a la modificación de los límites de inversión en general de las AFPs, el estudio de abogados Muñiz, Forsyth, Ramírez, Pérez Taiman & Luna Victoria en una opinión conjunta con Citibank, N.A. y el BBVA Banco Continental, proponen la modificación de los límites aplicables a las inversiones en activos provenientes de procesos de titulización, en tanto que en la actualidad aquéllos restringen la posibilidad de la AFP de participar en la suscripción de valores mobiliarios provenientes de procesos de titulización de activos.

En dicho sentido, en la actualidad las inversiones en instrumentos representativos de activos titulizados emitidos por una sociedad titulizadora o sociedad de propósito especial están sujetas a los límites a que se refiere el artículo 64º del reglamento de la Ley del SPP (modificado por Decreto Supremo N° 018-2000-EF), es decir a los siguientes límites máximos:

- a. 5 por ciento del valor del fondo de pensiones y 50 por ciento del valor de cada emisión o serie, tratándose de derechos de contenido crediticio.
- b. 2,50 por ciento del valor del fondo de pensiones y 25 por ciento del valor de cada emisión o serie, para el caso de derechos de participación.

La propuesta presentada sugiere unificar los dos límites e incrementar dicho resultado a un porcentaje mayor al 7,5 por ciento con el fin de permitir una mayor participación de la inversión en activos provenientes de procesos de titulización. Al respecto, en opinión de la SBS no es factible la unificación de dichos límites debido a que los mismos buscan una adecuada diversificación de la cartera de inversiones en instrumentos de renta variable y renta fija. En dicho sentido señala que, los instrumentos titulizados de derechos crediticios presentan un menor riesgo que los que presentan derechos de participación.

Adicionalmente, conforme a lo previsto en el artículo 68º del citado Reglamento en ningún caso la suma de las inversiones en patrimonios fideicometidos administrados por una misma sociedad titulizadora o en sociedades de propósito especial, será mayor del 7,5 por ciento del valor del fondo de pensiones. Al respecto, la propuesta sugiere eliminar este límite en tanto que las normas de especialización y control de la actividad de las sociedades titulizadoras constituyen, por sí mismas, un mecanismo de control cualitativo conducente a la reducción del riesgo de operatividad y administración. En relación con esta propuesta, la SBS señala que considerando la actividad fiduciaria de la sociedad titulizadora la propuesta será materia de evaluación.

Responsable: SBS  
Plazo: Mediano Plazo

### **23. Negociación de Bonos de Reconocimiento**

Los bonos de reconocimiento son activos financieros de alta calidad crediticia debido a que éstos son emitidos por el estado peruano, con el fin de reconocer su deuda con los aportantes al régimen de pensiones público cuando se trasladan al régimen privado.

El incremento de la demanda por valores de alta calidad en el mercado de valores local, permite concluir que estos valores serían demandados por los principales partícipes del mercado de valores local. En tal sentido, se considera necesaria la posibilidad de que los mismos puedan transferirse en el mercado secundario con la finalidad de que sean realizables y que contribuyan a construir una curva de rendimiento de riesgo mínimo del mercado de valores local. Dicha curva sería de gran utilidad en la emisión de deuda de otros participantes del mercado.

Finalmente, cabe precisar que una comisión de trabajo en la cual participaron la SBS, Conasev, BVL, Cavali y la Oficina de Normalización Provisional (ONP) han formulado un Plan de Acción a efectos de hacer viable aspectos como la desmaterialización de los bonos de reconocimiento.

Respecto a este proyecto, la SBS señala que es necesario que en la negociación de los Bonos de Reconocimiento se cuente con la anuencia de los afiliados involucrados en vista que, la eventual liquidación de los bonos de reconocimiento puede significar el descuento de los mismos, registrándose pérdidas de capital.

Adicionalmente, la Bolsa de Valores de Lima resalta la importancia de que la negociación de los bonos de reconocimiento genere cierta profundidad al mercado secundario de deuda por la dispersión de estos títulos en manos de muchos inversores.

Responsables: Conasev, SBS, ONP, Bolsa de Valores de Lima, Cavali ICLV y MEF

Plazo: Mediano Plazo

## **24. Diseño de una estrategia para el desarrollo del mercado de valores en un contexto de internacionalización**

Se deberá diseñar una estrategia que otorgue a Conasev, como a los diversos partícipes del mercado, la capacidad de respuesta ante los procesos de integración y los diferentes mecanismos de negociación de valores que en el ámbito internacional pudieran restar dinámica a nuestro mercado y limiten por ende su desarrollo. Dicho estudio se llevará en coordinación con los países del Consejo de Autoridades Reguladoras del Mercado de Valores de la Comunidad Andina de Naciones.

Con respecto a la internacionalización del mercado de valores peruano, Cavali sugiere ser incluida en el desarrollo del mencionado proyecto dado el requerimiento de evaluación y cumplimiento de una serie de requisitos en cuanto a la liquidación y registro de valores de aquellos mercados o instituciones del exterior con quienes se busque establecer relaciones. En especial dicha necesidad se hace evidente en las alternativas de integración para los emisores y/o inversores (Latibex, Euroclear, etc.) que involucra más la participación de una ICLV que de una bolsa de valores. En vista de lo expuesto por Cavali se evidencia la necesidad de contar con la participación de manera activa de dicha institución con el fin de lograr el desarrollo del mercado de valores en un contexto de internacionalización.

Por otro lado, Credibolsa SAB y Asbanc proponen que la estrategia desarrollada no debe circunscribirse a la Comunidad Andina de Naciones, sino que por el contrario debería buscar alianzas con todos los mercados en concordancia con un sistema económico globalizado, para lo cual las bolsas de valores deben buscar las alternativas en mérito de su labor de autorregulación. En dicho sentido, el objetivo final del presente proyecto es precisamente alcanzar una coordinación con todos los mercados, sin embargo la estrategia debe ser gradual y en dicha medida existe una iniciativa surgida del seno de la Comunidad Andina de Valores, por lo cual se ha tomado esta como punto de partida.

Responsables: Conasev, MEF, Cavali ICLV y Bolsa de Valores de Lima  
Plazo: Largo Plazo

## **25. Mercado de Futuros y Opciones (contratos y títulos opcionales)**

La necesidad de administrar el riesgo en los mercados de valores ha llevado a un rápido crecimiento de los mercados de derivados financieros en todo el mundo, durante las últimas décadas. Es así que, a medida que el riesgo se convierte en un factor importante en la toma de decisiones de los inversores, se hace necesario que se creen instrumentos de cobertura de riesgos que les permitan cubrirse contra fluctuaciones adversas en el tipo de cambio, tasa de interés, y precios de las acciones o índices de cotizaciones para los que manejan portafolios que tratan de seguir al índice. En esta categoría se encuentran no sólo productos financieros convencionales como los futuros y opciones (incluyendo a los títulos opcionales - warrants) negociados en mercados Over The Counter (OTC) y en bolsas organizadas, sino también productos personalizados como los swaps y forward.

La importancia de estos instrumentos para el desarrollo de los mercados de valores demanda que en el largo plazo se plantee una estrategia integral conjunta (Conasev, SBS, BCR, Bolsa de Valores de Lima y Bolsa de Productos de Lima), la cual identifique los pasos a seguir, tanto desde el punto de vista normativo (incluyendo reglamentos internos de la bolsa) como operativo, para implementar un mercado de derivados en nuestro país.

Al respecto, Cavali considera que es fundamental su participación como responsable de esta acción estratégica junto con Conasev, la SBS, el Banco Central, la Bolsa de Valores de Lima y la Bolsa de Productos de Lima, dado que el artículo 227 de la Ley de Mercado de Valores establece que las instituciones de compensación y liquidación de valores se encuentran facultadas para actuar como contraparte en todas las operaciones de compra y venta de valores en las que participen. De igual manera, la Bolsa de Valores de Lima considera que el tema de la Cámara de Compensación tiene especial importancia en la implementación de un mercado organizado y que se debería incidir de antemano en su estudio, además de realizar una evaluación sobre la regulación aplicable a los inversores institucionales.

En vista del interés y de la necesidad de coordinación con Cavali ICLV se ha creído conveniente incluir a dicha institución en el grupo de trabajo conformado para la elaboración de una estrategia que permita el desarrollo futuro de un mercado de futuros y derivados.

Responsables: Conasev, SBS, BCR, Cavali ICLV, Bolsa de Valores de Lima y Bolsa de Productos de Lima  
Plazo: Largo Plazo

## **26. Definición de una estrategia de Capacitación y Difusión del Mercado de Valores**

Se deberá diseñar una estrategia integral orientada a difundir las bondades y riesgos del mercado de valores, cuyo alcance implique definir el papel de Conasev en este campo y cuyas acciones involucren a la industria en su conjunto.

Responsable: Conasev  
Plazo: Mediano Plazo

## **27. Implementar el esquema de Múltiples Bancos Liquidadores**

El Reglamento de Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores en su Título VII capítulo II, establece un esquema de múltiples bancos liquidadores, siendo a la fecha un solo banco el encargado de efectuar la liquidación de fondos. Según el referido Reglamento aprobado por Conasev, la oportunidad en que la ICLV deberá implementar el esquema de varios bancos liquidadores está sujeta a que existan las condiciones técnicas adecuadas.

El desarrollo de este esquema permitirá que los participantes (ej. SABs) puedan realizar sus movimientos de fondos a partir del banco de su preferencia. De esta manera sería más viable la implementación de líneas de crédito con fines de liquidación de fondos. De otro lado, la liquidación a través de múltiples bancos representaría un menor riesgo para el sistema de liquidación con relación al sistema de banco único.

Al respecto Asbanc concuerda con el propósito de contar con múltiples bancos liquidadores como una medida necesaria para mejorar la calidad de servicio y la reducción de costos, a través de la competencia. Sin embargo, es de su opinión la realización indispensable de un estudio profundo de los pros y contras de la aplicación inmediata de esta medida, teniendo en cuenta las limitaciones actuales del sistema de transferencias de fondos. Por otro lado, hacen referencia a que conforme a los principios básicos de análisis de riesgos, la propuesta de obtención de línea de crédito automáticas a todos los partícipes del mercado resulta inapropiada, en salvaguarda de la salud del sistema financiero y de los ahorristas a quienes en última instancia se les debe la protección. Respecto a este último punto señalan que es práctica bancaria que toda línea de crédito sea otorgada en función al riesgo patrimonial del sujeto de crédito y no a priori o de forma automática.

Se debe indicar que la propuesta no impone ninguna obligación a los bancos de otorgar líneas de crédito a priori sin el previo análisis de riesgo como es de práctica bancaria. Por el contrario, propone que toda Sociedad Agente de Bolsa que quiera liquidar a través de Cavali deberá conseguir en el sistema bancario una línea de crédito, caso contrario, liquidaría sus operaciones a través de otro participante de la ICLV.

Responsables: Conasev y Cavali ICLV y BCR

Plazo: Mediano Plazo

## **28. Implementar mecanismos que permitan disminuir los riesgos de incumplimiento en el pago.**

Se considera oportuno que se evalúe:

- a. La obtención de líneas de crédito automática que puede reducir el riesgo de incumplimiento en la entrega de los fondos.
- b. La labor que viene realizando Cavali ICLV en la elaboración del análisis de riesgo de los participantes.
- c. Implementación del Sistema de Préstamo Automático de Valores dispuesto por el reglamento de Institución de Compensación y Liquidación de Valores.

Responsables: Conasev y Cavali ICLV

Plazo: Largo Plazo

## **D. Mejora del marco institucional del mercado de valores**

### **29. Evitar la duplicidad en términos de supervisión**

#### **Conasev y Bolsa de Valores de Lima**

De acuerdo con la Ley del Mercado de Valores, las bolsas de valores tienen como función, entre otras, la resolución en primera instancia de las controversias que se susciten entre sus asociados y entre éstos y sus comitentes, siempre que no sean sometidos a arbitraje o al Poder Judicial, promover que las controversias entre sus asociados o entre éstos y sus comitentes se resuelvan mediante conciliación y, en caso de no ponerse de acuerdo, mediante arbitraje, supervisar a sus asociados para que actúen con observancia de las normas legales y reglamentarias correspondientes y sancionar por el respectivo incumplimiento.

La Ley otorga las mismas facultades a Conasev, situación que podría originar la superposición de funciones entre dichas Instituciones. En ese sentido, a fin de evitar la ocurrencia de dicho escenario, es necesario el desarrollo de una agenda de trabajo conjunta orientada a delimitar el campo de acción de ambos partícipes.

Al respecto la Bolsa de Valores de Lima sostiene la urgencia en la eliminación de la duplicidad de funciones con Conasev sobre supervisión, seguimiento de mercados y difusión de información con el fin de reducir los costos para el mercado y aumentar la eficiencia de ambas instituciones.

Finalmente, se ha considerado la recomendación de Cavali de ser incluida como responsable junto con la Conasev y la Bolsa de Valores de Lima en esta acción, con el fin de facilitar la determinación de la existencia de superposición de funciones entre Cavali y la Conasev.

Responsables: Conasev, Cavali ICLV y Bolsa de Valores de Lima  
Plazo: Mediano Plazo

#### **Conasev y SBS**

Citibank, N.A. Sucursal de Lima, BBVA Banco Continental, y el Estudio de Abogados Muñiz, Forsyth, Ramírez, Pérez Taiman & Luna Victoria, de manera conjunta, manifiestan que dado que las AFP constituyen uno de los principales inversores del mercado de valores, conviene que la regulación aplicable a los requisitos y procedimientos de inversión de dichas entidades guarde coherencia con las reglas aplicables a las ofertas públicas. En este sentido, señalan que podría convenir la supresión de determinados requisitos formales establecidos para que las AFP inviertan en valores colocados mediante oferta pública, que son impuestos por la SBS; señalando algunos ejemplos de posible duplicidad, los cuales serán evaluados por Conasev y la SBS. Así se señalan:

- De acuerdo con lo previsto en la Resolución N° 052-98-EF/SAFP para la colocación entre las AFP de valores mobiliarios fuera de mecanismos centralizados de negociación, se requiere la inscripción del mecanismo no centralizado de negociación (o de colocación) y del agente colocador encargado de administrar dicho mecanismo, en el registro de la SBS pertinente. A efectos de la inscripción del mecanismo no centralizado de colocación en la SBS, la referida Resolución ordena la presentación de la información señalada en la misma. En el caso de ofertas públicas, dicha información coincide con la

que se encuentra consignada en los prospectos informativos respectivos. Asimismo, en el caso de oferta pública existe una duplicidad en la información solicitada por la SBS, como por ejemplo en el requisito de preparación del Anexo XI.

- También existe un requisito previo que consiste en la inscripción del mecanismo no centralizado de colocación o negociación previsto en el artículo 105° de la Resolución. De acuerdo con lo previsto en el artículo 8 de la Resolución, la inversión de las AFP fuera de mecanismos centralizados de negociación, se sujetará al procedimiento solicitado y previamente aprobado por la SBS. De acuerdo con lo ordenado por la Ley del Mercado de Valores, los procedimientos de colocación o de negociación utilizados en las ofertas públicas cumplen con los criterios solicitados por la Resolución; razón por la cual, dichos procedimientos no necesitarían ser aprobados e inscritos por la SBS. Bajo esta misma lógica, la inscripción en el registro de la SBS del agente colocador o agente de intermediación encargado del procedimiento de colocación o de negociación en una oferta pública, resulta innecesaria, toda vez que dichos agentes son sociedades agentes de bolsa debidamente autorizadas y supervisadas por Conasev para actuar como tales.

Finalmente, se debe precisar que los comentarios antes indicados serán tomados en cuenta en las coordinaciones que se lleven a cabo entre la Conasev y la SBS.

Responsables: Conasev y SBS

Plazo: Mediano Plazo

### **30. Permitir la constitución o transformación voluntaria de las Bolsas de Valores y Bolsas de Productos como Sociedades Anónimas**

Dicha propuesta se encontró inicialmente orientada a la transformación obligatoria de las Bolsas de Valores y Productos a sociedad anónima.

Al respecto, las sociedades agentes de bolsa Credibolsa, Continental SAB y Argenta, el señor José Carlos Luque Otero, así como Asbanc, la Bolsa de Valores de Lima y la Bolsa de Productos de Lima han manifestado su desacuerdo con la norma propuesta. Los principales aspectos que se señalan son los siguientes:

- Si bien la desmutualización es una tendencia actual, la obligatoriedad de la norma propuesta atentaría contra la libertad de asociación. Por las mismas razones, existen comentarios en contra del establecimiento de límites de propiedad a la tenencia accionaria en las Bolsas de Valores.
- No existe un análisis profundo respecto de los beneficios que traería al mercado la transformación de la bolsa en sociedad anónima. En especial dicho análisis es necesario considerando que las bolsas que operan tienen particularidades que deben ser analizadas correctamente antes de tomar una decisión respecto a la conversión de las bolsas a sociedades anónimas. Por ejemplo se menciona que, un aspecto que debe ser considerado para tomar una decisión respecto a este tema, es que en la actualidad existe una asimetría importante en las SABs que operan en el mercado respecto a volúmenes de negociación, nivel de respaldo patrimonial y aportes que cada una de ellas realiza a las respectivas Bolsas.
- Los actuales asociados perderían el 30 por ciento del patrimonio de la Bolsa, porción que se iría a FONAFE. Adicionalmente, el estudio Uría Abogado agrega que la propuesta plantea que las acciones se emitan al día siguiente de elevar a escritura pública al acuerdo de transformación, no obstante que el artículo 87 de la Ley General de Sociedades establece que es nula la emisión de certificados de acciones antes de la

inscripción registral de la sociedad o del aumento de capital respectivo. Asimismo, el estudio Uría, menciona la conveniencia de establecer de manera expresa que las acciones emitidas a favor de FONAFE no sean computables para establecer el quórum ni mayoría correspondientes.

Tomando en consideración las opiniones reseñadas se está modificando la norma propuesta a fin de que la transformación de las bolsas de asociaciones civiles a sociedades anónimas tenga un carácter voluntario, es decir que provenga de un acuerdo de la asamblea de asociados. En dicho sentido se está proponiendo un régimen general con normas aplicables a las bolsas de valores tanto si mantiene la estructura legal de asociación civil o se transforma en sociedad anónima, así como normas específicas aplicables a cada estructura legal.

Sin embargo, a fin de mantener coherencia entre la norma propuesta y la opinión general en el sentido que la transformación de las bolsas de valores tenga carácter voluntario, se están suprimiendo los incentivos que promovían la transformación. En este sentido se está proponiendo que en el caso que las bolsas de valores acuerden transformarse en sociedades anónimas, el organismo competente en materia tributaria determine los tributos a que hubiere lugar, y de ser el caso las bolsas podrán pagar los tributos con la emisión de acciones a favor de FONAFE.

De igual manera, en el caso de las bolsas de valores se está proponiendo para el caso de las bolsas de productos, que dichas instituciones puedan voluntariamente acordar transformarse en sociedades anónimas.

Responsable: Congreso  
Plazo: Mediano Plazo

### **31. Evaluar la posibilidad de diferenciar el patrimonio exigido a los intermediarios de acuerdo al tipo y volumen de operaciones que realicen**

El patrimonio mínimo exigido a una sociedad agente de bolsa, tiene como finalidad, entre otros, constituirse en un mecanismo de cobertura frente a terceros por la responsabilidad que emane de su actuación. De acuerdo con la Ley del Mercado de Valores, las sociedades agentes de bolsa (SAB) se encuentran facultadas para realizar diversas funciones, cuyo ejercicio les genera distintos niveles de riesgo. En ese sentido, se propone evaluar el diferenciar el nivel de capital y patrimonio mínimo exigido a las sociedades agentes de bolsa, dependiendo de las funciones que decida efectuar y de los riesgos consecuentes que asuma.

Igualmente, debería estudiarse la posibilidad de relacionar el nivel de capital y patrimonio mínimo en función del volumen de operaciones o del monto intermediado.

Respecto a esta propuesta de estudio, se han presentado comentarios en contra por parte de las Sociedades Agentes de Bolsa, tanto de aquellas relacionadas con una entidad bancaria como de aquellas que no lo están. Así, Argenta SAB considera que la aplicación de la medida propuesta sólo originaría un fenómeno denominado "fragmentación en la intermediación" por lo que debería mantenerse esquemas como el actualmente usado referido a la relación entre volúmenes de operación y el patrimonio de la sociedad. En adición, Continental Bolsa señala que el excesivo número de intermediarios que se dieron hasta 1994 fue producto de la anterior Ley de Mercado de Valores que permitía la creación de SAB con patrimonios diferenciados.

Con relación a los comentarios presentados cabe recordar que el desarrollo del presente proyecto busca determinar si sería beneficioso para el mercado establecer un esquema de intermediarios con diferentes niveles de patrimonio exigido. En dicho sentido, serán materia de evaluación tanto los efectos positivos como los negativos con el fin de determinar la factibilidad de su aplicación o por el contrario el mantenimiento del esquema actual con algunas variantes necesarias. Asimismo, se evaluará en general el sistema de garantías y el indicador de liquidez y solvencia al cual se encuentran sujetas las SAB.

Responsables: Conasev y MEF

Plazo: Mediano Plazo

### **32. Estudio acerca de la presencia del sistema bancario en la estructuración, colocación e intermediación de valores, y esquema de supervisión de conglomerados financieros**

Es importante que Conasev y la SBS realicen una revisión de aspectos como:

- a. La importante participación que observan los bancos como agentes estructuradores y colocadores de emisiones no financieras en el mercado primario, en comparación a las sociedades agentes de bolsa (SAB); debiendo revisarse temas como la debilidad patrimonial de algunas SAB que no pueden asumir la responsabilidad de colocación de grandes emisiones.
- b. Existencia de conflictos de interés entre el negocio bancario y del mercado de valores.
- c. Revisión del concepto de intermediación a la luz de la Ley de Mercado de Valores y la Ley General del Sistema Financiero.
- d. Promover el intercambio de información relacionada con la supervisión consolidada de conglomerados financieros y mixtos, así como colaborar en las investigaciones que les corresponda realizar en su calidad de entidades supervisoras. En este campo, se deberá evaluar los mecanismos que permitan el intercambio de información que por su naturaleza en la actualidad presenta restricciones de carácter normativo.

Respecto a esta propuesta de estudio se han encontrado opiniones encontradas respecto a los efectos de la participación de la banca comercial en el mercado de valores las cuales de deberán ser evaluadas en su oportunidad. Así, por un lado Promoinvest Sociedad Administradora de Fondos S.A.A. y Argenta SAB coinciden que para lograr que el mercado de valores se constituya en una alternativa real de financiamiento es indispensable que la banca comercial no participe en el mercado de valores. Es decir, proponen establecer dos sistemas separados y competitivos entre sí, la banca comercial y el mercado de valores. En dicho sentido Promoinvest SAF S.A.A. señala expresamente:

*"[...] Lo que sucede en la práctica es que, el mercado de valores es utilizado activamente por la banca comercial para la emisión, principalmente, de bonos de arrendamiento financiero y bonos subordinados, y luego con los recursos captados prestan a las empresas nacionales. Lo que debería de suceder en realidad, es que sean las empresas directamente las que accedan al mercado de valores para su financiamiento. [...]"*

Por el contrario, Credibolsa Sociedad Agente de Bolsa S.A. considera necesario que tanto el mercado financiero como el de capitales deben buscar sinergia y complementariedad para incrementar el ahorro interno, las posibilidades de inversión y por ende el desarrollo económico general. Respecto a este último comentario, cabe mencionar que la tendencia

internacional de los últimos años es hacia la formación de conglomerados financieros que permitan obtener economías de escala y alcance en la realización de sus operaciones; sin embargo, el adecuado funcionamiento de este tipo de esquemas hace necesaria también la existencia de una supervisión adecuada de administración de riesgos.

Por otra parte, PCR - Pacific Credit Rating menciona que debería revelarse al mercado, antes de la emisión, si es que existe algún acuerdo entre el estructurador y el inversor institucional o entre el emisor y el inversor institucional o entre todas las partes; para que el inversor institucional adquiera parte de la emisión. Ello, en especial en los casos en que tanto la entidad estructuradora como el emisor y/o el inversor institucional pertenecen al mismo grupo económico.

Los comentarios vertidos respecto a la participación de la banca comercial en el mercado de valores, así como las implicancias de las mismas sobre el desarrollo del mercado de valores serán materia de evaluación en el proyecto propuesto. Ello, con el fin de determinar sobre la base de los resultados obtenidos el mejor esquema para el desarrollo del mercado de valores peruano.

Responsables: Conasev y SBS

Plazo: Mediano Plazo

### **33. Autonomía de Conasev**

La Ley de Mercado de Valores y la Ley General de Sociedades otorgan a Conasev una serie de funciones vinculadas a la protección al inversor de empresas abiertas o cuyos valores se negocien de modo público. Dado que el Estado es también un participante importante en mercado de valores, el cumplimiento de las funciones de Conasev requiere de una plena independencia y autonomía del Gobierno Central en el accionar de la institución que se debe verificar desde el nombramiento de los miembros de su Directorio.

Asimismo, el desarrollo del mercado de valores requiere de una coordinación constante con otras instituciones públicas que podrían estar permanentemente representadas en el Directorio de Conasev al más alto nivel.

En este sentido debería evaluarse, entre otros, el mecanismo de nombramiento del directorio de Conasev, el periodo de permanencia en el cargo, causales de remoción y la representatividad de otras instituciones vinculadas al desarrollo del mercado de valores en dicho directorio.

Al respecto, Argenta SAB opinó que una mayor autonomía de parte del ente supervisor encierra el peligro de abusos sin instancias de control. En dicho sentido propone la creación de un tribunal especializado independiente de Conasev.

*"[...] Quizá podría propiciarse la formación de un Tribunal especializado en el MEF, ajeno a la Conasev, con algunos magistrados provenientes de "la industria", es decir, de la Bolsa, de los emisores, de los intermediarios, etc., que pueda ventilar estos abusos expeditivamente. Puede emularse el modelo del Tribunal Fiscal, que goza de credibilidad y respeto."*

Con relación a la propuesta de Argenta SAB, la creación de un Tribunal Fiscal generaría la duplicación de funciones respecto a la supervisión y control del mercado de valores, las mismas que han sido delegadas a la Conasev.

Por otro lado, en opinión de Argenta SAB, el Directorio de Conasev debería estar compuesto por representantes de la "industria" (emisores, la bolsas, las SAB entre otras instituciones) de manera de introducir la "experiencia práctica" en la toma de decisiones. En el mismo sentido, *Asbanc* considera conveniente otorgar autonomía a Conasev respecto del Gobierno Central y para ello sugiere permitir que el sector privado, debidamente representado por sus principales gremios, tenga representatividad en Conasev.

El señor Juan Luis Hernández Gazzo del estudio Luis Hernández Berenguel Abogados señala que cualquier intento de reforma en el mercado de valores con un repotenciamiento de las facultades administrativas de Conasev, en materia de sanciones y manejo de conflictos, y de la creación de corte especializadas que puedan resolver problemas legales en materia financiera. De otra manera, se señala, seguiremos la suerte de algunos países de Europa Oriental que copiaron legislaciones muy desarrolladas en materia societaria y del mercado de valores pero no lograron nunca un desarrollo real y sostenido en el tiempo de su mercado de valores.

Se debe remarcar que el objetivo del presente proyecto es el de crear las bases para que Conasev cuente con la independencia y la autonomía suficiente que le permita tomar decisiones para el desarrollo del mercado, para lo cual se contempla temas en especial relacionados con su directorio.

Responsables: Conasev y MEF  
Plazo: Mediano Plazo

### **34. Solución de controversias societarias a nivel administrativo**

Uno de los problemas que enfrentan los accionistas minoritarios es el vinculado a la falta de mecanismos ágiles de solución de controversias con otros accionistas. De acuerdo a la Ley Orgánica de Conasev, esta institución no tiene posibilidad legal de intervenir frente a controversias entre accionistas, por lo que los inversores tienen que recurrir al poder judicial o a la vía del arbitraje. Una alternativa adicional podría ser otorgar a Conasev facultades para la solución de ciertos conflictos entre accionistas.

Esta propuesta tendría la ventaja de contar con un organismo especializado en temas societarios y de mercado de valores. La propuesta no significaría reemplazar la figura del arbitraje, sino otorgar una opción adicional a los inversores a elegir la vía más conveniente para la solución de sus controversias. Asimismo, además de los menores costos que podría implicar la propuesta, la autoridad administrativa tiene mecanismos para hacer cumplir sus resoluciones, los cuales no existen de modo directo en el arbitraje privado.

Al respecto, *Asbanc* manifiesta que otorgarle a Conasev facultades para la solución de controversias societarias en el ámbito administrativo sería un retroceso por cuanto se duplicarían funciones ya claramente establecidas en la legislación vigente.

Se ha recogido la recomendación de *Asbanc* respecto a la incorporación de la SBS como responsable junto con la Conasev y el MEF en esta acción.

Responsable: Conasev, SBS y MEF  
Plazo: Mediano Plazo