



GRUPO BANCO MUNDIAL
Finanzas, Competitividad e Innovación

PERÚ

DIAGNÓSTICO DE APOYO PARA EL DESARROLLO DE UNA HOJA DE RUTA
DEL MERCADO DE VALORES DE CARA AL FINANCIAMIENTO DEL SECTOR
CORPORATIVO

AGOSTO 2019



Schweizerische Eidgenossenschaft
Confédération suisse
Confederazione Svizzera
Confederaziun svizra

Departamento Federal de Economía,
Formación e Investigación DEFI

Secretaría de Estado para Asuntos Económicos SECO

Este Documento ha sido realizado por el personal del Banco Mundial con contribuciones externas. Las opiniones, interpretaciones y conclusiones aquí expresadas no son necesariamente reflejo de la opinión del Banco Mundial, de su Directorio Ejecutivo ni de los países representados por este. El Banco Mundial no garantiza la exactitud de los datos que figuran en este documento.

INTRODUCCION¹

En el marco del trabajo del Consejo Consultivo del Mercado de Capitales (CCMC), la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) de Perú solicitó el apoyo del Banco Mundial (BM), de cara a la preparación de una hoja de ruta con el objetivo de potenciar el desarrollo de un mercado de capitales doméstico profundo, eficiente, inclusivo y estable. De conformidad con las conversaciones sostenidas, el apoyo del BM se ha focalizado en la preparación de una propuesta de plan de acción para su discusión por parte del CCMC, que considere el rol del mercado de valores en el financiamiento del sector corporativo, incluyendo la pequeña y mediana empresa (PYME). Este apoyo se ha brindado gracias al financiamiento de la Cooperación Suiza - SECO.

El punto de partida para esta propuesta ha sido la elaboración de un diagnóstico resumido, a partir de análisis y misiones anteriores realizados por el BM. Este diagnóstico fue compartido con los miembros del CCMC. Si bien no se recibieron comentarios al documento, de las sesiones con el CCMC que se realizaron el 23 y 24 de mayo surgió la necesidad de actualizarlo. Se ha mantenido la estructura de los documentos anteriores, es decir por (i) temas relativos a la oferta de valores; (ii) temas relativos a la transparencia del mercado, formación de precios, liquidez y conflictos de interés; (iii) temas relativos a la demanda y (iv) temas relativos a la infraestructura de mercado.

Tanto el diagnóstico como la propuesta de plan de acción se han centrado en los mercados de contado; sin embargo, es importante tener presente el rol que los mercados de derivados tienen de cara al manejo de riesgos tanto para el sector financiero como para el sector real. El desarrollo de estos mercados es una tarea de más largo plazo que los actores del mercado peruano deben tener en cuenta.

Finalmente es importante subrayar que otros equipos del BM están colaborando con la profundización del mercado de deuda pública, la cual es crítica para el desarrollo del mercado de deuda corporativa y de manera más general para el desarrollo del mercado de valores, dado su rol de *benchmark* contra el cual se evalúan otras opciones de inversión. Igualmente otros equipos están colaborando con la movilización del mercado de valores para el financiamiento de infraestructura.

¹ Este documento fue preparado por un equipo técnico del Banco Mundial compuesto por Ana Fiorella Carvajal Carvajal, Especialista Líder de Sector Financiero, Carlos Senón Benito y Gonzalo Martínez Torres, Especialistas de Sector Financiero y Pablo Correa, Consultor.

CONTEXTO

Tanto la investigación empírica como la experiencia del BM muestran que existen una serie de precondiciones para el desarrollo de los mercados de valores, las cuales pueden agruparse en tres grandes categorías: macroeconomía, desarrollo del sector financiero e institucionalidad.

En principio una evaluación de Perú contra estas categorías arroja una evaluación positiva en muchas de las variables que las componen; si bien con espacios importantes de mejora en algunos de ellas. En este sentido, Perú cuenta con un ambiente macroeconómico estable, con baja inflación y que conjuntamente con un manejo fiscal prudente se han traducido en que tenga calificación de grado de inversión. Además, cuenta con un sistema financiero relativamente desarrollado, con presencia de una banca sólida, y un sistema de fondos de pensiones que administra ya una cantidad significativa de activos bajo administración; pero otros inversionistas institucionales están en una etapa más incipiente. Finalmente cuenta con una institucionalidad estable; sin embargo existen debilidades importantes que se manifiestan por ejemplo, en plazos largos para resolver conflictos o insolvencias.

Tabla N°1

Precondiciones: Algunos Indicadores

Precondiciones	Perú	Brasil	Chile
Aspectos macroeconómicos			
PIB nominal US\$ millones (IMF 2018)	225.203	1.868.184	298.172
PIB per cápita US\$ PPA (IMF 2018)	14.224	16.154	25.978
Inflación (% promedio 2009-18) (IMF 2018)	3,1	6,2	2,8
Ahorro doméstico (% PIB) (IMF, 2018)	20,3	14,6	19,5
Inversión total (% PIB) (IMF, 2018)	21,8	15,4	22,7
Sector financiero			
Crédito domestico al sector privado (% PIB) (IMF 2018)	40,9	65	110,1
Fondos de pensiones privados (AFPs 2018, AUM, millones de US\$)	45.402	N/D	193.110
Apertura comercial (FEM 2018, 0-100 ranking)	70,5 (14)	52,8 (118)	76,5 (5)
IED, entradas (IMF 2018, % PIB, promedio 2009-18)	4,4	3,5	7,6
Institucionalidad			
Legalidad ² (BM 2017, -2.5 a 2.5)	-0.50	-0.28	1.01
Protección de inversionistas (BM 2019, ranking mundial)	51	48	64
Ejecución de contratos (BM 2019, ranking mundial)	70	48	49
Resolución de insolvencias (BM 2019, ranking mundial)	88	57	51

Fuentes: Fondo Monetario Internacional, Federación Internacional de AFPs, Foro Económico Mundial todos datos a 2018 y Banco Mundial, datos a 2019 excepto los datos de legalidad, que son a 2017

² Rule of law.

Además del impacto que las debilidades en ciertas de las áreas anteriores puedan tener, en el caso de Perú el tamaño de la economía opera como un condicionante material del potencial del mercado de valores. En este sentido, la evidencia empírica demuestra que, en general, economías grandes tienden a tener mercados de valores más grandes y viceversa: economías pequeñas tienen a tener mercados pequeños con problemas de profundidad y baja liquidez por un tema de escala. Conforme se verá en este diagnóstico, al tamaño de la economía se suman desafíos relacionados con la estructura del sector corporativo, del sistema financiero, y de la demanda; los cuales en conjunto afectan el desarrollo del mercado de valores. Existen además asimetrías tributarias que podrían estar impactando el desarrollo de ciertos productos del mercado de valores.

OFERTA DE VALORES

Desde el lado de la oferta, el tamaño de la economía conjuntamente con la estructura del sector corporativo plantea desafíos para la atracción de empresas al mercado de valores.

Si bien está en crecimiento, la economía de Perú es todavía relativamente pequeña. En el contexto latinoamericano, su PIB³ equivale al 12% y 20% del de Brasil y México respectivamente, la mitad del argentino, el 70% de Colombia y 75% de Chile siendo la sexta economía del continente. No obstante, en términos de PIB per cápita su situación empeora y cae a la posición número diecisiete dentro de la región. A ello se agrega la estructura del sector corporativo: las micro y pequeñas empresas representan más del 99% del total de empresas formales, en tanto que las medianas y grandes empresas representan únicamente al 0,1% y 0,5% respectivamente, siendo justamente éstas las que, de acuerdo con la experiencia comparada, tienen más viabilidad para acceder directamente al mercado de valores.

Estos dos aspectos combinados, implican que el universo de empresas con potencial de acceder al mercado de valores de manera directa es reducido, al menos en el corto plazo. En términos comparativos, si bien Chile es una economía de tamaño relativamente similar a la peruana, tiene cuatro veces más empresas medianas y grandes en términos relativos que Perú. Brasil, por otra parte, si bien tiene una estructura corporativa más parecida a la peruana, en términos de escala es más de ocho veces mayor.

Gráfico N°1

Tamaño de economías latino americanas seleccionadas

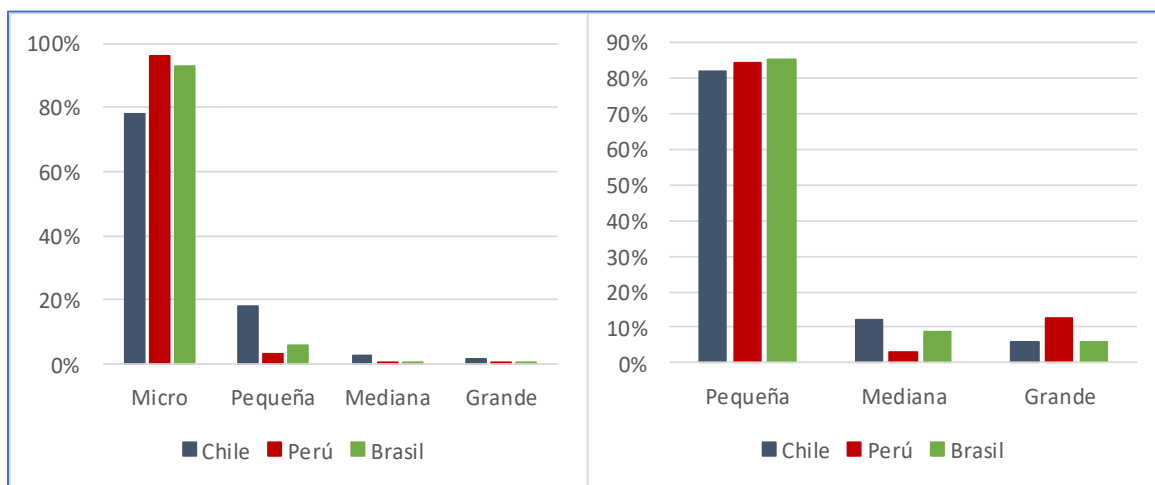


Fuente: Elaboración propia, con base en datos del Fondo Monetario Internacional, 2018

³ PIB nominal, no ajustado por Poder de Paridad Adquisitivo o PPA.

Gráfico N°2

Estructura corporativa: empresas por tamaño. Mercado total y excluyendo microempresas, como porcentaje



Fuente: Elaboración propia, con base en fuentes oficiales (IBGE, SII y Produce para Brasil, Chile y Perú respectivamente)

Estos aspectos estructurales, sumados a otros temas que inciden de manera más específica en el interés de las compañías por acudir al mercado para emitir acciones o deuda respectivamente, que se analizarán de seguido, generan la falta de un *pipeline* de empresas en condiciones de acceder al mercado. Este problema es más agudo de cara al mercado accionario; pero en buena medida aplica también al mercado de deuda corporativa y se convierte en uno de los grandes desafíos del mercado peruano.

Mercado accionario

El mercado accionario peruano sufre de tres grandes problemas: un nivel reducido de nuevas empresas que se abran a bolsa, una fuerte concentración de la capitalización en pocos emisores y, finalmente, baja liquidez. Pese a que en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) tiene una capitalización bursátil que ronda el 71% del PIB y cerca de 260 emisores listados, desde el año 2013 no ha habido nuevas aperturas bursátiles⁴ y la liquidez del mercado es limitada, con un *turnover ratio* de 3,5%, en donde gran parte de los valores no transan con frecuencia diaria.⁵ Así mismo, los diez mayores emisores representan un 64% del total de capitalización del mercado, evidenciando un alto nivel de concentración.

⁴ En 2013 se realizaron los últimos IPOs del mercado por USD \$823 millones (Grupo Graña y Montero y Chinalco).

⁵ En la BVL hay 19 acciones de empresas locales con presencia bursátil superior al 50%. Sin embargo, en promedio, no más de 10 emisores locales transan en cada jornada. Credicorp, Buenaventura y Southern Cooper Corporation concentran la transaccionalidad del mercado.

Tabla N°2

Caracterización mercados accionarios seleccionados

	Brasil	Chile	Perú
Capitalización bursátil (USD MM)	\$955.817	\$297.897	\$162.812
<i>Como % del PIB</i>	<i>50,1%</i>	<i>99,3%</i>	<i>71,1%</i>
Número empresas listadas	343	293	258
Capitalización 10 mayores emisores (% total)	52,5%	44,4%	64,3%
Turnover promedio diario (USD MM)	\$2.695	\$148	\$28
Monto transacción promedio (USD miles)	\$2,7	\$8,5	\$44,8
Monto transado 10 mayores emisores (% total)	40,5%	50,9%	72,9%

Fuente: Federación Iberoamericana de Bolsas, cifras el cierre de 2017

En general se cita el gobierno corporativo como el principal desincentivo para que las empresas se abran al mercado, entendiéndose que, por otro lado, las empresas medianas y grandes (que son las que reunirían más fácilmente las condiciones para abrir su capital) tienen acceso al financiamiento por deuda ya sea por vía de la banca o del mercado de valores. Esta preferencia por la deuda se ha reflejado en un incremento en el nivel de apalancamiento de las empresas aunque, como se observa en la tabla N°4, los niveles parecen bajos en términos relativos al PIB. Todo lo anterior está estrechamente vinculado con la estructura corporativa del país, es decir empresas familiares medianas o pequeñas con prejuicios para abrir su capital a terceros y someterse al régimen de gobierno corporativo que requiere el acceso al mercado de valores. A estos factores se suma en algunos casos, la preocupación por la concentración de la demanda y los efectos que ello puede tener en formación de precios. La consecuencia final es que, desde el punto de vista de la oferta, es un mercado con falta de emisores.

Desde la perspectiva de los inversionistas, su interés por el mercado se ve afectado por la falta de profundidad, que a su vez conlleva problemas de formación de precios y liquidez. En este sentido, a setiembre de 2018 la BVL mostraba promedios diarios de volúmenes transados en torno a los \$30 millones de soles. Sin embargo, también se citan preocupaciones relacionadas con la falta de un gobierno corporativo robusto,⁶ y se mencionan ejemplos de casos en que los inversionistas se han visto perjudicados debido a un gobierno corporativo “pobre” de empresas listadas.⁷

Mercado de deuda corporativa no gubernamental

El mercado de deuda corporativa es un mercado pequeño. Sin embargo, a diferencia del mercado accionario, el mercado de deuda corporativa ha exhibido un mayor dinamismo, en términos de la existencia de un número de emisores que acude de manera constante al mercado a cubrir sus necesidades. Adicionalmente, particularmente en el segmento del Mercado Alternativo de Valores (MAV) ha habido nuevos emisores ingresando al mercado, conforme se verá más adelante. En el

⁶ Actualmente el gobierno corporativo se regula por vía de un “*comply or explain*”.

⁷ Por ejemplo, se mencionaron problemas con transacciones con partes relacionadas por medio de las cuales se han desviado utilidades de las compañías, en desmedro de los inversionistas minoritarios.

2017 las emisiones de deuda colocadas por vía de una oferta pública representaban alrededor de un 4% del PIB al 2017 y el stock vigente llega a aproximadamente un 13%.

Tabla N°3

Montos colocados mercado primario (USD MM)

	2014	2015	2016	2017	2018
Bonos corporativos	\$20	\$97,4	\$2,9	\$34,3	\$8,7
Otros bonos ⁸	\$86,9	\$190	\$70,5	\$72,2	\$17
Instrumentos de corto plazo	\$41,5	\$57,9	\$89,6	\$53,1	\$24,6
Certificados de depósitos	-	\$2	-	-	-

Fuente: SMV

Tabla No. 4

Stock de deuda corporativa, miles de millones de USD

	Brasil	Chile	Perú
Financiera	432	110,7	3,8
No financiera	125,3	71,9	4,0
Total	557,3	182,6	7,8
% del PIB	29,2%	60,8%	3,7%

Fuente: Banco de pagos internacionales, cifras el tercer trimestre de 2018

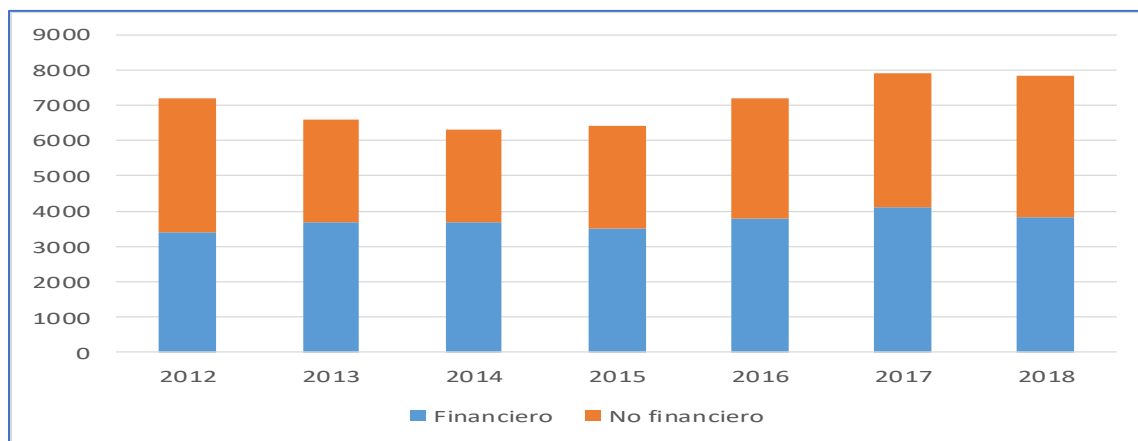
Igual que ocurre en otros mercados emergentes, un porcentaje importante de las emisiones (alrededor del 50%) se ha concentrado en el sector financiero. La mayoría de las emisiones son de alta clasificación crediticia (A+ o superior) y de largo plazo (las emisiones de oferta pública tienen un promedio ponderado de 12 años para emisores no financieros y de 8,5 años para emisores financieros), lo que se explica por el perfil de demanda que constituyen las AFP locales. La mayor parte del volumen emitido, tanto por emisores financieros como no financieros, corresponde a bonos *plain vanilla*.⁹

⁸ Subordinados, titularizados o de arrendamiento financiero.

⁹ Aproximadamente tres de cuatro emisiones de bonos son del tipo de cupón fijo.

Gráfico N°3

Stock remanente de deuda corporativa, millones de USD



Fuente: Elaboración propia, con datos de la SMV

Al igual que el mercado accionario, el mercado de deuda es poco líquido - si bien, en general, como activo los mercados de deuda tienden a tener menos liquidez.

Tabla N°5

Caracterización del mercado de renta fija

	Brasil	Chile	Perú
N° emisores listados y negociados	89	154	64
Valor transado en valores domésticos (USD MM)	\$243	\$217.000	\$460
Número de operaciones anuales (miles)	4,8	331,3	2,1
Monto transado promedio (USD M)	\$50	\$655	\$220
Monto transado por 10 mayores emisores (% total)	56%	34%	42%

Fuente: Federación Iberoamericana de Bolsas

En general, existe acuerdo de que el desarrollo del mercado de deuda se ha visto afectado por la competencia de la banca y la concentración de la demanda. En el primer caso, la banca dada su situación de amplia liquidez ha sido capaz de cubrir las necesidades de financiamiento corporativo bajo procesos que lo hacen más rápido que el mercado de capitales; aunque dependiendo del caso lo sea con mas colateral y a menor plazo.

En el segundo lugar, la concentración de la demanda en unos pocos inversionistas institucionales, a ser mayormente los cuatro fondos de pensiones, ha sesgado el mercado de ofertas públicas hacia emisores grandes y hacia el largo plazo. Existen además preocupaciones por la formación de precios, dada la concentración de mercado, que llevan a que algunos emisores prefieran colocar en el exterior. La concentración en este tipo de inversionistas con estrategia de inversión de "buy and hold" reduce la liquidez del mercado secundario.

Finalmente, existe una estructura tributaria que en determinados casos privilegia el financiamiento crediticio bancario versus el del mercado de capitales. En particular, los retornos en deuda pública

y en depósitos e instrumentos de ahorro bancario están exentos del impuesto sobre la renta en tanto que la deuda corporativa está gravada con una tasa de impuesto sobre la renta del 5%.

Sin embargo, a nivel más granular, se ven diferencias tanto en el interés de diferentes empresas de acudir al mercado, como en el apetito de diferentes inversionistas por diferentes tipos de emisores. De allí que, de cara a identificar acciones para potenciar este mercado, sea necesario identificar claramente estas diferencias:

Grandes corporaciones: cuentan con acceso al crédito bancario y al mercado de valores, tanto por vía de oferta pública como privada a nivel doméstico y off shore. En los últimos años muchas de ellas privilegiaron los mercados internacionales dadas las tasas de interés a que lograban colocar.¹⁰ Esto podría revertirse en un ambiente de incremento en las tasas de interés del mundo desarrollado. Sin embargo, preocupaciones relativas a la formación de precios y liquidez podrían continuar afectando su interés por el mercado doméstico.

Corporaciones medianas (o gran empresa de acuerdo con la categorización de la SBS): también cuentan con acceso al crédito bancario, aunque sujeto a mayores requerimientos de colaterales. En la práctica existe un número importante de empresas de mediano tamaño que están obteniendo financiamiento por vía de emisiones privadas. Estas emisiones de oferta privadas están siendo compradas fundamentalmente por las aseguradoras (para sus productos de mediano plazo como se explicará más adelante) y por high networth individuals. Para este segmento el MAV podría resultar atractivo en la medida en que le ayude a conseguir financiamiento con menos colaterales y/o a mayor plazo o mejores condiciones. En la práctica el número de empresas que han utilizado el MAV es aún bastante reducido, aunque el mercado se encuentra creciendo. A noviembre de 2018, 15 empresas habían inscrito valores MAV en el registro público del mercado de valores, de las cuales 12 habían colocado instrumentos de corto plazo y bonos corporativos por un monto total de US\$ 86,7 millones en 98 emisiones. Evidencia puntual muestra que emisores recurrentes han logrado reducir sus costos de financiamiento de manera importante, desde niveles de tasas de 10% en sus primeras colocaciones privadas a 6,5% en sus ofertas públicas en el MAV. Sin embargo, se señalan como razones para el crecimiento modesto que ha exhibido el MAV, que el proceso de mejoras requeridas en las empresas para llegar al MAV ha sido más largo del que se esperaba, unido a la alta competencia de la banca. La experiencia con estas empresas es que se requiere de entre dos y tres años para que ellas puedan cumplir con las condiciones requeridas para el mercado de oferta pública, lo que explica que muchas colocaciones se hagan por oferta privada pese a que el costo de fondos sea mayor.

¹⁰ A junio de 2017, el volumen de bonos corporativos emitidos en los mercados internacionales ascendía a U\$ \$11.275 millones. De ese monto, 90,3% corresponde a emisiones en dólares y 9,7% a emisiones en soles.

Tabla N°6

Tasas de colocación en MAV, por clasificación de riesgo, promedio 2013-18

		PEN	USD
Corto- plazo	PE1	6,2%	3,2%
	PE2	8,1%	5,3%
	PE3	-	4,9%
Largo plazo	A-	-	7,0%
	A	-	7,2%
	A+	9,9%	-

Fuente: BVL

Instituciones financieras:¹¹ sobre las cuales es necesario distinguir entre la banca y otras entidades:

- Banca: muchos bancos ya son emisores en el mercado, fundamentalmente de papel *plain vanilla*. De cara a su cartera PYME, los bancos no han visto la necesidad de titularizarla por una serie de razones, incluida la amplia liquidez de que han gozado. La implementación de Basilea III no parece que vaya a cambiar la ecuación.¹²
- Cajas municipales: necesitan mejorar su estructura de financiamiento, por el efecto de Basilea III (dada su concentración geográfica y sectorial), de allí que el mercado de valores podría ser una alternativa de fondeo. En la práctica solo las más grandes han acudido/tenido acceso al mercado, inicialmente para emisiones de corto plazo y por la vía de la oferta privada o la oferta pública restringida. No ha habido interés masivo por parte de los inversionistas institucionales por su papel, dada una percepción de alto riesgo de crédito y la vinculación de sus gobiernos corporativos al ciclo político, entre otros. En este contexto, para las cajas pequeñas la titularización de cartera podría ser una opción para acudir al mercado que mitigue las preocupaciones que podrían tener los inversionistas de cara a una emisión corporativa.
- Empresas de factoraje: requieren mejorar sus fuentes de financiamiento para mantener el crecimiento de la industria; de allí que tengan interés por el mercado de valores. Sin embargo, solo una ha tenido acceso al mercado de valores por vía de una colocación privada. Se cita la falta de información histórica como una de las razones para que no estén

¹¹ Además de la banca, el análisis se ha centrado en aquellas que el BM ve como mas relevantes de cara a la estructuración de productos del mercado de valores que puedan coadyuvar a mejorar el financiamiento de la PYME.

¹² Un estudio realizado por el Fondo Monetario Internacional en 2017 mostró que los efectos de los incrementos normativos sobre capital entre 2009 y 2016 no tuvieron un efecto relevante sobre el mercado del crédito. En el corto plazo, un incremento en 100 puntos bases de capital tendría un efecto de entre un 4% a 6% de caída en el crecimiento de las colocaciones, pero que en el largo plazo el efecto tiende a cero. Parte de las razones que podrían explicar esto es la gradualidad de la implementación y la alta rentabilidad de la banca peruana.

aun en el mercado. No obstante, es posible que en un mediano plazo algunas de ellas sean potenciales emisoras en el MAV, en la medida en que ya cuenten con dicha información.

Pequeña empresa: conforme se explicará en el apartado siguiente, el potencial de empresas pequeñas para acceder al mercado de manera directa es muy limitado. Ello es así por cuanto estas empresas no están preparadas para aportar la información requerida, o aun si lo están, los costos serían muy altos frente al tamaño de las emisiones. Y de cara a los inversionistas institucionales, estos emisores no son atractivos tanto por tamaño como por perfil de riesgo, en tanto que no existe todavía una masa de inversionistas minoristas que pueda apoyar estas emisiones de manera continua. Ello se ve confirmado por la práctica: empresas con niveles de ventas menores a los US\$30 millones o con generación de EBITDA¹³ menor a US\$10 millones anuales no han accedido al mercado directamente. De facto el tamaño mínimo de una oferta pública es de US\$ 20 millones. No obstante, y en general de conformidad con la experiencia comparada, esta es la realidad esperada. Como se señaló anteriormente, es para la gran empresa o la pequeña empresa corporativa que las ofertas privadas y el MAV podrían representar una alternativa de financiamiento recurrente.

Mercado de valores y pequeña empresa

En Perú, las PYMEs tienen gran relevancia en la generación de empleo, si bien representan una fracción menor del total de ventas. Del total de empresas registradas en el país, aproximadamente un 95% son microempresas, muchas de las cuales son individuales. Cerca del 70% del empleo total de la economía se explica por empresas de menos de 10 trabajadores. Al cierre del año 2017, de acuerdo con las estadísticas del Ministerio de Producción (PRODUCE), existían aproximadamente 1,9 millones de empresas contabilizadas en el registro único de contribuyentes (RUC), de las cuales el 96,2% eran microempresas, el 3,2% pequeña, el 0,1% medianas y el 0,5% grandes. Entre ellas, el 85% se concentra en el sector de comercio y servicios, y el 96% de ellas contaba con menos de cinco trabajadores.

Tabla N°7

Empresas formales por segmento empresarial

	Número	Como % del total
Microempresas	1.836.848	96,2
Pequeña	60.702	3,2
Mediana	2.034	0,1
Total MIPYME	1.899.584	99,5
Grande	9.245	0,5
Total	1.908.829	100,0

Fuente: PRODUCE sobre datos del RUC

En general, las empresas en Perú tienen menos problema de acceso al crédito que en otros países pares. De acuerdo con la encuesta de micro y pequeña empresa realizada por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), en el año 2013, en promedio a nivel nacional el 43% de las

¹³ Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización, por sus siglas en inglés.

empresas reportó haber tenido acceso al financiamiento y sólo el 2% reportó haberlo solicitado pero no obtenido. Por su parte, la Encuesta de Empresas del año 2011 reflejó que en promedio el 67% de ellas tenían vigente un crédito o una línea de crédito, lo cual representa un porcentaje de financiamiento más elevado que en otros países pares, con excepción de Chile. Sólo el 9% indicaron el acceso al financiamiento como un problema material. No obstante lo anterior, es importante subrayar que existen diferencias importantes en el acceso al financiamiento dependiendo del tamaño de la empresa.

Tabla N°8

Acceso al financiamiento formal (% del total)

	2013	2014	2015	2016
Microempresa	10,6	11,0	16,6	13,8
Pequeña	54,4	54,8	54,6	45,8
Mediana	74,2	75,5	75,3	62,7

Fuente: PRODUCE, oficina de estudios económicos a diciembre de 2016 y SBS

Sin embargo, el valor del colateral exigido es más alto que en otros países de la región. En contraste con la información del punto anterior, la misma Encuesta de Empresas mostró que en promedio se exige como colateral un 229% del valor del crédito, nivel muy superior a lo que sucede en México, Chile, Brasil o el promedio de los países de la OECD.

El costo de financiamiento y las altas tasas de interés son los factores más relevantes para las decisiones de las firmas. Para el 94% de las PYMEs la tasa de interés es el factor que más condiciona sus decisiones de financiamiento, muy por sobre de cualquier otra variable, como por ejemplo el requerimiento de capital. Más allá de los efectos agregados sobre el costo de capital e inversión, las altas tasas de interés tienen un efecto particularmente grande sobre el acceso al financiamiento de la PYME.

Tabla N°9

Tasas y spread bancario por segmento (en %)

	Tasa colocación	Tasa captación	Spread
Grande	9,7%	0,9%	8,8%
Mediana y pequeña	21,5%	3,2%	18,3%
Personas	40,4%	4,8%	35,6%

Fuente: Banco Mundial sobre datos SBS

Conforme se señaló el potencial de empresas pequeñas para acceder al mercado de manera directa es muy limitado. Sin embargo, de conformidad con la experiencia internacional otras opciones indirectas y otras opciones directas no tradicionales pueden ayudar a expandir su financiamiento.

Por un lado, en relación con mecanismos indirectos, el mercado de valores podría ser fuente de fondeo para las cajas y las empresas de factoraje, lo que a su vez podría repercutir en que estas puedan competir más eficazmente con la banca para expandir el financiamiento a PYMEs y/o brindarles mejores condiciones. Sin embargo, al día de hoy este rol no se está dando por las razones explicadas anteriormente. Para potenciar este rol se requerirá de tiempo, pero es posible también

que se requiera de otro tipo de intervenciones tales como mejoras crediticias o coinversión, para alinear el apetito de riesgo de los inversionistas y/o brindarles confort sobre los nuevos productos que se desarrollen. De allí la importancia del Fondo CRECER.

En relación con los mecanismos directos, existen ya algunas soluciones de mercado de valores que permiten a las PYMEs obtener capital de trabajo o crédito directamente de inversionistas del mercado de valores, aunque todavía en niveles modestos. Por un lado, existen algunos fondos de inversión especializados en productos de PYME tales como los fondos de facturas. Igualmente, están comenzando a estructurarse fondos que invierten en créditos, aunque actualmente se orientan mayormente a empresas medianas. Por otra parte, operan en el país algunas plataformas de financiamiento participativo o *crowdfunding*, especializadas en préstamo y plataformas para la negociación de facturas.

Sin embargo, en el primer caso, el marco regulatorio podría estar impidiendo la generación de otros vehículos, como podrían ser fondos de originación de créditos, los cuales están teniendo un gran impulso en otros mercados, o fondos de inversión que inviertan en cualquiera de estos activos pero que tengan una mayor flexibilidad de cara a rescates programados, lo que podría hacer el producto más atractivo a muchos inversionistas. En el segundo caso, la falta de un ambiente legal y regulatorio cierto, dada la inexistencia de un marco legal y regulatorio vigente, podría estar frenando el desarrollo de las plataformas de *crowdfunding* y de facturas. Igualmente, asimetrías en el tratamiento tributario y en la aplicación de la Ley de usura podrían afectar el desarrollo de ambas opciones, al existir una diferencia en las tasas máximas que pueden darse dependiendo de si la institución crediticia es regulada por la SBS o no.

Finalmente, entiende el BM que existe un mercado de venture capital y existen además programas de gobierno orientados a ayudar a las start ups y las empresas de alto crecimiento; sin embargo las discusiones en el CCMC sugieren que no existe una buena articulación de las políticas públicas y los esfuerzos privados.

TRANSPARENCIA DEL MERCADO, FORMACION DE PRECIOS, LIQUIDEZ Y CONFLICTOS DE INTERES

Transparencia y ofertas privadas

No existe información completa y consolidada sobre el tamaño de la oferta privada. Parte de esta información se puede obtener de manera indirecta por vía del análisis de la composición de las carteras de los fondos de pensiones y compañías de seguros. Esta información, así como otra evidencia informal, llevan a estimar la oferta privada en tres veces el tamaño de la oferta pública.

Una parte de estas emisiones, en general las de mayor tamaño, se coloca con inversionistas institucionales, en tanto que otras se colocan principalmente a *high networth individuals* e inversionistas minoristas. Más recientemente las compañías aseguradoras se han convertido en “estructuradoras” de emisiones de oferta privada, como respaldo a productos de “seguros” que han creado a raíz del retiro de recursos previsionales. Por parte de las empresas emisoras, aspectos tales como el tamaño de la emisión versus sus costos, los requerimientos de divulgación de información y los procedimientos mismos de la oferta pública se señalan como las razones fundamentales que las llevan a optar por una colocación privada, como primer paso de financiamiento en el mercado de valores.

En general, se considera importante que exista un espacio razonable para la oferta privada en la medida en que ello ayuda a las empresas a obtener financiamiento de una manera más ágil. No obstante lo anterior, encontrar cuál es el balance adecuado entre la oferta pública y privada es una de las preocupaciones más importantes de las autoridades del mercado de valores. En este sentido, en la última década, muchos reguladores han hecho esfuerzos importantes por racionalizar los requisitos de oferta pública, ya sea de manera general (eliminando o simplificando ciertos requisitos para todos los emisores) o para ciertos emisores (como por ejemplo la pequeña empresa, empresas de alto crecimiento, entre otros). Igualmente, en muchos casos, se han abierto espacios adicionales para la oferta privada bajo ciertas condiciones (por ejemplo, *crowd funding*). Finalmente, muchos reguladores se han abocado a revisar los procedimientos mismos de autorización de oferta pública con el propósito de hacerlos más expeditos, acortando los plazos de revisión y autorización, fundamentalmente por vía del establecimiento de plazos máximos de respuesta y de la creación de regímenes especiales para emisores recurrentes o programas de emisiones.

Desde esta perspectiva, no se observa que los supuestos de oferta privada aplicables en Perú difieran de los existentes en otros países, por ejemplo, basados en supuestos relacionados con el número de inversionistas o el tipo de inversionistas. Sin embargo, un uso pronunciado de las excepciones dirigidas a inversionistas institucionales, en un mercado que se concentra en este tipo de emisores como es el peruano, podría exacerbar los problemas de ausencia de papel de cara al inversionista minorista y contribuir a problemas de formación de precios, dada la opacidad propia de la oferta privada. De allí la importancia de trabajar en una racionalización de la oferta pública.

Entiende el BM que este trabajo lo ha venido haciendo la SMV. En este sentido, no se observan diferencias sustanciales en los requisitos exigidos por la SMV para la oferta pública entre los

existentes en el caso peruano versus otros mercados emergentes. Más aun, durante la última década la SMV ha hecho avances importantes en la racionalización de requisitos, incluido el desarrollo de un régimen especial para la mediana empresa por vía del régimen MAV.¹⁴ Además, la SMV ha implementado medidas tendientes a acortar plazos de autorización para los casos de programas de emisiones. En este caso existe un compromiso de la SMV de completar la revisión y autorización del programa en 17 días, pese a que el mandato legal es de 30 días. A partir de esta autorización, las emisiones cubiertas por el programa se autorizan de manera automática una vez presentado el prospecto suplementario. Es importante señalar que en la actualidad prácticamente todos los emisores en el mercado utilizan el programa de emisiones.

No obstante todo lo anterior, es importante que este proceso de revisión se vea como un proceso dinámico. En este sentido, a partir de las discusiones que se generaron en el seno del CCMC entiende el BM que en los procesos ordinarios de oferta pública que aplican tanto a acciones como deuda, fideicomisos y fondos (fundamentalmente los de inversión) existe un margen de mejora tanto en los plazos de tramitación, como en el contenido de observaciones y la predictibilidad (consistencia) de las decisiones emanadas de la SMV. Igualmente, convendría revisar si en alguno de esos casos hay espacio también para racionalizar requisitos. Desde esta perspectiva, al igual que otros reguladores están haciendo (por ejemplo, OSC Canadá y CVM Brasil) es importante que la SMV realice un proceso de revisión de los requisitos y procedimientos con miras a determinar si existe margen para la racionalización de los primeros y/o de agilización de los segundos.

Formación de precios

Existe preocupación de que la concentración de la demanda en unos pocos inversionistas institucionales esté creando un problema de incorrecta formación de precios y se señala a ésta como una de las razones por la que las grandes corporaciones han optado por emitir en el mercado extranjero, donde tienen acceso a un libro de demanda mayor y, por lo mismo, a una formación de precios más competitiva.

Por otra parte existen preocupaciones puntuales sobre la manera de aplicar diferentes mecanismos de formación de precios. Por ejemplo, se señala que si bien a nivel del mercado de deuda soberano el mecanismo de remate holandés funciona sin problema, para la deuda corporativa en vez de usar el monto de la emisión para determinar la tasa de corte, es el emisor quien decide el nivel de tasa, lo que genera como resultado ofertas poco realistas para aumentar la tasa y montos efectivos colocados menores. Igualmente existen preocupaciones con el *book building* y distribuciones poco transparentes donde se sospecha cruce de información dentro de participantes de un mismo conglomerado financiero.

¹⁴ El MAV contiene una racionalización de requisitos, incluyendo un prospecto simplificado, la exención de calificación en el caso de emisiones dirigidas a inversionistas institucionales, la posibilidad de presentar únicamente información financiera semestral y la exención del reporte de gobierno corporativo durante los primeros tres años y, una vez que el requisito aplica, el requerimiento de explicaciones es menor. Además de la racionalización de requisitos, el proceso de autorización está sujeto a plazos menores.

Una mayor diversificación de la demanda es un requisito necesario para mejorar la formación de precios tanto en mercado primario como en el secundario; y esto requiere tiempo. Pero en paralelo con ello, existen acciones que pueden realizarse tendientes a uniformar el entendimiento de cómo se aplican ambos tipos de mecanismos; así como también a lograr una mayor transparencia de las actuaciones de la SMV de cara a la formación de precios.

Liquidez

Una de las mayores preocupaciones respecto del mercado de capitales en Perú es su falta de liquidez, particularmente en el mercado accionario.¹⁵ De hecho, en el pasado esto llevó a que Perú estuviera en revisión por parte de MSCI para su categorización desde mercado emergente a mercado frontera.¹⁶ Las autoridades, conjuntamente con el sector privado, implementaron una serie de medidas destinadas a incrementar la liquidez, tales como la exención transitoria del impuesto a las ganancias de capital, la implementación de un programa de creadores de mercado voluntario y la rebaja de las comisiones de BVL y CAVALI.¹⁷ Todo ello llevó a que Perú mantuviera su estatus de mercado emergente en el MSCI.

Tabla N°10

Volúmenes transados en la BVL (Millones de USD)

	2017	2018	2019*
Total	8.944	6.208	724
Promedio diario	36	25	17
En renta variable	6.293	3.392	526
En renta fija	1.915	2.073	88
Colocaciones primarias	38	49	0
En REPO y préstamos de valores	698	694	110

* Al cierre de febrero de 2019

Fuente: BVL

No se ha realizado una evaluación integral del impacto de las medidas anteriores en la liquidez del mercado; si bien alguna evidencia anecdótica sugiere que la implementación de los creadores de mercados ha mejorado la liquidez de las acciones de los emisores que los contrataron. No obstante,

¹⁵ En general se entiende que la liquidez es el resultado de tres factores: (i) la naturaleza de los activos -en general las acciones son más líquidas que la deuda, (ii) el tamaño de la emisión -a mayor volumen mayor liquidez- y (iii) la profundidad de la demanda -la diversidad de tipos de inversionistas genera diferentes estrategias de inversión.

¹⁶ En agosto de 2015, el MSCI anunció que analizaría la permanencia de Perú en la categoría de mercado emergente por su baja liquidez, lo que generó un *sell-off* en el mercado por el temor a las ventas masivas que esto generaría por parte de los inversionistas institucionales que siguen el MSCI. Parte de las medidas que entonces se tomaron fue la exoneración del impuesto sobre las ganancias de capital en forma transitoria por tres años, plazo que se cumple próximamente.

¹⁷ CAVALI es el Registro central de valores y liquidaciones de Perú.

dada que este programa se aplicó a pocos emisores, el impacto ha sido modesto. De modo que se requiere profundizar los esfuerzos en esta materia.

Conflictos de interés

El sistema financiero peruano se caracteriza por estar dominado por la banca –los cuatro mayores bancos representan el 46% de los activos del sistema- lo que se suma a dos grandes conglomerados, cuatro Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) que cuentan con el 23% de los activos, más una serie de otros pequeños participantes. Los cuatro mayores bancos del país son también accionistas de AFPs, compañías de seguros, casas de bolsa y administradoras de fondos mutuos y de inversión. Este predominio de grupos financieros con presencia bancaria fuerte tiene un impacto material en el mercado de valores.

De cara a los emisores, la banca compite activa y eficazmente por el mercado de crédito, dadas sus condiciones de liquidez. En el seno del CCMC se discutió si el éxito de la banca de cara a empresas que han considerado el financiamiento por vía del mercado de valores y han resuelto finalmente acudir a un préstamo bancario del mismo grupo, se debe a un problema de manejo inefectivo de barreras de información o si, más bien, es la misma empresa la que acude al banco a efectos de ver si este le ofrece un mejor financiamiento vista ya su posibilidad de acceso al mercado de valores. Al margen de la respuesta a esta pregunta, sí quedó claro que hay un tema de percepciones que es importante manejar.

De cara a los fondos mutuos, la banca es actualmente su principal “emisor” (por vía de depósitos), lo cual ha tenido un efecto importante en la rentabilidad de estos productos. La banca es también el principal distribuidor de este producto.

En relación con el punto anterior, y de cara a los inversionistas, se señala la existencia de una arquitectura cerrada en la oferta de productos de inversión por parte de los grupos financieros, por la cual únicamente se ofrecen a los inversionistas productos originados por el conglomerado, incluyendo a sus administradoras de fondos mutuos y de inversión. En este contexto, la existencia de una red de sucursales bancarias les facilita a los grupos la distribución de esos productos. Esta situación dificulta la subsistencia de operadores independientes, que no cuentan con una red de sucursales para penetrar el mercado y ofrecer sus productos.

Algunos participantes sostienen que estos problemas se ven exacerbados por la estructura de propiedad de las administradoras de fondos de pensiones.

Pero es importante notar que el dominio de la banca no es una característica única de Perú. De hecho, este desafío existe tanto en mercados emergentes como desarrollados (por ejemplo, en muchos países de la Unión Europea), con consecuencias similares a las que se observan en Perú. De conformidad con las conversaciones sostenidas, medidas que busquen romper esta estructura de mercado (como un *Glass Steagall Act*¹⁸) no parecen viables. De modo que se debe avanzar en

¹⁸ Con referencia a la ley que entre 1933 y 1999 estableció la separación entre las actividades de banca comercial y banca de inversión, así como la participación de la banca en la administración de empresas del sector real.

medidas regulatorias incrementales que ayuden a diferenciar los intereses de diferentes tipos de participantes, aun cuando pertenezcan al mismo grupo financiero y a transparentar la supervisión que hacen los organismos reguladores del manejo de los conflictos de interés.

Fondos de pensiones

La demanda de mercado se encuentra muy concentrada en los inversionistas institucionales, particularmente en los cuatro fondos de pensiones existentes. A noviembre de 2018 los fondos de pensiones contaban con más de US\$46.600 millones en activos bajo administración (AUM), activos que venían creciendo sostenidamente hasta la reforma del 2016, la cual ha tenido efectos importantes en la industria.²⁰ Estos activos representan aproximadamente el 20% del PIB. Dentro de ellos, Integra (grupo Sura) representa un 38,6% de los AUM, Prima (grupo Crédito) un 31,1%, Profuturo (grupo Scotiabank) un 25,5% y Hábitat (vinculado a la Cámara Chilena de la Construcción y Prudential Financial) un 4,6%.

Tabla N°11

Inversiones del sistema privado de pensiones

	USD\$ millones	% del total
Instrumentos domésticos	\$24.870	53,4%
<i>Soberano</i>	\$10.355	22,%
<i>Instituciones financieras</i>	\$4.949	10,6%
<i>Empresas no financieras</i>	\$6.766	14,5%
<i>Administradoras de fondos</i>	\$1.556	3,3%
<i>Sociedades tituladoras</i>	\$1.247	2,7%
Instrumentos en el exterior	\$21.673	46,5%
<i>Soberano</i>	\$611	1,3%
<i>Instituciones financieras</i>	\$525	1,1%
<i>Empresas no financieras</i>	\$419	0,9%
<i>Administradoras de fondos</i>	\$20.118	43,2%
Total	\$46.587	100%

Fuente: SBS

Las administradoras manejan cuatro tipos de fondos con diferentes perfiles de riesgo-retorno dependiendo de la edad del beneficiario. La mayor parte de los activos bajo administración está concentrada en el portafolio N°2 que puede invertir hasta un 75% de sus activos en instrumentos de renta fija, un 45% en renta variable y un 15% en inversiones alternativas. En la práctica, aproximadamente un 46% del portafolio de los fondos de pensiones se encuentra invertidos en valores y productos extranjeros. Solo un 11% de su portafolio está invertido en renta variable local (con una tendencia decreciente) y un 3% en cuotas de fondos mutuos o de inversión doméstico, en

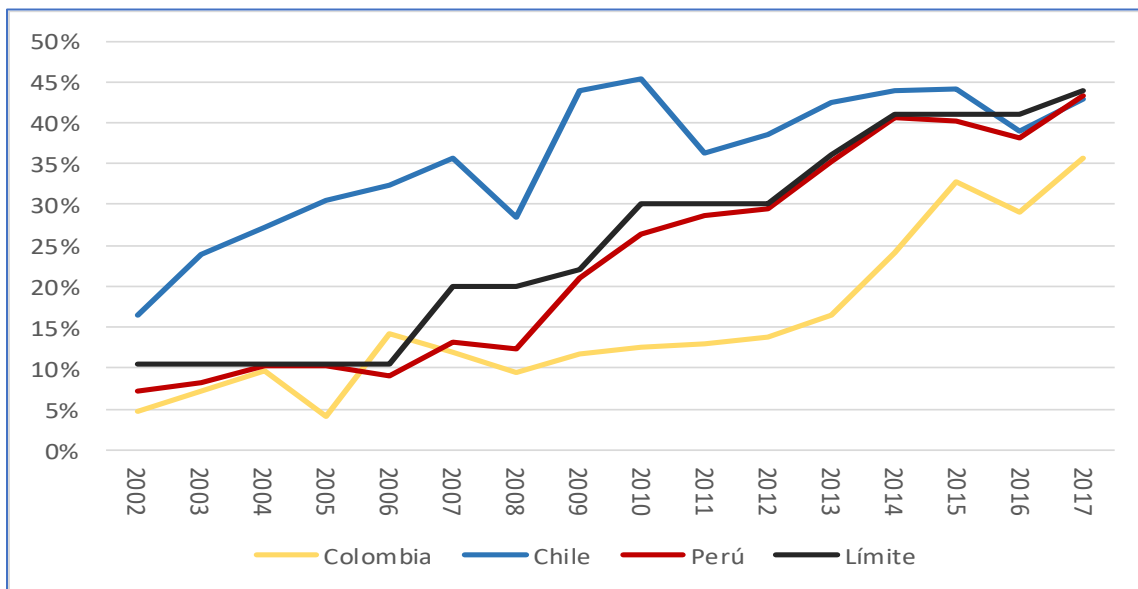
¹⁹ El análisis de los inversionistas no sujetos a la SMV se circunscribe a aquellos aspectos que pueden influir directamente en el desarrollo del mercado de valores.

²⁰ De mostrar tasas de crecimiento por sobre el 10% hasta 2016, en 2017 la expansión del portafolio fue de un 3% y a noviembre de 2018 llevaba un crecimiento de 1,7% (medido en PEN).

tanto que un 24% del portafolio está en papeles soberanos o depósitos, que se clasifican juntos como activos líquidos.

Gráfico N° 4

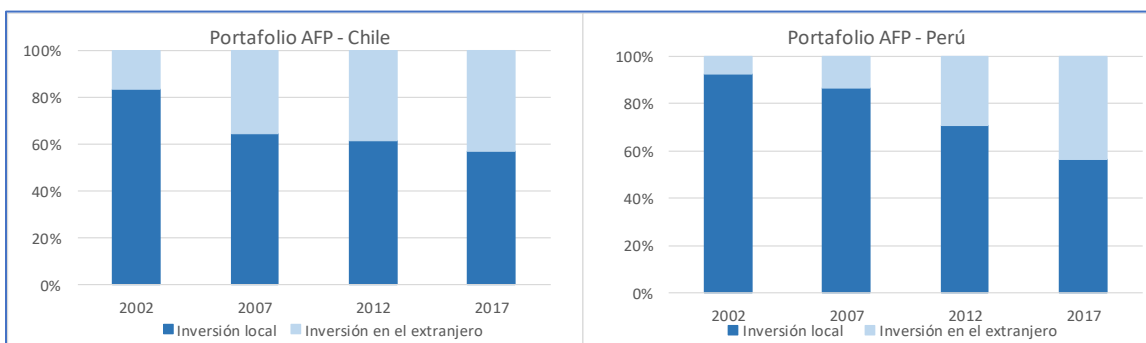
Evolución activos en el extranjero (%) versus límite legal y otras geografías



Fuente: FIAP y SBS

Gráfico N° 5

Evolución activos en el extranjero versus local (%)



Fuente: FIAP y SBS

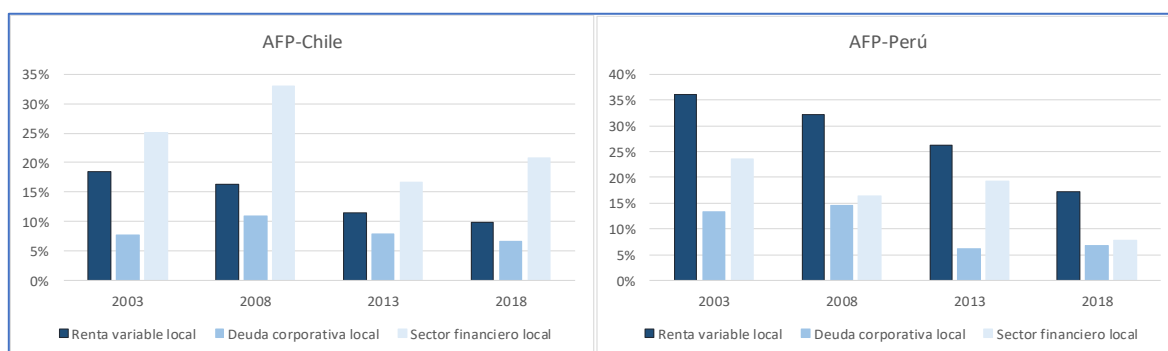
En general existe consenso en que en el momento actual esta composición del portafolio y, en particular, la poca inversión en activos locales diferentes a instrumentos soberanos, no es el resultado de problemas en la regulación de inversión,²¹ sino que más bien obedece principalmente

²¹ De hecho durante los últimos diez años la SBS ha realizado un esfuerzo importante de flexibilización del régimen de inversión, y de los requisitos para que determinados activos sean elegibles de cara a los fondos de pensión.

a la falta de opciones domésticas tanto en oferta pública como en oferta privada.²² Como se señaló, la falta de opciones domésticas es el resultado de un conjunto de factores, incluyendo el tamaño de la economía, y la estructura del sector corporativo. Dicho lo anterior, la concentración de la demanda en cuatro fondos de pensiones sí impacta el tamaño de los emisores y las emisiones que pueden acceder al mercado. Además, en el caso de emisores accionarios, existe un desalineamiento en temas de ESG entre las empresas y las AFPs. De cara a los instrumentos de inversión colectiva, y sobre todo a los fondos de inversión, también se menciona la existencia de un desalineamiento entre los intereses de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI) y los de las AFPs. Dada la composición actual de la demanda, en el corto plazo el éxito de las emisiones y nuevos productos depende en buena medida de ese alineamiento. Finalmente, la estructura del régimen de inversiones de los fondos de pensión no distingue entre los diferentes tipos de activos que componen el límite de “activos alternativos”. Ello hace que en la práctica la inversión en activos alternativos domésticos, como lo son activos inmobiliarios o de infraestructura, compita con los fondos off shore de capital privado, lo que ha resultado en que la mayoría del portafolio de activos alternativos termine invirtiéndose en el extranjero. Pero este es un tema que pasa más por los criterios de inversión de cada fondo y sus políticas, que del marco regulatorio. En consecuencia, de cara a la hoja de ruta, no se han identificado reformas materiales importantes al régimen de inversión de los fondos de pensión.²³

Gráfico N° 6

Evolución activos locales (% del total)



Fuente: FIAP y SBS

Compañías de seguros

Las compañías de seguros aún no constituyen un inversionista institucional importante en Perú. A diciembre de 2018, las 20 compañías que componen la industria contaban con cerca de PEN \$49.000

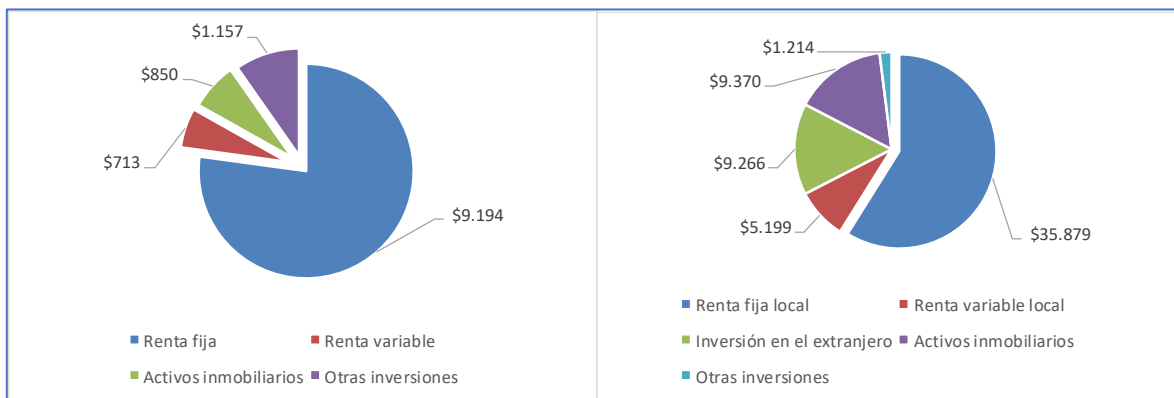
²² En las discusiones se señaló que el efecto “manada” en el portafolio doméstico es más un resultado de la falta de opciones domésticas y de una política de negocio, que de la imposición de una rentabilidad mínima para los fondos.

²³ Ello no implica, en consecuencia que no sea útil un ejercicio de revisión del régimen de inversión con el objeto de detectar potenciales áreas de mejora; sino únicamente que actualmente este parece ser un tema material de cara al desarrollo del mercado de valores.

millones de activos, los cuales representan aproximadamente un 6,5% del PIB. Las dos aseguradoras más grandes manejan el 50% de los activos del sector. En general han tendido a seguir patrones de inversión similares a los fondos de inversión, aunque en algunos casos su apetito de riesgo ha sido mayor. Las compañías más grandes cuentan con equipos con capacidad de originación de sus propias inversiones, lo que ha ocurrido fundamentalmente en desarrollo inmobiliario.

La falta de un mercado de rentas vitalicias potente se identifica como la causa fundamental de la limitada importancia de las aseguradoras de cara a su rol como inversionistas de largo plazo. Este problema se exacerbó después de la reforma al sistema de pensiones de 2016, que permitió el retiro de hasta el 95,5% de los fondos acumulados una vez alcanzada la edad mínima de jubilación. Entiende el BM que inicialmente hubo un retiro “masivo” del monto permitido, y que mucho de este retiro inicial se destinó al consumo. Sin embargo, entiende también que aunque este comportamiento de retiro sigue existiendo, una parte de este ahorro se está quedando en el sistema, invertido en productos de ahorro de mediano plazo que las aseguradoras están estructurando, los cuales ofrecen un rendimiento mensual o trimestral, con una madurez del producto de 5, 10 o 15 años.

Gráfico N° 7
Estructura del portafolio de inversiones de las compañías de seguro
Perú (izq.) versus Chile (der.), USD MM



Fuente: SBS y CMF

Otros inversionistas institucionales de largo plazo

Como se señaló anteriormente es importante identificar acciones que permitan ampliar la demanda, incluyendo a otros inversionistas institucionales de largo plazo. Si bien el rol de estos es actualmente limitado, es conveniente tener en consideración dentro del ecosistema del mercado

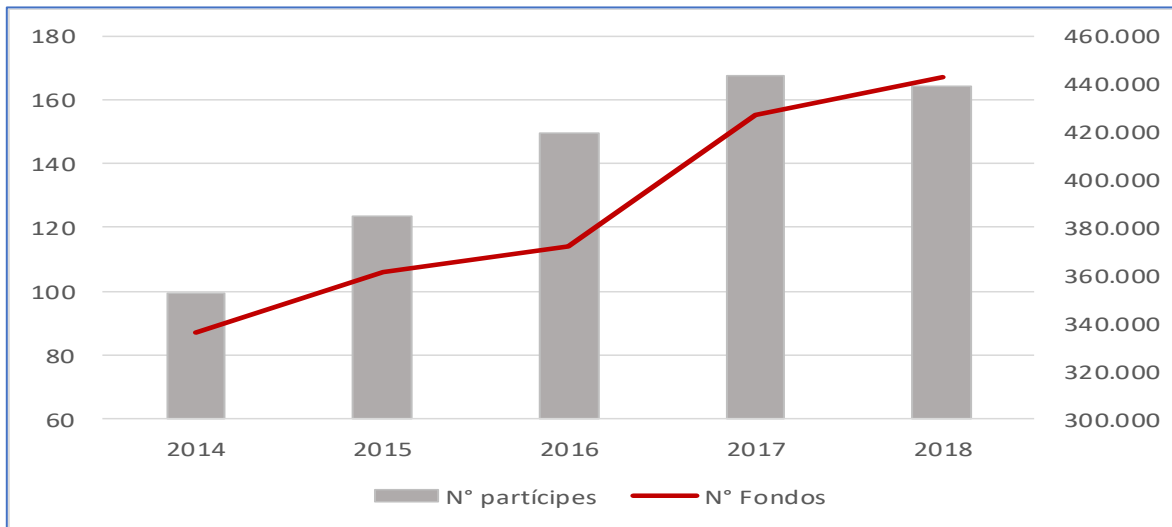
de valores de Perú a los fondos de la seguridad social como ONP y ESSALUD²⁴ y a los inversionistas institucionales de la Alianza del Pacifico.

Fondos mutuos y de inversión

Los mecanismos de inversión colectiva se encuentran todavía en un estado incipiente, aunque creciendo sostenidamente. Al tercer trimestre de 2018, los fondos de oferta pública alcanzaban USD \$10.045 millones. De este monto, USD \$8.886 millones correspondían a 169 fondos mutuos abiertos, lo que representa alrededor de un 4% del PIB, y US\$1.159 a 49 fondos de inversión. Al cierre de noviembre de 2018, el 82% del patrimonio administrado a través de fondos mutuos correspondía a personas naturales y el remanente 18% a personas jurídicas.

Gráfico N° 8

Evolución número de fondos mutuos y partícipes



Fuente: SMV

En la industria de fondos mutuos existe una gran concentración: alrededor del 95% de los activos son administrados por ocho sociedades administradoras, de las cuales 4 pertenecen a grupos bancarios que utilizan la red de sucursales para distribuir sus fondos.

Los activos están concentrados en la categoría de renta fija, los cuales representan alrededor del 76% de los activos totales, en tanto que los fondos flexibles (con discrecionalidad de inversión) representan el 17%. La mayor parte de los fondos de renta fija operan como fondos del mercado de dinero, en los cuales alrededor del 80% de los activos están invertidos en depósitos bancarios y alrededor del 42% de los activos de los fondos está en dólares americanos.

²⁴ ONP es la oficina de normalización previsional y EsSalud es la institución de la seguridad social en salud en Perú.

Tabla N°12

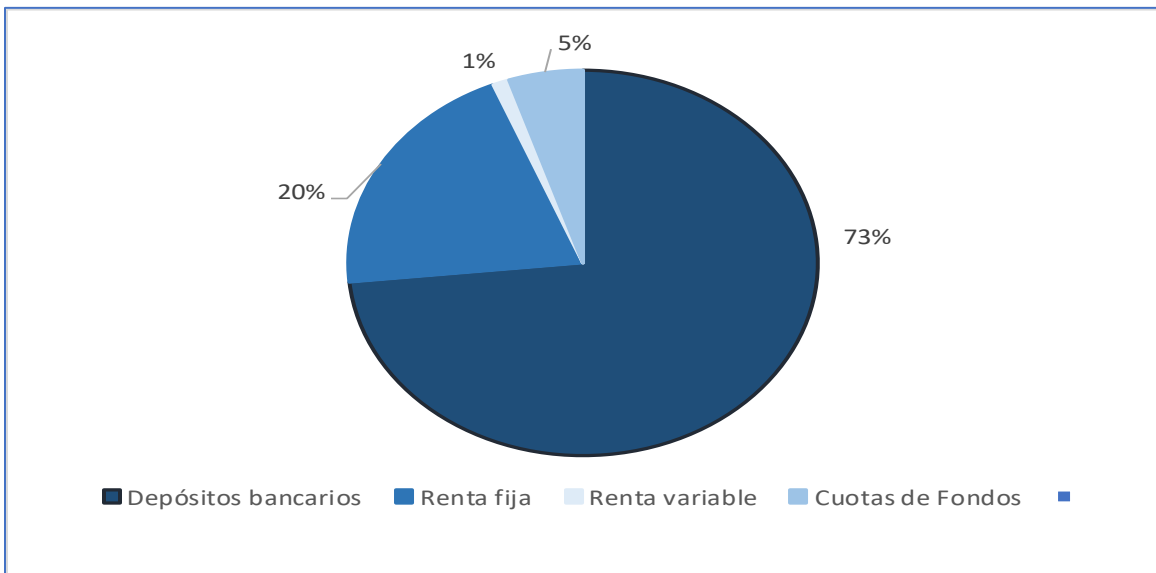
Evolución inversiones de la industria de fondos mutuos (Millones de Soles)

	2014	2015	2016	2017	2018
Depósitos bancarios	14.847	17.484	20.354	22.762	21.859
Bonos	2.598	2.454	3.391	4.339	5.306
Otros renta fija	354	236	577	1.006	757
Renta variable local	377	178	181	209	158
Renta variable extranjera	232	268	201	199	180
Cuotas de Fondos	210	297	466	1.056	1.518
Total	18.618	20.917	25.170	29.571	29.778

Fuente: SMV

Gráfico N° 9

Estructura de la cartera de inversiones de los fondos mutuos, cierre 2018



Fuente: SMV

Tabla N°13

Evolución comparada industria de fondos

	2014	2015	2016	2017
Número de fondos				
<i>Brasil</i>	8.560	8.783	9.224	9.774
<i>Chile</i>	2.418	2.500	2.539	2.673
<i>Perú</i>	87	106	114	155
Activos bajo administración (USD miles de millones)				
<i>Brasil</i>	\$989,5	\$743,5	\$1.060,9	\$1.238,1
<i>Chile</i>	\$44,2	\$39,9	\$46,2	\$54,7
<i>Perú</i>	\$5,8	\$6,5	\$8,4	\$9,2

Fuente: SMV e Investment Company Institute

La falta de diversificación de la industria de fondos mutuos se atribuye a diferentes causas, comenzando con la falta de suficiente papel en que invertir. Sin embargo, el dominio de la banca en el mercado de valores por una parte como emisor (en este caso de depósitos para los fondos) y por otra como distribuidor por vía de sus sucursales, es un factor determinante de las características de la industria. De modo que se reitera aquí el tema del manejo de los conflictos de interés por un lado y por otro, la necesidad de promover mecanismos independientes para la distribución de fondos.

Por su parte los fondos de inversión invierten en activos menos líquidos, tales como capital privado, infraestructura, facturas, entre otros. La mayor parte de los activos bajo administración se encuentra en fondos privados, algunos de los cuales son administrados por sociedades independientes.

En el caso de los fondos de inversión, en las discusiones sostenidas se identificaron problemas con el proceso de oferta pública y la medida en que los participantes, con el objeto de obviarlos, están haciendo un arbitraje regulatorio importante por el cual constituyen varios fondos privados con el mismo objeto, cada uno con un número de inversionistas por debajo del que les exigiría que el fondo sea de oferta pública. De modo que este es un tema que debe revisarse.

Igualmente existen espacios de flexibilización en la normativa de fondos de inversión, como por ejemplo la autorización de fondos con rescates.

Pero más allá de estos temas puntuales, se observa un marco legal y normativo que en el tiempo ha ido generando una serie de estructuras que cumplen la misma función –administración de fondos de inversión colectiva- pero que cuentan con diversas regulaciones solamente explicadas en una definición legal, tema que debiese ser considerado por parte de la autoridad para favorecer una homologación en la regulación de la industria y en los requerimientos de capacidades de gestión por parte de los administradores.

Inversionistas minoristas

No se tienen datos específicos sobre el número de inversionistas personas naturales que invierten directamente en el mercado. Sin embargo, el número de cuentas existentes en CAVALI (302.000 titulares residentes y casi 3.000 no residentes) lleva a concluir que el número es todavía bastante reducido, sobre todo si se considera que la población económicamente activa es de aproximadamente 17,5 millones de personas.

En la práctica, la mayor parte de los inversionistas minoristas está participando en el mercado a través de su participación en cuotas de fondos mutuos o de inversión. Pero aun por vía de fondos, su participación es limitada. De hecho, al cierre de noviembre de 2018 había 430.561 personas naturales y 11.922 personas jurídicas como partícipes de fondos mutuos. Esto, pese a que se estima que la clase media con capacidad de ahorro llega a 2,17 millones y el ingreso disponible medio ha aumentado en más de 14% promedio anual durante los últimos veinte años, alcanzando PEN \$42.730 en 2018.

Se enumeran muchas causas para esta participación limitada, incluida la falta de conocimiento de los inversionistas del mercado de valores y una pobre educación financiera,²⁵ las limitadas opciones de inversión existentes y el dominio de la banca de los canales de distribución de los productos financieros, en particular los productos de inversión colectiva como se mencionó anteriormente.

Es claro que al igual que otros mercados emergentes es importante que Perú cuente con un programa comprensivo de educación financiera. Pero además, es importante que se promueva la incorporación del inversionista minorista por vía y productos de bajo riesgo e idealmente alta liquidez, que hagan el paso de depositantes a inversionistas más fácil. Igualmente es importante que se piense en medidas operativas que faciliten la apertura y mantención de cuentas por parte de personas naturales.

Inversionistas extranjeros

La participación de los inversionistas extranjeros en el mercado doméstico está básicamente concentrada en títulos de deuda de la República. En este segmento, su participación es muy relevante pues mantienen alrededor del 46% de la deuda soberana. La limitada participación de los inversionistas extranjeros en el mercado privado es una característica común a muchos otros mercados emergentes, en el tanto los inversionistas extranjeros usualmente inician su inversión directa en el soberano y solo conforme el mercado se profundiza, invierten directamente en otros valores. En el ínterin, la inversión en esos otros activos se realiza fundamentalmente por vía de *Exchange-Traded Funds* (ETF).

Acciones relacionadas con la liquidez y la formación de precios, así como el gobierno corporativo en el caso de las acciones, son necesarias para crear un ambiente de confianza que genere interés de los inversionistas extranjeros en invertir directamente en papel privado. Sin embargo, se detectan acciones más operativas y solucionables en el corto plazo, que tienen relación con la existencia de información traducida al idioma inglés y de fácil disponibilidad para el inversionista extranjero, siguiendo las mejores prácticas de otras plazas bursátiles o las recomendaciones de instituciones como el MSCI.²⁶ En el marco de interconexión e integración de los mercados de capitales de los cuatro países miembros de la Alianza del Pacífico²⁷ esto surge como una necesidad de competitividad esencial.

²⁵ De acuerdo con un estudio realizado por la SBS, sólo un 32% de las personas que declaran ahorran voluntariamente, lo hacen a través de algún instrumento del sistema financiero y un 34% de la población urbana que no cuenta con ahorro afirma que no encuentra valor agregado relevante en hacerlo.

²⁶ MSCI *Global Market Accessibility Review*, Junio de 2018.

²⁷ Chile, Colombia, México y Perú.

INFRAESTRUCTURA DE MERCADO EN SENTIDO AMPLIO

Intermediarios de valores

Existen en Perú 22 sociedades agentes de bolsa registradas antes la SMV, muy heterogéneas en su nivel de actividad (ver tabla N°14). En general, existe preocupación respecto del rol que juegan las SAB en el mercado peruano. En este sentido, se argumenta que el tamaño y capital limitado de la mayoría de ellas, sobre todo las independientes, les impide competir efectivamente con la banca y asumir otros roles importantes, como lo es por ejemplo el de creadores de mercado. De allí que se vea la necesidad de una consolidación del sector. Sin embargo, es importante tener presente que en muchos mercados son justamente los intermediarios más pequeños los que se han dedicado a atender a las empresas de menor tamaño,²⁸ así como al inversionista minorista.²⁹ De allí que en el contexto de Perú, se considere importante que el capital mínimo no se convierta en una barrera de entrada al mercado de intermediación de valores; pero a la vez que exista un régimen de solvencia que refleje de manera efectiva el riesgo de las actividades que las SABs hacen en la práctica. Esto puede lograrse por vía de un régimen de autorización modular, basado en actividades, como lo han implementado muchos otros mercados.

Tabla N° 14

Montos totales transados por las SAB el año 2018 (millones de USD)

	Montos transados
CREDICORP CAPITAL SAB	3.898
SEMINARIO y CIA. SAB	1.082
SCOTIA BOLSA SAB	1.053
BTG PACTUAL PERU SAB	844
INTELIGO SAB	741
ADCAP SECURITIES PERU SAB	644
CA PERU SAB	565
INVESTA SAB	563
DIVISO BOLSA SAB	456
LARRAIN VIAL SAB	432
CONTINENTAL BOLSA SAB	432
SAB SURA	426
KALLPA SECURITIES SAB	320

²⁸ Por ejemplo, los asesores de empresas medianas en los mercados alternativos son en muchos casos los intermediarios más pequeños, pues para los intermediarios más grandes este no es un negocio que se considere atractivo. En algunos países, esta categoría se ha abierto aún más, para permitir que actúen como asesores de estas empresas otro tipo de entidades, como los bufetes de abogados y las empresas de auditoría como por ejemplo, en el caso de Polonia.

²⁹ De hecho, en algunos mercados desarrollados, la expansión en el número de cuentas e inversionistas se ha dado a partir de la figura del *introducing broker*, figura que cumple la función de canalizar demanda minorista a los intermediarios propiamente tal.

INVERSION Y DESARROLLO SAB	293
SAB CARTISA PERU	291
GRUPO CORIL SAB	200
RENTA4 SAB	166
MAGOT SAB	84
BNB VALORES PERU SOLFIN SAB	67
ACRES SAB	34
PROVALOR SAB	33
TRADEK SAB	3

Fuente: Elaboración propia sobre datos de SMV y CAVALI

Infraestructura para la negociación, compensación, liquidación y custodia

En general, de las conversaciones sostenidas, parece inferirse que la infraestructura de negociación, compensación, liquidación y custodia no constituye un obstáculo material para el desarrollo del mercado de valores privado en Perú.

No obstante ello, existen una serie de elementos que, de acuerdo con el MSCI, Perú debiese mejorar para incrementar el grado de accesibilidad de su mercado de valores de cara a inversionistas extranjeros. Además de la mejora en la disponibilidad de información ya mencionado, otros puntos relevantes incluyen la necesidad de un DVP real y la disponibilidad de cuentas ómnibus.

En el contexto del desarrollo de un mercado de derivados, se ha comentado la importancia de contar con una entidad de contraparte central (CCP), elemento que también se ha mencionado de cara a la integración de los mercados de la Alianza del Pacífico. En este último contexto, se hecho mención de otros temas de infraestructura de mercado que pueden estar afectando la integración, incluido en particular la necesidad de interoperabilidad de los mercados. Sin embargo estos son temas de mediano/largo plazo.

Tratamiento impositivo

Existen en Perú tratamientos tributarios asimétricos para diferentes productos financieros que podrían estar afectando el desarrollo del mercado, sin que parezca haber una política pública clara que los justifique. Uno de estos casos es la asimetría existente en relación con el pago del impuesto general sobre las ventas (IGV) entre productos de créditos otorgados por entidades sujetas a la supervisión de la SBS y productos de crédito que puedan generar entidades supervisadas por la SVM.

Es importante señalar que en las discusiones de la hoja de ruta se identificaron otras asimetrías tributarias que podrían estar en la misma situación, tales como las que se mencionan de seguido (la lista no es exhaustiva).

- El tratamiento de intereses generados por depósitos bancarios y títulos del gobierno (exentos del impuesto sobre la renta), versus otros instrumentos del mercado de valores (que si pagan ese impuesto).
- El tratamiento de la industria del factoraje (descuento de facturas) versus el *confirming* (i.e. Factoraje exento del IGV y con tasa de impuesto a la ganancia de capital del 5%, versus el segundo que tiene una tasa del 30% y paga IGV).

Sin embargo, el BM no ha realizado un estudio exhaustivo de esas otras asimetrías. De allí que como acción en la hoja de ruta, se recomienda al CCMC levantar la lista completa y evaluar en cada caso si existe una razón de política pública que justifique la asimetría.

Regulación y supervisión del mercado de valores

De conformidad con el análisis realizado y las conversaciones sostenidas, no se considera que en la actualidad la regulación y supervisión del mercado de valores sea un obstáculo material para su desarrollo. Sin embargo, hay aspectos puntuales de la regulación que conviene revisar, que ya se han señalado en este diagnóstico. Igualmente hay puntos específicos en la supervisión que se requiere reforzar o al menos transparentar. Pero a mediano plazo es importante caminar hacia un modelo que permita garantizar que la SMV cuente con el suficiente personal idóneo en las diferentes áreas de su accionar y con un adecuado nivel de independencia, como una necesidad para asegurar que el mercado se desarrolle de una manera robusta.

CONCLUSION

A modo de cierre de este breve documento de diagnóstico y de cara a una propuesta de plan de acción para el desarrollo del mercado de capitales de Perú, se concluye que:

- i. Perú cuenta con muchas de las precondiciones para un desarrollo del mercado de valores; sin embargo el **tamaño de la economía** opera como una condicionante importante.
- ii. Un primer desafío para el desarrollo del mercado de valores es la **estructura del sector corporativo**, compuesto en un 99% por micro y pequeñas empresas, lo cual se traduce en una falta de oferta potencial de emisores tanto para el mercado accionario como para el mercado de deuda.
- iii. Un segundo desafío radica en la **excesiva concentración del mercado y la existencia de conglomerados financieros** (banca, AFPs compañías de seguros, casas de bolsa, y administradoras de fondos mutuos y de inversión) con una percepción de manejo inadecuado de conflictos de interés que impacta la confianza en la integridad del mercado.
- iv. **Existe además una alta concentración de la demanda**. Cuatro AFP han sido claves en determinar el tipo de instrumentos que se ofrecen generando una brecha entre la oferta potencial que emisores de menor tamaño podrían realizar y la demanda. Pese a esto, los fondos mutuos y de inversión han empezado a jugar un rol creciente como mecanismo fundamental de inversión para los inversionistas minoristas; en tanto que en el corto-mediano plazo, no es esperable una participación directa más relevante por parte de inversionistas minoristas ni otros institucionales.
- v. Todo lo anterior ha generado problemas para una **correcta formación de precios**, lo que a su vez retroalimenta una menor oferta, **baja liquidez**, preferencia por colocaciones privadas o en el exterior, más opacidad y así sucesivamente.
- vi. Finalmente existen **asimetrías tributarias** que podrían estar perjudicando el desarrollo de ciertos productos de inversión.

PERÚ

DOCUMENTO DE APOYO PARA EL DESARROLLO DE UNA HOJA DE RUTA
PARA FORTALECER EL ROL EL MERCADO DE VALORES PERUANO DE
CARA AL FINANCIAMIENTO DEL SECTOR CORPORATIVO

AGOSTO 2019



Schweizerische Eidgenossenschaft
Confédération suisse
Confederazione Svizzera
Confederaziun svizra

Departamento Federal de Economía,
Formación e Investigación DEFI

Secretaría de Estado para Asuntos Económicos SECO

Este Documento ha sido realizado por el personal del Banco Mundial con contribuciones externas. Las opiniones, interpretaciones y conclusiones aquí expresadas no son necesariamente reflejo de la opinión del Banco Mundial, de su Directorio Ejecutivo ni de los países representados por este. El Banco Mundial no garantiza la exactitud de los datos que figuran en este documento.

CONTEXTO¹

En el marco del trabajo del Consejo Consultivo del Mercado de Capitales (CCMC), la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) de Perú solicitó el apoyo del Banco Mundial (BM), con el objetivo de preparar una hoja de ruta para el desarrollo del mercado de valores. De conformidad con las conversaciones sostenidas, este apoyo se ha focalizado en la preparación de una propuesta de plan de acción, para su discusión por parte del CCMC, que considere el rol del mercado de valores en el financiamiento del sector corporativo, incluyendo la pequeña y mediana empresa (PYME).² Este apoyo se ha brindado gracias al financiamiento de la Cooperación Suiza - SECO.

Para la identificación de las acciones que componen esta propuesta, se ha partido de un diagnóstico levantado por el BM, a partir de análisis y misiones anteriores realizadas por el mismo Banco. Este diagnóstico se adjunta a esta propuesta.

Las principales conclusiones del diagnóstico realizado son que Perú cuenta con muchas de las precondiciones necesarias para el desarrollo de un mercado de valores, incluyendo un ambiente macroeconómico estable. Sin embargo, el **tamaño de la economía constituye una condicionante importante para el desarrollo del mercado**, a la cual se unen desafíos relacionados con la estructura del sector corporativo, del sistema financiero y de la demanda.

En este sentido, el primer desafío es la **estructura del sector corporativo**, compuesto en un 99% por micro y pequeñas empresas, la cual se traduce en un número limitado de compañías que acuden al mercado de valores de oferta pública, tanto en el mercado de acciones como en el de deuda. Se han identificado acciones de corto plazo que buscan incrementar la oferta, como por ejemplo la implementación de un programa para preparar empresas. Sin embargo, se requiere además de medidas de más largo plazo que promuevan un cambio en la estructura del sector corporativo. Este tipo de medidas excede el ámbito del mercado de valores y esta propuesta.

Un segundo desafío tiene relación con la **excesiva concentración del mercado y la existencia de conglomerados financieros** (banca, casas de bolsa, administradoras de fondos mutuos y de inversión, compañías de seguros y administradoras de fondos de pensiones) en los que se percibe un manejo inefectivo de **conflictos de interés**, lo cual podría estar afectando la integridad del mercado.

Existe además **una alta concentración de la demanda**. Cuatro administradoras de fondos de pensiones (AFPs) han sido claves en determinar el tipo de instrumentos que se ofrecen

¹ Este documento fue preparado por un equipo técnico del Banco Mundial compuesto por Ana Fiorella Carvajal Carvajal, Especialista Líder de Sector Financiero, Carlos Senón Benito y Gonzalo Martínez Torres, Especialistas de Sector Financiero y Pablo Correa, Consultor.

² Conforme se señala en el Documento de Diagnóstico, tanto el diagnóstico como la propuesta de plan de acción se han centrado en los mercados de contado; sin embargo, es importante tener presente el rol que los mercados de derivados tienen de cara al manejo de riesgos tanto para el sector financiero como para el sector real. El desarrollo de estos mercados es una tarea de más largo plazo que los actores del mercado peruano deben tener en cuenta. Igualmente es importante subrayar que otros equipos del BM están colaborando con la profundización del mercado de deuda pública, la cual es crítica para el desarrollo del mercado de deuda corporativa y de manera más general para el desarrollo del mercado de valores, dado su rol de *benchmark* contra el cual se evalúan otras opciones de inversión. Igualmente otros equipos están colaborando con la movilización del mercado de valores para el financiamiento de infraestructura.

generando una brecha entre la oferta potencial que emisores de menor tamaño podrían realizar y la demanda. Pese a esto, los fondos mutuos han empezado a jugar un rol creciente, como vehículo de inversión de los inversionistas minoristas.³ Otros tipos de inversionistas, en particular los extranjeros, no tienen una presencia significativa en el mercado corporativo, aunque sí la tienen ya en el mercado de deuda pública.

Todos estos factores han generado problemas para la **correcta formación de precios**, lo que a su vez retroalimenta una menor oferta, **baja liquidez**, preferencia por colocaciones privadas o en el exterior, más opacidad y así sucesivamente.

Finalmente, existen **asimetrías en materia tributaria** que podrían estar afectado el desarrollo de ciertos productos del mercado de valores.

³ Los fondos de inversión también han crecido; sin embargo, la mayoría de ellos son de oferta privada.

PROPUESTA DE PLAN DE ACCION

El plan de acción se ha estructurado en la misma forma que los documentos de apoyo anteriores: acciones relativas a la oferta; acciones relativas a la transparencia, la formación de precios y el manejo adecuado de conflictos de interés; acciones relativas a la demanda y acciones relativas a la infraestructura del mercado en sentido amplio.

Las acciones recomendadas se han priorizado en corto y mediano/largo plazo, entendiendo por corto plazo aquellas medidas cuya implementación y/o discusión debería iniciarse dentro de los próximos 12 meses. Como parte de las medidas de corto plazo, se ha identificado **un grupo de nueve acciones “claves”**, entendidas como acciones cuya implementación podría tener mayor **impacto** de cara al desarrollo del mercado de valores. **Estas acciones se identifican en negrita en la propuesta de plan de acción.** No todas esas acciones corresponden a “quick wins”. Por el contrario, algunas de ellas requieren de un análisis más profundo de parte del CCMC y de las autoridades públicas. Sin embargo, se estima que, por su trascendencia, su discusión debería iniciarse en el corto plazo. Para cinco de ellas se ha incluido en un anexo información resumida sobre la manera en que otros países han implementado acciones similares. Al final del documento se incluye una matriz resumen con todas las recomendaciones.

Es importante señalar que esta propuesta de plan de acción constituye un insumo para apoyar la discusión por parte del CCMC y de las autoridades públicas. En este sentido, la determinación de cuál será la hoja de ruta final es una decisión que le compete estrictamente a los participantes y autoridades nacionales.

El BM está anuente a apoyar la implementación de acciones contenidas en la hoja de ruta que finalmente se acuerde, en la medida en que exista un compromiso serio por parte del mercado, y de conformidad con la priorización que se acuerde con la SMV, y la disponibilidad de fondos.

ACCIONES CUYA IMPLEMENTACION DEBE COMENZARSE O ANALIZARSE EN EL CORTO PLAZO

ACCIONES RELATIVAS A LA OFERTA

Acciones transversales (comunes a acciones y deuda)

- 1. Implementación de un programa de preparación y vinculación de empresas con inversionistas, dirigido fundamentalmente a compañías de menor tamaño (ver Anexo, Cuadro No. 1).** El propósito de este programa es ayudar a crear un *pipeline* de empresas que gradualmente se incorporen al mercado de valores, entendiendo que muchas de ellas comenzarán por el mercado de oferta privada. Este programa debería contar con tres componentes: un componente dirigido a las empresas para su evaluación y capacitación, un componente dirigido a los inversionistas que les permita conocer a las empresas idealmente por vía de información estandarizada y finalmente un mecanismo para unir oferta y demanda de una manera eficiente, como podría ser una plataforma electrónica. Programas similares han sido desarrollados en otros países, como por ejemplo en Inglaterra, en donde la Bolsa de Londres desarrolló el Programa Elite. En el caso de Perú, de conformidad con las conversaciones sostenidas debería en principio buscarse una solución de mercado, esto es, abierta a los diferentes participantes del mercado; lo cual a su vez debería reflejarse en su gobernanza.
- 2. Fortalecimiento del rol de COFIDE y del fondo estatal CRECER de cara a atraer más emisores al mercado (ver Anexo, Cuadro No. 2).** El Fondo Crecer fue constituido en el año 2018, con activos iniciales de alrededor de US\$350 millones, con el objeto de coadyuvar en el fortalecimiento del financiamiento a la PYME. De cara al mercado de valores, el reglamento del Fondo prevé el otorgamiento de garantías de crédito a patrimonios; de garantías bursátiles, y de líneas de crédito a fondos de inversión; así como la inversión en fondos de inversión. En todos los casos, el beneficiario final deben ser PYMEs entendidas como empresas que generen un máximo de alrededor de nueve millones de soles al año (para las empresas exportadora el monto es mayor). De cara al CCMC, es importante que se realicen dos acciones. Primera, una revisión del reglamento de cara a identificar si existen estructuras útiles que no queden cubiertas por el decreto. De manera preliminar, el BM ha identificado estructuras de titularización de créditos de mipyme otorgado por cooperativas como un caso que convendría revisar si está permitido; en otras palabras, revisar si los activos que pueden ingresar a los patrimonios solo pueden ser generados por entidades regulados y supervisados por la SBS. Segunda, trabajar conjuntamente con COFIDE, como fiduciario del Fondo CRECER, en estructuras de alta replicabilidad para las cuales la participación del Fondo sea crítica, ya sea por vía de garantías o coinversión. En este aspecto, de conformidad con conversaciones sostenidas con diferentes actores del mercado, y sin perjuicio de otras acciones por parte del CCMC, el BM explorará el desarrollo de una plataforma multioriginadora para la titularización de créditos mipymes.

3. Desarrollo de guías de orientación a emisores y de talleres para potenciales emisores. Si bien el rol de “atraer” empresas al mercado corresponde a los participantes privados, es importante que la SMV coadyuve esas acciones por vía de la elaboración de guías orientadoras que describan en términos sencillos los requisitos y procesos para acudir al mercado de valores. De la mano con lo anterior, convendría que la SMV y la Bolsa de Valores de Lima (BVL) coordinen talleres/eventos para atraer emisores al mercado, incluido el MAV. Igualmente podría aprovecharse la experiencia del Viceministerio de Mype e Industria de Produce, dada su competencia sobre PYMEs.

Acciones adicionales para el mercado accionario

4. Simplificación de requisitos de ESG. Existe actualmente una serie de información de gobierno corporativo y de manera más integral, de ESG, que los emisores accionarios deben proveer al mercado. La SMV ha hecho un esfuerzo de racionalización de cara a su aplicación al MAV. Sin embargo, de las discusiones en el CCMC se concluye que puede ser útil un ejercicio de identificación más clara de los aspectos de ESG más valorados y/o requeridos por los inversionistas institucionales. A partir de esta identificación podría caminarsse hacia un marco más “sencillo” de ESG que aplique a empresas de menor tamaño, en tanto que los requerimientos actuales se mantendrían para las empresas más grandes, conforme se definan estas por la SMV, a partir de las discusiones en el CCMC.
5. Fortalecimiento y/o divulgación del programa de supervisión de gobierno corporativo. Entiende el BM que la SMV ha venido fortaleciendo el marco de gobierno corporativo que aplica a los emisores de valores, incluyendo en particular la normativa de operaciones relacionadas y la divulgación al mercado de la compra y venta de acciones por *insiders* (por arriba de un umbral definido). Sin embargo, existen preocupaciones sobre la calidad del gobierno corporativo de las empresas accionarias. Desde esta perspectiva conviene que en el corto plazo la SMV revise la normativa relativa a la divulgación de operaciones de *insiders*, de modo que se reduzca el umbral a partir del cual deben divulgarse estas operaciones, y se establezcan medidas para lograr una mejor difusión al mercado de la información relativa a transacciones relacionadas. Igualmente convendría que la SMV fortalezca y/o realice una mayor divulgación del programa de supervisión que tiene en esta materia, así como de las acciones que toma como resultado de la supervisión.

Medidas tendientes a potenciar el rol del mercado de valores en el financiamiento de la pequeña empresa

6. **Aprobación de la Ley de Financiamiento Participativo, y elaboración de la reglamentación correspondiente por parte de la SMV.** De conformidad con el diagnóstico realizado, es importante que el marco legal de cabida a diferentes tipos de financiamiento “alternativo” incluyendo plataformas basadas en préstamos y en valores. Existe un proyecto de ley que ha sido dictaminado ya en el Congreso, que posibilita la existencia de este tipo de mecanismos y los sujeta a la regulación y supervisión de la SMV. Una vez aprobado, se recomienda que la SMV de prioridad a su reglamentación. En este sentido, es importante que dicha reglamentación logre un

balance adecuado entre la importancia de dotar a las PYMEs de canales directos de financiación con menos requisitos a los canales tradicionales de oferta pública; y la necesidad de mantener una protección adecuada al inversionista por vía de una combinación de acciones, incluida regulación de los montos máximos a captar, de los montos máximos a invertir por parte de inversionistas minoristas, de la información mínima que deberá darse y de la regulación de la plataforma misma, sus requisitos de autorización y sus obligaciones de cara a los inversionistas.

7. Implementación de reformas a la reglamentación de fondos de inversión de modo que se permita la creación de vehículos que puedan expandir el financiamiento a la PYME. De conformidad con el diagnóstico realizado y las experiencias de otros países, se recomienda que la reglamentación posibilite la existencia de fondos originadores de préstamos. Ello podría promover una mayor competencia en el mercado de préstamos a PYMEs, lo cual eventualmente podría traducirse en mejores condiciones de préstamos a las PYMEs y/o una expansión de las PYMEs que pueden obtener crédito. Para ello es importante que la SMV establezca una reglamentación robusta del producto y de los requisitos que aplicarán a las sociedades administradoras.
8. Revisión del alcance de la Ley de Usura. Actualmente la Ley de Usura contiene límites a las tasas de interés que pueden cobrarse; pero excepciona de tales límites a los créditos otorgados por las entidades sujetas a la regulación y supervisión de la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS). Esto deja en una situación de asimetría soluciones de crédito que puedan ser desarrolladas en el mercado de valores. Entiende el BM que esta situación vendría a ser resuelta por la Ley de Financiamiento Participativo, en la medida en que esta Ley ampliaría la excepción para las entidades sujetas a la regulación y supervisión de la SMV.
9. Aclaración del tratamiento regulatorio de las plataformas para la venta de facturas. De conformidad con el diagnóstico realizado las plataformas para la negociación de facturas son uno de los mecanismos alternativos que pueden coadyuvar a mejorar el acceso de la PYME al financiamiento de corto plazo. En otros mercados este tipo de plataformas no está sujeto a la regulación y supervisión del regulador del mercado de valores pues no está de por medio una actividad de captación de recursos del público por vía de deuda o acciones, ni tampoco la negociación de títulos valores. Sin embargo, en Perú, la Ley de Facturas dota del carácter de título valor a la factura, en determinadas condiciones. Dada esta calificación, sería importante que la SMV emita el criterio técnico correspondiente sobre si estas plataformas se consideran mercados secundarios de valores o si se les mantendrá fuera del perímetro de la regulación y supervisión de la SMV.

ACCIONES RELATIVAS A LA TRANSPARENCIA DEL MERCADO, FORMACION DE PRECIOS, LIQUIDEZ Y CONFLICTOS DE INTERES

Formación de precios

10. Claridad en la aplicación de diferentes mecanismos para la formación de precios en el mercado primario. De conformidad con las conversaciones sostenidas existen preocupaciones puntuales tanto sobre el uso de la subasta, como sobre el uso del *book building*. De allí que, en este aspecto, la principal recomendación sea la implementación de un plan de difusión sobre ambos mecanismos y la manera en que pueden utilizarse.
11. Fortalecimiento y/o difusión del monitoreo que se hace a la formación de precios. De conformidad con las conversaciones sostenidas existe preocupación sobre la adecuada formación de precios. Entiende el BM que hay problemas estructurales en la formación de precios devenidos de la concentración de la demanda. Sin embargo, en el corto plazo es importante que la SMV fortalezca y/o realice una mayor divulgación de su programa de supervisión de malas prácticas de mercado (*unfair trading practices*) y de las acciones resultantes de dichos programas.

Liquidez

12. **Implementación de un conjunto de medidas destinadas a mejorar la liquidez del mercado (ver Anexo, Cuadro No. 3).** Incrementar la liquidez del mercado es uno de los grandes desafíos del mercado peruano. Conforme se señaló en el diagnóstico este es un desafío de largo plazo pues la liquidez depende por un lado de contar con un universo grande de emisores con emisiones de volumen importante, y en el caso de las acciones, con un mínimo de *free float*; y por el otro con un universo grande de inversionistas con distintos perfiles de inversión. No obstante, conforme se discutió es importante que se adopten medidas en el corto plazo tendientes a mitigar los problemas de iliquidez del mercado. En principio, conviene que la BVL explore la expansión del mecanismo de creadores de mercado sobre todo para emisores que gocen de cierta liquidez; en tanto que para los emisores más ilíquidos lo que puede buscarse es un cambio en el modelo de mercado de modo que se pase de un modelo continuo a un mercado de remates que concentre la liquidez en ciertos puntos del día. Se advierte que es importante que estas medidas sean discutidas de manera amplia con el mercado, sobre todo si implican cambios en los reglamentos de operación de los mercados. En paralelo existen temas operacionales en que la BVL deberá continuar trabajando, en particular en asegurar que la venta corta y el préstamo de valores son factibles de ser realizados, dado que ambos tipos de operaciones son esenciales para el buen funcionamiento de los creadores de mercado. En este sentido, entiende el BM que no hay problemas con la reglamentación, sino que este tipo de operaciones no se ha realizado por temas de desarrollo de mercado y en el caso del préstamo de valores, debido también a temas estrictamente operativos. Sobre este último punto, entiende también el BM que la BVL ha venido trabajando con las operadoras de pensiones, para que los sistemas efectivamente puedan realizar estas operaciones.

Conflictos de interés

- 13. Adopción de medidas incrementales por parte de los reguladores del sector financiero (SBS y SMV) que ayuden a transparentar conflictos de interés.** Entiende el BM que los reguladores del sector financiero han establecido requisitos mínimos dirigidos a fortalecer el gobierno corporativo de las entidades reguladas, incluyendo el requisito de directores independientes. Igualmente, que el requisito de directores independientes se ha ido extendiendo a los integrantes de los comités de inversión de los fondos de inversión colectiva y de los fondos de pensiones. Sin embargo, sigue existiendo en el mercado una preocupación/percepción de que se dan operaciones en las que los conflictos no se han transparentado y/o manejado adecuadamente lo cual afecta la confianza de los inversionistas en la integridad del mercado. Desde esta perspectiva, conviene que los reguladores del mercado financiero discutan si los requerimientos actuales para los directorios y órganos de inversión son suficientes o si se requiere de su reforzamiento, por ejemplo, por vía de establecer directorios separados para las diferentes entidades de un mismo grupo financiero y/o criterios más estrictos para los directivos independientes. Finalmente, conviene que los reguladores del mercado financiero fortalezcan y/o realicen una mayor divulgación de los programas de supervisión que tienen en materia de conflictos de interés; así como de las acciones resultantes de estos programas.

ACCIONES RELATIVAS A LA DEMANDA

Pensiones y seguros

14. Revisión de las reformas al sistema de pensiones del año 2016, con el objeto de eliminar la posibilidad de retiro o limitar los supuestos para ese retiro. Conforme a las discusiones sostenidas entiende el BM que la reforma operada en el 2016 ha provocado una salida importante de recursos previsionales hacia el consumo; pero otra parte se ha mantenido en el sistema financiero en instrumentos intermedios a un “*annuity*” que están siendo estructurados por las aseguradoras (instrumentos que otorgan un interés mensual o trimestral con un vencimiento de 5, 10 o 15 años). Es importante que se realice un análisis más profundo de los efectos de esa reforma y se propongan cambios normativos que refuercen el que estos recursos se mantengan en el sistema financiero como ahorro de largo plazo. Dado que existe una comisión que está estudiando el tema de pensiones, este análisis debería realizarse en el menor tiempo posible, de modo que sus resultados puedan discutirse en el seno de esta Comisión.

Otros inversionistas institucionales de largo plazo

15. **Implementación de un pilar de ahorro previsional voluntario abierto y competitivo (ver Anexo, Cuadro No. 4).** Este pilar tendría como objetivo fundamental aumentar el ahorro previsional y mejorar las tasas de reemplazo esperadas del sistema de pensiones, pero a la vez podría contribuir a expandir la demanda minorista por ahorro a través de instrumentos del mercado de capitales, ayudar a fortalecer una cultura de ahorro masiva y con persistencia en el tiempo y fomentar la competencia entre instituciones

participantes del mercado de capitales y la innovación en la oferta de instrumentos de ahorro. Entiende el BM que esta es una acción que requiere de mayor valoración no solo por el CCMC sino por las autoridades públicas. En este sentido sería importante que se incorpore como parte de los temas a tratar por la Comisión que estudia el tema de pensiones.

Fondos mutuos y de inversión

16. Revisión por parte de la SMV del procedimiento de autorización de oferta pública de los fondos de inversión. Como medida de mediano plazo se ha recomendado que la SMV realice una revisión general de los procedimientos de oferta pública para diferentes tipos de instrumentos. Sin embargo, las conversaciones sostenidas sugieren que en el caso de fondos de inversión se está dando un arbitraje regulatorio importante por el cual, con el objeto de evitar pasar por el procedimiento de autorización de la SMV, algunos actores del mercado constituyen múltiples fondos privados con la misma política de inversión, pero en el que cada fondo se mantiene dentro del umbral de inversionistas permitido para la oferta privada. Si éste es el caso, entonces sería conveniente que la revisión de los procesos de fondos de inversión se realice en el corto plazo.
17. Implementación de un documento simplificado para los fondos mutuos y de inversión de cara a su comercialización. Entiende el BM que reformas recientes ya buscan la implementación de un documento sencillo y estandarizado que permita a los inversionistas comparar productos colectivos de inversión, similar al “Key Information Document” que se ha establecido en la Unión Europea. El punto importante es que para que este documento efectivamente sirva para comparar es necesario que la SMV avance también hacia una tipología de fondos que permita la comparación “entre iguales”.
18. Revisión del marco normativo de los fondos de inversión, con el objeto de expandir el tipo de fondos autorizados. Entiende el BM que la reglamentación actual no permite fondos de inversión con intervalos; los cuales pueden representar un producto atractivo para inversionistas que quieren contar con productos que inviertan en activos alternativos que den un rendimiento mayor a los fondos mutuos; pero que tengan ciertas ventanas de liquidez.
19. Identificación de las características mínimas que deben reunir los administradores de fondos de inversión para que sus intereses se alineen con los intereses de las AFPs y otros inversionistas institucionales. De las discusiones sostenidas en el CCMC entiende el BM que existen en la práctica ciertos requisitos que las AFPs exigen a las sociedades administradoras de fondos de inversión de cara a una posible inversión en sus fondos, como, por ejemplo, en términos de la experiencia y las credenciales del administrador, requisitos de inversión (“*skin in the game*”) y de comisiones. Desde esa perspectiva y dado que los fondos de pensiones constituyen actualmente el grupo de inversionistas más importante, sería útil que tales criterios se transparentaran al mercado.
20. Medidas para promover una expansión de la distribución de fondos mutuos y de inversión. La SMV implementó recientemente reformas tendientes a abrir la actividad de distribución a entidades diferentes de las sociedades administradoras de fondos. Sin

embargo, a partir de las discusiones sostenidas, entiende el BM que es posible que se requieran ajustes a esa normativa para que la actividad de distribución se considere efectivamente una actividad regulada “separada” y que su licencia pueda pedirse tanto para fondos mutuos como para fondos de inversión. En adición a ello es importante que la SMV revise si la normativa actual da cabida a plataformas electrónicas de distribución de fondos que operen bajo una plataforma de arquitectura abierta.

Inversionistas minoristas

21. Creación de un programa para atraer a inversionistas minoristas al mercado de valores por vía de productos que tengan a la base riesgo soberano (ver Anexo, Cuadro No. 5).

De conformidad con el diagnóstico realizado uno de los grandes desafíos del mercado peruano es la necesidad de diversificar la demanda. En este sentido es importante lograr que el inversionista minorista se acerque al mercado de valores de manera más significativa de cómo lo está haciendo hoy. Desde esta perspectiva el paso de depositante a inversionista puede facilitarse si se crean productos de riesgo bajo y alta liquidez, como lo pueden ser productos basados en papel de gobierno. Diferentes países han optado por este tipo de productos, por ejemplo, fondos que invierten en papeles de gobierno o programas de acceso directo a papel de gobierno para los inversionistas minoristas. Es importante señalar, que este tipo de instrumentos y programas no está exento de desafíos operativos que deberán ser analizados en detalle. Los desafíos incluyen: i) el establecimiento de canales de distribución rentables para llegar a áreas geográficas dispersas y en pequeños montos de inversión; ii) la necesidad de facilidades de liquidez para salir de las inversiones; y iii) una articulación efectiva con los mercados mayoristas de deuda pública para que ambos productos de inversión (minorista y mayorista) se refuercen mutuamente y contribuyan al desarrollo de sectores financieros competitivos.

22. Fortalecimiento de la estrategia del gobierno para aumentar la educación financiera.

Entiende el BM que, igual que ocurre en otros mercados emergentes, uno de los grandes problemas a atacar es la falta de conocimiento de la población (no solo los inversionistas sino las compañías también) del mercado de valores y su potencial de mecanismo de financiación e inversión. La educación financiera es un tema que requiere medidas coordinadas de diferentes actores públicos y privados y que debe comenzar desde la educación en escuelas y colegios. Sin embargo, en el corto plazo conviene que las autoridades públicas conjuntamente con el mercado desarrollen un programa focalizado dirigido a empresas y potenciales inversionistas.

Inversionistas extranjeros

23. Acceso a información básica en inglés para inversionistas extranjeros. En general la liquidez del mercado es uno de los criterios fundamentales para que inversionistas extranjeros entren en el mercado, conjuntamente con el gobierno corporativo en el caso del mercado accionario. Sin embargo, existen ciertas acciones de corto plazo que la BVL podría implementar para facilitar el acceso de inversionistas a información sobre el mercado peruano. Estas medidas se refieren fundamentalmente a la existencia de información en inglés sobre el mercado.

ACCIONES RELATIVAS A LA INFRAESTRUCTURA DEL MERCADO EN SENTIDO AMPLIO

Intermediarios de valores

24. Implementación por parte de la SMV, de un régimen de autorización modular de licencias para los intermediarios de valores. Como se discutió en el CCMC es importante que la SMV avance hacia un sistema de autorización de intermediarios del mercado de valores basado en actividades de modo tal que los requisitos de autorización, incluyendo el capital mínimo, se establezcan en relación con los riesgos generados por las actividades que realicen. Un enfoque modular permitirá por otra parte que un intermediario puede decidir las actividades que quiere realizar y que en consecuencia el capital mínimo inicial exigido se ajuste de manera más clara al menú de actividades escogido. Sí debe subrayarse que el régimen de capital inicial debe complementarse con un régimen de solvencia que permita que los requerimientos de capital se ajusten al nivel efectivo de los riesgos tomados. Es importante que como parte de estas discusiones sobre intermediarios del mercado de valores la SMV considere cuáles actividades deberán mantenerse bajo un intermediario separado. Por ejemplo, aún bajo un régimen modular, muchos países han mantenido la administración de vehículos colectivos como una actividad que debe ser realizada por un intermediario especializado al que no se le permite realizar la mayoría de las otras actividades de intermediación; salvo en algunos casos el manejo de portafolios individuales.

Tratamiento impositivo

25. **Revisión de la normativa tributaria para eliminar asimetrías no justificadas.** Tanto en diagnósticos anteriores, como en las discusiones sostenidas con el CCMC se externó la existencia de una serie de asimetrías tributarias que podrían estar perjudicando el desarrollo de ciertos productos del mercado de valores, sin que exista una política pública clara que los respalde. Uno de los casos más claros es la asimetría tributaria existente en relación con el pago del impuesto general de ventas (IGV) entre productos bancarios y potenciales productos del mercado de valores. En el momento actual, los productos de crédito originados por entidades sujetas a la regulación y supervisión de la SBS están exentos de ese impuesto y también los están los bonos. Sin embargo, otros productos de créditos que podrían originarse en el mercado de valores si pagarían este impuesto; como por ejemplo fondos originadores de crédito o plataformas de préstamo (*peer to peer lending*). De modo que pareciera este un caso en que la norma tributaria ha quedado desfasada por un tema de desarrollo de mercado. Además de este se mencionaron otros casos en los cuestionarios y las reuniones realizadas, los cuales se listan de seguido, sin que se interprete que esta lista es exhaustiva. Ellos incluyen:

- El tratamiento de intereses generados por depósitos bancarios y títulos del gobierno (exentos del impuesto sobre la renta), versus otros instrumentos del mercado de valores (que sí pagan ese impuesto).
- El tratamiento de la industria del factoraje (descuento de facturas) y del *confirming* (i.e. factoraje exento del IGV y con tasa de impuesto a la ganancia de capital del 5%, versus el segundo que tiene una tasa del 30% y paga IGV).

De modo que, en este tema, la acción concreta recomendada es el levantamiento de una lista exhaustiva de asimetrías y su estudio de cara a determinar en qué casos no existe una política pública que los respalde.

Regulación y supervisión del mercado de valores

26. Implementación de mecanismos que coadyuven a fortalecer la coordinación entre SBS y SMV. A partir de las conversaciones sostenidas entiende el BM que existen actualmente mecanismos informales por medio de los cuales los órganos reguladores del sistema financiero coordinan sus acciones, incluyendo reuniones entre sus jerarcas. Existe además una Comisión Multisectorial de Inclusión Financiera, cuya Secretaría Técnica está desde el 7 de junio del 2019 en manos de la SBS (Superintendencia Adjunta de Conductas de Mercado e Inclusión Financiera). Por vía de esta Comisión se han empezado a coordinar temas de inclusión financiera y talleres sobre productos financieros del mercado de valores. Es importante que se mantenga la posición actual, por la cual la SMV está teniendo participación directa en esta Comisión. Asimismo es importante que se evalúe la importancia de crear otros mecanismos para discusiones de temas comunes no cubiertos por la inclusión financiera, incluyendo, por ejemplo, redundancias en requisitos y asimetrías entre el mercado bancario y el de valores.

ACCIONES DE MEDIANO/LARGO PLAZO

ACCIONES RELATIVAS A LA OFERTA

Medidas para el mercado accionario

27. Apertura a bolsa, al menos parcialmente, del capital de empresas del Estado como una medida que podría tener un efecto catalizador para el mercado accionario. La experiencia internacional con el listado de empresas públicas es mixta: en algunos casos han sido catalizadoras en tanto que en otros no. Si bien se requiere de un estudio más exhaustivo para determinar las razones que han llevado a uno u otro resultado; en principio la experiencia indica que para ampliar la posibilidad de que este listado sea catalizador se requiere de una buena escogencia de las empresas públicas a listar; esto es, debe tratarse de empresas con buena gestión y gobierno corporativo y que sean ya rentables y por otra parte se requiere que exista ya un *pipeline* de empresas privadas identificado que aproveche el “boom” que puede traer el listado de la empresa pública. En este contexto, el primer paso de cara a esta medida debe ser la identificación de empresas públicas que potencialmente cumplan con el requisito anterior o al menos su incorporación a programas de preparación de empresas. Asimismo, el apoyo político para el listado es crítico.
28. Adopción comprensiva de los principios del G20/OECD para el gobierno corporativo de las empresas listadas. Conforme se señaló, en el corto plazo se han recomendado medidas puntuales que permitirán dotar al mercado de mayor transparencia en el manejo de conflictos de interés. A mediano/largo plazo es necesario que la SMV haga un ejercicio y evaluación del grado de cumplimiento de los principios de gobierno corporativo con miras a detectar aspectos que requieran mejoras. Además de los temas ya señalados es posible que se requieran reformas en temas tales como el rol de los gestores institucionales.
29. Implementación de un segmento de mercado VIP basado en ESG. A partir de las discusiones en el CCMC, en el mediano plazo la BVL podría explorar la creación de un segmento de mercado VIP, tomando como base el cumplimiento de ciertos estándares ESG para atraer inversionistas extranjeros.
30. Revisión de los diferentes programas existentes para el desarrollo del mercado de capital de riesgo. En las discusiones en el CCMC se señaló que existen ya diferentes iniciativas dirigidas a fomentar el capital de riesgo, pero que estas no están articuladas de una manera clara. En ese sentido, la recomendación al CCMC es que se haga un listado de esas iniciativas con miras a su mejor articulación y a determinar si existen vacíos que deban llenarse. Por ejemplo, diferentes países tienen iniciativas dedicadas a fomentar el capital semilla, programas de coinversión para fondos de capital de riesgo y en algunos casos también, se usa la política tributaria para fomentar el ingreso de inversionistas de largo plazo a este segmento. Tal es el caso de países como Estados

Unidos e Inglaterra, que dan un tratamiento favorable a los “long term capital gains”. En todo caso la discusión de temas como la coinversión o tratamientos tributarios favorables debe verse una vez que se haya determinado el impacto de los programas existentes y de si existen fallas de mercado que requieran su corrección por vía de mecanismos como los indicados.

Medidas para el mercado de deuda

31. Emisión de bonos por parte de empresas del Estado. En el seno del CCMC se discutió la posibilidad de que empresas estatales puedan emitir bonos, como una primera medida para que incursionen en el mercado de valores. Esta medida podría ser más viable políticamente que la apertura de su capital, y serviría para inyectar dinamismo en el mercado de valores local. En todo caso, es necesario que las empresas estén adecuadamente preparadas para acceder al mercado, no sólo elevando sus estándares de gobierno corporativo, sino también mejorando la calidad de su gestión. Para las primeras emisiones en el mercado, sobre todo de empresas de infraestructura con necesidades de financiación significativas como las del sector de agua y saneamiento, se puede considerar el uso de garantías parciales de organismos multilaterales. De este modo se minimizarían las contingencias del estado, bajo soluciones de financiamiento sostenibles a largo plazo y condiciones de mercado competitivas.

ACCIONES RELATIVAS A LA TRANSPARENCIA, FORMACION DE PRECIOS, Y MANEJO DE CONFLICTOS DE INTERES

Transparencia

32. Revisión de los procedimientos de oferta pública. Conforme se señala en el diagnóstico la SMV ha realizado un esfuerzo importante por racionalizar los requisitos de oferta pública de cara a emisiones de cierto tipo de emisores (emisores PYMEs de acuerdo a la definición del MAV); así como por racionalizar los procesos de oferta pública para programas de emisiones. Sin embargo, a partir de las discusiones que se generaron en el seno del CCMC entiende el BM que en los procesos ordinarios de oferta pública que aplican tanto a acciones como deuda, fideicomisos y fondos de inversión existe un margen importante de mejora tanto en los plazos de tramitación, como en el contenido de observaciones y la predictibilidad (consistencia) de las decisiones emanadas de la SMV. Igualmente conviene revisar si existen espacios para la racionalización de requisitos. Desde esta perspectiva, al igual que otros reguladores están haciendo (por ejemplo, OSC Canadá y CVM Brasil) es importante que la SMV realice un proceso de revisión de los requisitos y procedimientos con miras a determinar si existe margen para la racionalización de los primeros y/o de agilización de los segundos.
33. Disseminación de la jurisprudencia de la SMV. En discusiones sostenidas se planteó la importancia de que los criterios de la SMV sobre todo de cada a productos nuevos, o cambios de posición, sean disseminados de manera adecuada al mercado. Ello incidirá

en el tema de la consistencia y predictibilidad de las decisiones de la SMV. Esto podría lograrse por vía de manuales o por vía de mecanismos separados, como podría ser por ejemplo un sitio de jurisprudencia.

34. Revisión de los supuestos de oferta privada e imposición regulatoria de una notificación para ciertos supuestos de la oferta privada (tanto en el ámbito de acciones, deuda como fondos). Tal y como se señaló en el diagnóstico, es importante que exista un espacio de oferta privada que permita a emisores levantar recursos de inversionistas sin que se encuentren sujetos a todos los requisitos de información de la oferta pública, eso si dentro de ciertas condiciones que deben ser claramente delineadas. Sin embargo, ello no debe significar que el regulador carezca de información sobre la evolución de esas ofertas y los intermediarios que intervienen en ellas. En ese sentido, en línea con requerimientos establecidos en otros mercados, como Estados Unidos y Canadá, conviene que la SMV considere la imposición de una notificación simple, al menos para los supuestos más importante de oferta privada. Esta notificación no tiene por objeto que la SMV exija la presentación de un prospecto, sino únicamente que se dé información básica sobre el volumen que se capta y si existen intermediarios que participan en la oferta. Esto puede ayudar a la SMV a entender el tamaño efectivo del mercado de oferta privada, y sus tendencias y finalmente monitorear si esas ofertas privadas se están haciendo en cumplimiento de las condiciones estipuladas legal y regulatoriamente.

Liquidez

35. Imposición de un nivel mínimo de “*free float*”. La imposición de un *free float* es uno de los grandes desafíos para muchos países emergentes en los que las compañías listadas se mantienen aún en manos de familias o de un grupo controlador. Sin embargo, es este requisito una de las precondiciones para generar liquidez. Se entiende sin embargo que su imposición (y el umbral que se defina) debe valorarse con mucho cuidado con el propósito de que no se convierta en un desincentivo para el listado. En este sentido, esta imposición podría ser gradual, comenzando por los segmentos más líquidos.

Conflictos de interés

36. Revisión de la normativa sancionatoria relativa a malas prácticas de mercado. Es importante que la SMV realice una labor de revisión del marco normativo con miras a determinar si las diferentes “malas prácticas de mercado” tienen una adecuada tipificación y si las sanciones que pueden imponerse están acordes con la gravedad de las conductas. Existe en este aspecto un documento del BM del 2017 que puede servir de base para esa revisión.

ACCIONES RELATIVAS A LA DEMANDA

Fondos de inversión

37. Revisión de la normativa de fondos. De conformidad con las conversaciones sostenidas con el CCMC entiende el BM que existen actualmente vehículos de inversión colectiva que invierten en los mismos activos que están sujetas a regulaciones diferentes, basados únicamente en el vehículo legal utilizado para la inversión. Un ejemplo que se dio es el de los FIRBIS y FIBRAS en el que hay diferencias en el régimen de inversión que, prima facie, no parecen justificarse dado el mismo objeto de inversión. En este contexto y conforme otros países lo han hecho, convendría que en el mediano plazo la SMV camine hacia una consolidación y armonización de la normativa de vehículos de inversión colectiva.
38. Revisión de la normativa de administradores de vehículos de inversión colectiva. En línea con los comentarios anteriores, la normativa actual se basa en administradores especializados para distintos tipos de productos de inversión colectiva (fideicomisos versus fondos). Conviene que en este tema la SMV avance también hacia una normativa consolidada y armonizada que aplique a las entidades que administran portafolios de terceros.

Otros inversionistas institucionales

39. Revisión del gobierno corporativo y el régimen de inversión de los fondos de seguridad social (ONP y ESSALUD) de modo que se les permita invertir en papel de largo plazo o en el MAV, dentro de límites prudenciales adecuados. En el caso del fondo público de pensiones FCR, el mercado peruano de capitales se podría beneficiar al añadir un inversionista de largo plazo considerable con cerca de US\$6.000 millones de activos gestionados. En particular, sería conveniente llevar a cabo una evaluación de los marcos de gobernanza y gestión del FCR siguiendo las mejores prácticas en tipos similares de fondos (como los casos de Canadá y Estados Unidos). Esto permitiría una mayor flexibilidad en las políticas de inversión, mientras que se alinearía con las mejores prácticas en estrategias prudentes de inversión que equiparan los pasivos de los fondos con los retornos requeridos. A su vez, sería deseable evaluar los acuerdos de remuneración para los gerentes subcontratados de activos de fondos públicos, incluyendo marcos de medidas de desempeño y de gestión del riesgo.

Inversionistas minoristas

40. Creación de una cuenta simplificada. En general la apertura de cuentas y los requisitos para tal apertura, en particular el *know your customer* (KYC) pueden constituirse en la práctica en un desincentivo ("*soft barrier*") para que los depositantes se convierten en inversionistas si esto implica la necesidad de brindar nuevamente una serie de información financiera para la realización del KYC. De allí que, de la mano de avances en identidad digital, diferentes países estén explorando medidas para simplificar la apertura de cuentas. Por ejemplo, en el caso de la India, SEBI, el regulador del mercado de valores optó por la creación de entidades que centralizan la información financiera

de los inversionistas de modo que esta pueda ser accesada por diferentes intermediarios sin que el inversionista deba aportarla nuevamente. Así mismo, SEBI creo una cuenta simplificada, dirigida a inversionistas que desean realizar únicamente operaciones *plain vanilla*, para la cual la entrega de información es más acotada. Ellas son medidas recientes, de modo que es difícil evaluar su impacto. Sin embargo, convendría que medidas tendientes a simplificar la apertura de cuentas sean valoradas por el CCMC.

Inversionistas extranjeros

41. Implementación de una serie de medidas de mejora a la infraestructura de mercado de cara a los inversionistas extranjeros. Estas medidas se relacionan con el MSCI y están explicadas en los apartados 44 y 45.
42. Implementación de reformas tendientes a que la inversión en activos de la Alianza del Pacífico se considere inversión local. Esta acción fue identificada ya por los Ministros de Finanzas de la región como parte de las acciones prioritarias de cara a la profundización del MILA; sin embargo, a hoy no ha sido implementada.
43. Análisis de la competitividad del régimen tributario aplicable a inversionistas extranjeros versus el existente en otros países de la Alianza del Pacífico. Entiende el BM que no existe hoy una lista clara que compare el tratamiento tributario de diferentes instrumentos del mercado de valores en todos los países de la región con miras a determinar si existen áreas en que las asimetrías existentes operen en contra del mercado peruano. De modo que en este caso la acción se orienta a que el CCMC levante esa lista.

ACCIONES RELATIVAS A LA INFRAESTRUCTURA DE MERCADO EN SENTIDO AMPLIO

Infraestructura de mercado en sentido estricto

44. Revisión del DVP. De cara a los inversionistas extranjeros es importante que CAVALI camine hacia un DVP que se puedan realizar en los custodios y no los puestos de bolsa. Entiende el BM que CAVALI ya ha venido caminando en este sentido.
45. Revisión de las cuentas ómnibus. Este es un tema relevante sobre todo de cara los inversionistas extranjeros. Conforme se discutió en el CCMC existen pros y contras de contar con cuentas ómnibus. Los pros es que estas cuentas permiten un manejo más eficiente del tema de la compensación y liquidación; que es particularmente útil de cara a inversionistas extranjeros. El contra es que la supervisión del cumplimiento de ciertas obligaciones se dificulta, al aparecer todos los valores inicialmente a nombre del custodio. Es posible pensar en una solución intermedia que, para el mercado local use cuentas con beneficiario final y para los inversionistas extranjeros permita cuentas

ómnibus. En todo caso, este es un aspecto que debe valorarse con cuidado, entendiendo que hay países que han logrado atraer a inversionistas extranjeros sin haber implementado cuentas ómnibus (por ejemplo, Brasil).

46. Creación de una entidad de contraparte central (CCP). Esta es una acción cuya relevancia se ve más a mediano plazo, sobre todo para el desarrollo de un mercado de derivados y una mayor integración del MILA. En todo caso entiende el BM que ya la BVL y CAVALI han venido realizando un estudio de factibilidad.
47. Implementación de la interoperabilidad de los mercados de la Alianza del Pacífico. En diferentes foros participantes del mercado han señalado preocupaciones respecto a diferentes aspectos del proceso de compensación, liquidación y custodia que no están “sincronizados” a nivel del mercado MILA lo que dificulta la negociación *cross-border*. De allí que plantean la importancia de ir hacia una interoperabilidad de los mercados. No obstante, entiende el BM que en la práctica no ha existido apetito de los actores privados porque estas reformas se realicen. De modo que, aunque esta acción se incluye en la hoja de ruta, se entiende que su implementación requiere de un mayor consenso sobre los beneficios de avanzar en ese sentido.

Regulación y supervisión

48. Fortalecimiento de la divulgación de los programas de supervisión. Es importante que la SMV camine hacia una mayor transparencia en sus labores de supervisión y enforcement. En este sentido y conforme las prácticas de otros supervisores, la SMV debe valorar la publicación de un plan anual o bianual de prioridades de supervisión. Esta publicación orienta al mercado de los temas que la SMV está considerando claves y en esa medida ayuda también a que el mercado se auto discipline.
49. Fortalecimiento de la independencia de la SMV. En general, la SMV ha venido haciendo un esfuerzo importante de fortalecimiento de la manera en que realiza la regulación; así como en materia de supervisión y cumplimiento de normas. En el primer caso, se ha fortalecido la transparencia del proceso normativo, incluyendo un proceso de consulta, la divulgación de los comentarios realizados y las respuestas consolidadas en el portal del mercado de valores. En la supervisión, se han revisado los sistemas para la supervisión del mercado secundario y se han dado pasos para la supervisión basada en riesgos. Con respecto al cumplimiento de normas, a finales de 2018 se aprobó el reglamento de sanciones mediante el cual se estructura y clarifica la potestad administrativa de imponer sanciones. No obstante, para que estos esfuerzos puedan ser efectivos y en la medida en que el mercado crece, se hace necesario que la SMV pueda contratar al suficiente personal calificado; así como que pueda implementar un programa de capacitación continua. En ambos aspectos subsisten limitaciones que en el mediano plazo pueden constituirse en un obstáculo para que la Superintendencia pueda coadyuvar al desarrollo del mercado, y que se refieren principalmente a la falta de independencia presupuestaria y administrativa de la SMV. A diferencia de la SBS, la SMV está sujeta al régimen de servicio civil y a la ley de presupuesto. Esto impone una serie de rigideces en la dotación de personal y en los salarios que limitan su capacidad para contratar al personal con las habilidades requeridas, a pesar de tener suficiente presupuesto procedente de las tarifas cobradas a los participantes del mercado.

Además, son el único regulador del sector financiero sujeto al control de calidad regulatorio llevado a cabo por un organismo gubernamental externo no especializado. Esto agrega una capa administrativa que ralentiza los procesos de aprobación de los reglamentos. En el mediano/largo plazo es importante que las autoridades gubernamentales continúen avanzando hacia un esquema que dote a la SMV de mayor independencia financiera. Los estándares internacionales no contemplan un modelo único para alcanzar este objetivo. Lo que es importante es que el modelo que se escoja permita la SMV poder contar con un presupuesto acorde con el crecimiento del mercado, y que le permita además poder ofrecer salarios competitivos a su personal.

MATRIZ DE RECOMENDACIONES

Tema	Importancia	Plazo de discusión
OFERTA		
Implementación de un programa de preparación y vinculación de empresas con inversionistas, dirigido fundamentalmente a compañías de menor tamaño	Alta	Corto
Fortalecimiento del rol de COFIDE y del fondo estatal CRECER de cara a atraer más emisores al mercado	Alta	Corto
Aprobación de la ley de Financiamiento Participativo, y elaboración de su reglamentación por parte de la SMV	Alta	Corto
Implementación de reformas a la reglamentación de fondos de inversión de modo que se permita la creación de vehículos que puedan expandir el financiamiento a la PYME	Media/Alta	Corto
Revisión del alcance de la Ley de Usura	Media	Corto
Desarrollo de guías de orientación a emisores y de talleres para potenciales emisores	Media	Corto
Fortalecimiento y/o divulgación de los programas de supervisión del cumplimiento del gobierno corporativo por parte de emisores accionarios	Media	
Simplificación de requisitos de ESG en el mercado accionario	Media	Corto
Emisión de bonos por parte de empresas del Estado	Media	Medio
Implementación de un segmento de mercado VIP basado en ESG en el mercado accionario	Media	Mediano/Largo
Adopción comprensiva de los principios del G20/OECD para el gobierno corporativo de las empresas listadas	Media	Mediano/Largo
Revisión de los diferentes programas existentes para el desarrollo del mercado de capital de riesgo	Media	Mediano/Largo
Apertura a bolsa, al menos parcialmente, del capital de empresas del Estado como una medida que podría tener un efecto catalizador para el mercado accionario	Media/Baja	Largo
Aclaración del tratamiento de plataformas de facturas	Baja	Corto
TRANSPARENCIA, FORMACION DE PRECIOS, LIQUIDEZ Y CONFLICTOS DE INTERES		
Implementación de un conjunto de medidas destinadas a mejorar la liquidez del mercado (expansión de creadores de mercado, etc)	Alta	Corto
Adopción de medidas incrementales por parte de los reguladores del sector financiero (SBS y SMV) que ayuden a transparentar conflictos de interés	Alta	Corto

Imposición de un nivel mínimo de “free float”	Media/Alta	Largo
Fortalecimiento y/o difusión del monitoreo que se hace a la formación de precios	Media	Corto
Revisión de los procedimientos de oferta pública	Media	Mediano
Revisión de los supuestos de oferta privada e imposición regulatoria de una notificación para ciertos supuestos de la oferta privada	Media	Mediano
Fortalecimiento y/o mayor divulgación de los programas de supervisión de la formación de precios	Media	Corto
Revisión de la normativa sancionatoria relativa a malas prácticas de mercado	Media	Mediano/Largo
Plan de difusión al mercado de los distintos mecanismos para la formación de precios	Media/Baja	Corto
Diseminación de la jurisprudencia de la SMV	Media/Baja	Mediano
DEMANDA		
Implementación de un pilar de ahorro previsional voluntario abierto y competitivo	Alta	Corto
Creación de un programa para que los inversionistas minoristas inviertan en papel del soberano	Alta	Corto
Fortalecimiento de la estrategia del gobierno para aumentar la educación financiera	Alta	Corto
Revisión de las reformas al sistema de pensiones del año 2016, con el objeto de eliminar o limitar los montos máximos que se permite retirar	Media/Alta	Corto
Revisión del marco normativo de los fondos de inversión, con el objeto de expandir el tipo de fondos autorizados	Media	Corto
Revisión por parte de la SMV del procedimiento de autorización de oferta pública de los fondos de inversión	Media	Corto
Implementación de un documento simplificado sobre fondos de inversión de cara a su comercialización	Media	Corto
Identificación de las características mínimas que deben reunir los administradores de fondos de inversión para que sus intereses se alinean con los intereses de los inversionistas institucionales	Media	Corto
Adopción de medidas para promover una expansión de la distribución de fondos (mutuos y de inversión)	Media	Corto
Revisión del gobierno corporativo y el régimen de inversión de los fondos de seguridad social (ONP y ESSALUD) de modo que se les permita invertir en papel de largo plazo o en el MAV, dentro de límites prudenciales adecuados	Media	Mediano/Largo

Implementación de reformas tendientes a que la inversión en activos de la Alianza del Pacífico se considere inversión local	Media	Mediano/Largo
Análisis de la competitividad del régimen tributario aplicable a inversionistas extranjeros versus el existente en otros países de la Alianza del Pacífico	Media	Mediano/Largo
Revisión de la normativa de fondos	Media/Baja	Largo
Revisión de la normativa de administradores de vehículos de inversión colectiva	Media/Baja	Largo
Acceso de información básica para inversionistas extranjeros	Media/Baja	Corto
Creación de una cuenta simplificada para minoristas	Media/Baja	Mediano/Largo
INFRAESTRUCTURA DE MERCADO EN SENTIDO AMPLIO		
Revisión de la normativa tributaria para eliminar asimetrías no justificadas	Alta	Corto
Implementación por parte de la SMV, un régimen de autorización modular de licencias para las sociedades de bolsa	Media/Alta	Corto
Fortalecimiento de la coordinación entre SBS y SMV	Media	Corto
Fortalecimiento de la divulgación de los programas de supervisión de la SMV	Media	Mediano
Revisión del DVP	Media	Mediano
Fortalecimiento de la independencia de la SMV	Media	Mediano/Largo
Creación de una entidad de contraparte central (CCP)	Media	Largo
Revisión de las cuentas ómnibus	Media/Baja	Mediano
Implementación de la interoperabilidad de los mercados de la Alianza del Pacífico	Baja	Largo

Cuadro N° 1

ELITE: un programa de preparación, asesoría y acompañamiento de empresas.

Una de las acciones propuestas para el desarrollo del mercado de capitales en Perú, que tiene como **objetivo puntual aumentar la oferta potencial de emisores**, consiste en la implementación de un programa que ayude a crear un *pipeline* de empresas que gradualmente se incorporen al mercado de valores, entendiendo que muchas de ellas comenzarán por el mercado de oferta privada. En otras geografías, estos programas han buscado ayudar a las empresas a fortalecer su organización y gobierno corporativo, su gestión comercial y administrativa, sus mecanismos de control interno y gestión de riesgos, así como a tener un mayor conocimiento de las opciones de financiamiento existentes en el mercado de valores y a crear una red de conexiones. Uno de los casos de éxito es la experiencia de ELITE.

ELITE⁴ es una compañía propiedad del *London Stock Exchange Group*, constituida en el año 2012. Su objetivo se define como ser una “comunidad global” que busca proveer a empresas del acceso al capital, las redes y los conocimientos y/o habilidades necesarias para incrementar su escala, en forma sostenible y con impacto económico. Para ello, buscan crear un “ecosistema” donde inversionistas, asesores corporativos, emprendedores y otras instituciones puedan interactuar en un ambiente de transparencia y colaboración.

El programa ofrece a las compañías un “ruta” que consiste en tres etapas: primero una evaluación de las potencialidades de las empresas, después un fortalecimiento del negocio para escalarla y finalmente, levantamiento de capital.

Respecto de la evaluación de la empresa, se centra en diez aspectos centrales (gestión de riesgo, calidad de la administración, gobierno corporativo, solidez del plan de negocios, posición competitiva dentro de su industria, potencial de crecimiento, estructura de financiamiento, gestión de marketing y ventas, nivel de digitalización y forma de reporte de información), para posteriormente detectar las fortalezas y áreas de mejora, así como oportunidades de negocios.

Posteriormente a la evaluación, ELITE ofrece los apoyos para desarrollar habilidades y obtener los conocimientos necesarios para mejorar la gestión de la empresa y aumentar su escala. Esto pasa por programas de mentorías, cursos de apoyo a negocios o de educación, así como de acceso a redes de expertos, asesores, académicos, etc.

Finalmente, la red se complementa con una plataforma de colocaciones privadas para el levantamiento de financiamiento a través de diversos instrumentos (acciones, instrumentos de deuda tradicionales, instrumentos convertibles, todo a través de un proceso estandarizado en el que incluso el emisor puede elegir el tipo de inversionistas sobre el que quiere dirigir su oferta.

Desde el punto de vista de los inversionistas, el programa también cuenta con una plataforma de ofertas, con la información de las empresas en formatos estandarizados, a lo que se suman

⁴ Su página oficial es www.elite-network.com desde donde se obtuvo la mayor parte de esta información.

una red de asesores financieros (que pueden mostrar ofertas, pero no tomar órdenes) y de agentes.

Finalmente, el programa se completa con lo que llaman sus “socios miembros de la red”, que son universidades y otras instituciones académicas, asesores y empresas, que colaboran con el proceso de apoyo a los emisores, y que ven valor en pertenecer a una red donde pueden visibilizar su marca o desarrollar relaciones de largo plazo con potenciales clientes, alumni, etc.

Hasta el cierre de 2018, ELITE tenía dentro de su red a más de 1.100 empresas, de 36 sectores económicos y 42 países, y que consolidaban más de 487.000 empleados y ventas por sobre los \$84.200 millones de euros.

Si bien este es un caso bastante sofisticado, también es posible encontrar evidencia de programas similares en la región, y que se han enfocado a empresas de menor tamaño, como por ejemplo Acción Emprendedora,⁵ una red que define su objetivo como ayudar a la consolidación de emprendimientos y que provee a través de una plataforma web gratuita una serie de herramientas de capacitación, búsqueda de alternativas de financiamiento, redes comerciales, etc.

Imagen de la plataforma de “Acción emprendedora”

OPORTUNIDADES PARA HACER CRECER TU NEGOCIO



Capacítate



Busca
financiamiento



Vende tus
productos

Por ejemplo, el programa ofrece:

- Acción Educa: plataforma de cursos gratuita en materias como contabilidad, gestión, marketing, economía, gestión de recursos humanos, finanzas, evaluación de proyectos, etc.
- Banacción: plataforma de financiamiento.
- Portal de empleos (para facilitar el reclutamiento por parte de las empresas).
- Porta de proveedores (para facilitar la contratación).
- Programas de mentorías.

⁵ Su página oficial es www.accionpais.org

Cuadro N° 2

El potencial rol catalizador del Fondo CRECER

El Fondo Crecer gestionado por COFIDE tiene el potencial de ejercer un importante rol catalizador de financiamiento para PYMEs a través de soluciones innovadoras de mercado de valores. Una de ellas podría ser el otorgamiento de garantías para el desarrollo de productos de titularización de créditos mipymes. Por ejemplo, la garantía se daría a fondos de titularización de que agrupen en su activo préstamos concedidos por entidades de crédito a empresas no financieras, de las cuales un determinado porcentaje tendría que ser pequeñas y medianas empresas, bajo la condición de que las entidades de crédito cedentes reinviertan parte de la liquidez obtenida en el proceso de titularización en nueva financiación del mismo tipo. De esta manera se potenciaría el efecto perseguido con la iniciativa, garantizándose así que las ventajas se trasladen a la economía real.

La experiencia española – el programa de Fondos de Titulización de Activos para PYMEs (FTPYME)

El programa de Fondos de Titulización de Activos FTPYME para pymes facilita a las instituciones financieras la concesión de préstamos a pequeñas y medianas empresas mediante el aval del Estado. Se trata de un programa de apoyo a la financiación bancaria de las pymes españolas, a través de la constitución de fondos de titularización de activos. El Estado apoya las operaciones avalando una parte de los bonos emitidos por el fondo y, a cambio, las entidades de crédito cedentes de activos a esos fondos se comprometen a reinvertir una parte de la liquidez obtenida en la financiación de PYMEs.

Las instituciones financieras participantes deben firmar un acuerdo con el Ministro de Economía y Finanzas; asumiendo ciertos compromisos, en particular: (i) al menos el 50% de los activos transferidos deben ser préstamos a PYMEs; (ii) las instituciones financieras que transfieren activos deben reinvertir al menos el 80% de los ingresos en nuevos préstamos para PYMEs, y (iii) la reinversión debe realizarse dentro de un plazo de 2 años, con el 50% teniendo lugar el primer año. Para una cartera de tales características, el Tesoro garantiza el 80% de los valores con una calificación de AA2 o superior. Para garantizar el alineamiento entre el originador y los potenciales inversionistas la normativa española exige que el originador mantenga un cierto porcentaje de la emisión.

Una característica importante del modelo español es que ha permitido la multioriginación, esto es la cartera titularizada puede corresponder a múltiples originadores. Ello ha permitido a entidades prestamistas de bajo volumen poder acceder al mercado de valores por vía de la titularización, pues el costo fijo de establecer el vehículo de titularización es compartido en proporción a los préstamos cedidos. De modo que las barreras de entrada al mercado de titularización y potencialmente al préstamo a PYME se reducen.

Desde el año 2000, el programa FTPYME ha permitido la emisión de EU 50.640,4 millones que han posibilitado la reinversión de más de EU 40.512,3 millones en nuevos préstamos para PYMEs. El total del aval del Estado empleado en estas emisiones ha sido de EU 15.495,2 millones. Sin embargo, los volúmenes han disminuido desde la crisis, principalmente debido a la tendencia de los originadores a quedarse con toda la emisión para llevarla al descuento al BCE en el contexto de la política monetaria expansiva (QE) donde se incluyeron los bonos de titularización para las operaciones monetarias de mercado abierto. En este contexto, la inclusión de avales no se hacía tan necesario como en periodos anteriores.

Cuadro N°3

Programa de creadores de mercado – Algunas reflexiones

Un creador de mercado es un participante regulado del mercado de valores que asume la obligación de estar disponible en el mercado para comprar o vender un valor específico bajo ciertas reglas y requisitos generalmente impuestos por la bolsa de valores. Los creadores de mercado tienen derechos o beneficios, a cambio de responsabilidades u obligaciones que varían según la bolsa y también según el instrumento. Los creadores de mercado usualmente actúan en competencia, con más de uno designado para actuar en un valor particular.

Beneficios

La implementación de un programa de creadores de mercado puede aportar una serie de beneficios potenciales a una bolsa de valores, así como a los propios creadores de mercados. Los beneficios más significativos dependiendo del nivel de actividad son los siguientes:

- a) Valores muy activos: los valores que ya se negocian activamente a lo largo del día de negociación y en los que un inversor típico no tendrá problemas para encontrar un precio justo para una transacción de tamaño razonable.
 - Para el mercado, el nivel de actividad existente significa que hay suficiente liquidez y precios confiables y estables. Por esta razón, algunos mercados que requieren creadores de mercado en todos los valores, no siempre los requieren para valores muy activos (por ejemplo, Euronext no requiere creación de mercado para las 100 acciones principales).
 - Para un creador de mercado, es probable que los beneficios más significativos sean la publicidad asociada a ser un creador de mercado en valores bien conocidos y altamente visibles, la reducción de tarifas y exenciones de impuestos y normas. El *spread* es menos probable que sea significativo, ya que ya es estrecho, y la empresa podría rotar fácilmente su inventario sin convertirse en un creador de mercado.
- b) Valores moderadamente activos: los valores se negocian con bastante frecuencia, pero no hay una presencia constante de oferta y demanda.
 - Los beneficios para el mercado son muy significativos. Un mercado que opera de manera esporádica se convierte en un mercado continuo en el que los inversores pueden encontrar la liquidez que necesitan. El trabajo del creador de mercado es esencialmente cerrar las brechas entre los tiempos en que los inversionistas acuden al mercado para comprar o vender. La calidad de los precios también está protegida de las variaciones temporales causadas por los desequilibrios fluctuantes entre la demanda y la oferta.
 - Para el creador de mercado, el *spread* y la reducción de costos son probablemente los beneficios más significativos.
- c) Valores inactivos: Valores que rara vez se negocian, y en los que un creador de mercado corre el riesgo de tener que mantener posiciones largas o cortas durante un tiempo considerable antes de que puedan cerrarse. Estos también pueden ser valores para los cuales hay disponibilidad limitada de préstamos de valores.
 - Para el mercado, los principales beneficios son la posibilidad de negociar en un tamaño pequeño pero razonable y el mantenimiento de un precio actualizado. Aunque estos

beneficios son reales, son limitados en comparación con los beneficios para los valores de rango medio. Algunos mercados mantienen a los creadores de mercado a este nivel, pero a menudo permiten un *spread* amplio, utilizan un modelo de mercado diferente (como subastas periódicas) o un contrato directo con el emisor que puede suministrar inventario al creador del mercado, de modo que los riesgos para el creador de mercado se reduzcan.

- Para el creador de mercado, el beneficio del *spread* no es significativo, ya que las oportunidades para comprar y vender son limitadas. En este nivel, la comisión de un emisor puede ser uno de los beneficios más importantes, pero crea conflictos que pueden impactar negativamente al mercado.

Precondiciones necesarias

Para implementar un programa de creadores de mercado, hay ciertas precondiciones necesarias que se deben tener en cuenta. Para que un creador de mercado realice sus funciones correctamente, deberá poder vender en corto y tener acceso a una plataforma eficiente y segura para préstamos de valores (SLB). Sin la capacidad de vender en corto, los creadores de mercado deben tener inventarios significativos de valores para poder realizar precios de dos vías, lo que los expone al riesgo de mercado y aumenta el capital que necesitan mantener. Una vez que se ha utilizado el inventario, el creador de mercado no puede hacer precios de dos vías.

Desafíos clave

Una vez que se tienen las precondiciones necesarias para la implementación del programa de creadores de mercado, se deben tener en cuenta ciertos desafíos que se pueden presentar a medida que se expanda el programa de creadores de mercado:

(a) ¿Qué modelo adoptar? Las consideraciones relacionadas con el modelo incluyen: si se debe tener un único creador de mercado único por valor o si se requiere un sistema de creación de mercado competitivo; y si el creador de mercado debe tener un contrato con la bolsa o con el emisor del valor. En general, se recomienda que se fomente la competencia entre creadores de mercado, basada en la libre elección de los valores que deciden respaldar.

(b) ¿Qué valores respaldar? Todos los valores se benefician en cierta medida de la introducción de creadores de mercado. La mayoría de los mercados buscarían tener a largo plazo creadores de mercado en todos los valores moderadamente activos y potencialmente en los inactivos. Sin embargo, los riesgos para los creadores de mercado son mayores para los valores más inactivos, que exigen una gestión y control de inventario mayor pues para estos valores es menos probable que haya prestamistas y prestatarios de valores activos. La gestión de riesgos y el control de inventario serán más fáciles en los valores más activos. En general, es recomendable comenzar con un número limitado de valores más activos para permitir que los creadores de mercado desarrollen su experiencia en valores más líquidos antes de pasar a valores menos líquidos. Los valores más ilíquidos pueden utilizar mecanismos alternativos para aumentar la liquidez como por ejemplo un sistema de subastas periódicas.

(c) ¿A qué entidades se les debe permitir actuar como creadores de mercado? En los mercados secundarios en plataformas bursátiles, el creador de mercado habitual es un intermediario de valores regulado, cuyo capital debe reflejar el riesgo que genera esta actividad. En Perú, es posible que las SABs no tengan apetito por asumir las funciones de creación de mercado si no consideran que tienen la experiencia, las capacidades de gestión de riesgos o un capital suficiente. Parte de esta preocupación puede deberse a la falta de plataformas efectivas de

préstamo de valores, lo que requiere que los creadores de mercado tengan que mantener un determinado nivel de inventario para poder crear mercados con los correspondientes requisitos de capital más elevados.

(d) ¿Cómo deben ser regulados y supervisados los creadores de mercado? Los creadores de mercado deben ser objeto de supervisión, no solo en cuanto al cumplimiento de sus obligaciones principales, sino también con respecto a sus recursos técnicos, de capital y humanos, y sus procesos de manejo de órdenes y de información sensible. Se recomienda que las obligaciones y los beneficios clave se establezcan en la reglamentación de las bolsas de valores; en tanto que temas de requisitos de capital, requisitos técnicos y organizacionales se reflejarían en la reglamentación del regulador (en este caso la SMV). De igual forma la supervisión de los creadores de mercado requiere de coordinación entre el regulador y la bolsa.

(e) ¿Qué obligaciones y beneficios deben implementarse para los creadores de mercado? Se pueden obtener ejemplos de obligaciones y beneficios de otros mercados, pero estos deberán adaptarse al mercado peruano. Aunque los modelos de creadores de mercado pueden variar ampliamente en sus detalles, generalmente las obligaciones principales dependen de la calidad de las ordenes que los creadores de mercado colocan en el mercado. Las obligaciones clave a considerar son las siguientes: i. monto mínimo de órdenes de compra y venta; ii. máximo spread a mantener; iii. tiempo mínimo de muestra de precios en el mercado; iv. requisitos de reporte adicionales; v. sistemas de monitoreo de riesgo; vi. requisitos de calificación de personal; y vii. separación de funciones de creación de mercado y de la mesa de gestión de órdenes de clientes. Los beneficios deben estar estrechamente relacionados con la provisión de liquidez, con el fin de incentivar el comportamiento correcto. Dependiendo de la jurisdicción, los creadores de mercado pueden obtener una gama diferente de beneficios. Los beneficios más comunes suelen ser: i. posibilidad de beneficiarse de la negociación del spread, comprando regularmente los valores a un menor precio y vendiéndolos a un precio más alto; ii. sujeción a tarifas transaccionales más bajas; iii. exenciones de ciertas reglas de mercado (restricciones a la venta en corto o préstamos de valores, revelación de grandes tenencias, etc); iv. exenciones impositivas; v. acceso a servicios adicionales; vi. publicidad; vii. acceso a otras comisiones y tarifas; viii. relación cercana con el emisor.

(f) ¿Como se implementa un nuevo modelo de creadores de mercado? Muchos mercados donde la creación de mercado es nueva comienzan con un período piloto, con reglas indicativas en lugar de firmes. Lo ideal sería que un piloto comenzara con un número limitado de valores bastante líquidos. El marco piloto debe construirse de modo que las empresas puedan aprender los riesgos y ajustar sus herramientas y procesos de gestión de riesgos, sin asumir riesgos significativos.

Cuadro N°4

Creación de un marco para el desarrollo del ahorro previsional voluntario - la experiencia en Chile.

Una de las propuestas principales del plan de acción para el desarrollo del mercado de capitales en Perú consiste en la **creación de un pilar de ahorro previsional voluntario (APV)** dinámico, masivo y competitivo que tenga como objetivo fundamental aumentar el ahorro previsional y mejorar las tasas de reemplazo esperadas del sistema de pensiones, pero que a la vez contribuya a expandir la demanda minorista por ahorro a través de instrumentos del mercado de capitales, ayude a fortalecer una cultura de ahorro masiva y con persistencia en el tiempo y fomente la competencia entre instituciones participantes del mercado de capitales y la innovación en la oferta de instrumentos de ahorro.

Dentro de las características que debiese tener este sistema para cumplir con dichos objetivos, se pueden identificar las siguientes:

- a. El APV debe estar diseñado de tal forma que cumpla con su rol principal, es decir aumentar el bolo de ahorro previsional, y por lo mismo no puede ser totalmente líquido y debe tener limitaciones a su retiro previo a la jubilación. No obstante, la introducción de mecanismos de salida temprana ha demostrado que aumenta en forma importante el atractivo del APV. Por ello, en principio el diseño debe contemplar diferentes plazos de rescate, sujeto a diferentes premios y/o castigos dependiendo del tipo de incentivos iniciales que se entregaron para realizar el APV.
- b. Desde el punto de vista de la administración de los fondos, sujeto a una regulación particular y conjunta por parte del supervisor de valores y pensiones, y como forma de aumentar la competencia en la oferta de APV, el diseño debe permitir la administración de fondos a otros participantes diferentes que las AFP, tales como administradoras de fondos mutuos o de inversión, compañías de seguros, banca, cooperativas de crédito, entre otras.
- c. Vinculado con el punto anterior, también es relevante que las personas puedan realizar su APV a través de instrumentos diferentes a cuotas de fondos de pensiones tradicionales, y que pueden ir desde depósitos bancarios a activos alternativos, previa autorización conjunta por parte de los reguladores correspondientes.
- d. Una de las métricas más importantes para determinar el éxito del APV es su nivel de masividad. Muchos casos comparados muestran que los planes colectivos o grupales (por ejemplo, a través del empleador), sujetos a ciertas consideraciones de no discriminación y de enrolamiento automático, han sido muy exitosos en lograr incorporar grandes números de personas al sistema, con buenos niveles de persistencia en el tiempo.
- e. Finalmente, muchos de los sistemas de APV se apoyan en incentivos particulares, tales como contribuciones adicionales por parte del Estado (vinculadas al nivel de ingreso, persistencia en el ahorro, etc.) o incentivos tributarios ya sea para la persona (como diferimiento tributario rebajando el ahorro de la base imponible) o al empleador. Estos incentivos deben valorarse con cuidado con el objeto de que coadyuven al fin buscado

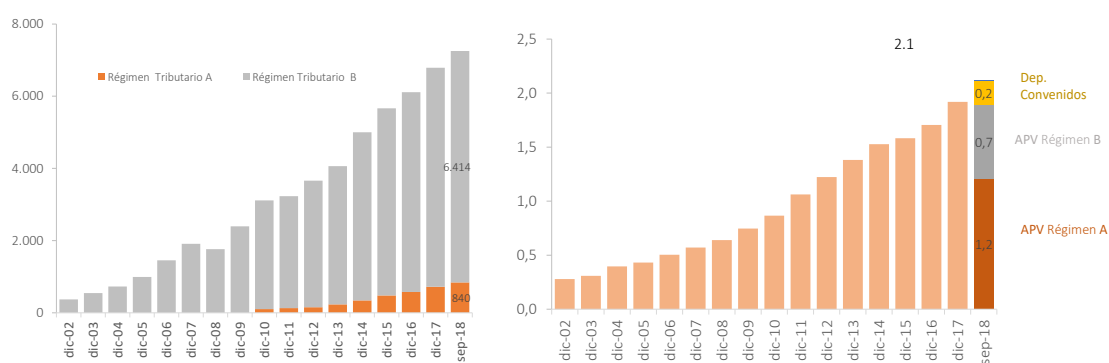
En el caso chileno, las personas pueden realizar ahorro adicional a través de:

- Cotizaciones voluntarias a su cuenta de capitalización individual en la AFP, en cualquier fondo.⁶ Las AFP están autorizadas a cobrar una comisión adicional por esta administración. Las AFP también pueden ofrecer una cuenta de ahorro voluntario para fines no previsionales.
- Depósitos convenidos con su empleador, directamente a en su cuenta de capitalización individual en su AFP o a otra institución autorizada. Estos fondos no se consideran renta tributable con un tope anual de USD \$37.000 aproximadamente.
- Planes de APV autorizados, que pueden ser administrados por una AFP u otra institución, tales como banco e instituciones financieras, compañías de seguros, intermediarios de valores, administradoras generales de fondos, de fondos mutuos, o de inversión o de ahorro para la vivienda, o simultáneamente en varias de ellas. Estos fondos están protegidos (inembargabilidad) en forma equivalente a las cotizaciones obligatorias. Al momento del retiro o de la jubilación anticipada, al usar estos recursos para incrementar el monto de la pensión, no son considerados como renta. Dentro de los planes de APV, existen dos regímenes. Uno es el APV A, destinado a trabajadores de rentas medias y medias-bajas que no son contribuyentes de impuesto a la renta, y que reciben una contribución por parte del Estado equivalente a un 15% de su ahorro. El segundo es el APV régimen B, que tiene un incentivo tributario de diferimiento de la renta, por los montos ahorrados, hasta el momento del retiro a través de la pensión⁷.
- Adicionalmente, existe el APV Colectivo (APVC), que se realiza a través de un contrato entre el empleador y una institución autorizada y contempla aportes del trabajador y del empleador.

Los fondos acumulados de APV muestran un crecimiento sostenido, acumulando un saldo de US\$ 11.100 millones, que se dividen entre el régimen A con US\$ 1.300 millones, APV régimen B con US\$ 6.150 millones, depósitos convenidos con US\$3.600 millones y APVC que registra un saldo comparativo muy bajo de solo US\$ 50 millones. Por el lado del número de cuentas, se registraban 2,1 millones, de las cuales 1,2 millones están bajo el régimen A, 678.000 en régimen B, 240.000 depósitos convenidos y sólo 1.386 de APVC.

Gráfico 1.1

Evolución saldo de APV (CLP miles de millones) y número de Cuentas (millones)



⁶ El sistema chileno cuenta con cinco fondos, del A al E, con diferentes perfiles de riesgo y rentabilidad esperada, siendo el fondo A el más agresivo y el E el fondo conservador.

⁷ Básicamente, la persona puede rebajar de su renta imponible anual hasta USD \$25.000 aproximadamente por contribuciones a un plan de APV. Una vez que estos fondos pasan a ser parte del capital utilizado para el financiamiento de la pensión, pasa a tributar como parte de ésta.

Tabla 1.1
APV según régimen y administradora. Número de cuentas y saldo

	Régimen Tributario A			Régimen Tributario B			Total	
	N° Cuentas	Saldo (MM\$)	Promedio (M\$)	N° Cuentas	Saldo (MM\$)	Promedio (M\$)	N° Cuentas	Saldo (MM\$)
AFP	703.082	401.625	571	494.339	1.840.868	3.724	1.197.421	2.242.493
FFMM	348.112	145.883	419	96.977	632.093	6.518	445.089	777.977
Cias de Seguros	99.246	252.384	2.543	86.796	1.038.363	11.963	176.891	1.290.747
Intermed. Valores y otros	59.661	39.725	666	9.151	467.094	51.043	68.812	506.819
Total	1.210.101	839.617	694	678.112	3.978.418	5.867	1.888.213	4.818.035
Porcentaje del Total	64%	17%		36%	83%		100%	100%

Fuente: Superintendencia de Pensiones y CMF

El crecimiento y desarrollo del APV no se ha repetido en el caso del APVC, que en efecto ha alcanzado niveles muy bajos de adhesión, sólo 93 contratos vigentes. En razón a lo anterior, la industria ha propuesto medidas para incentivar su desarrollo, entre ellas se encuentran:

- Eliminación de tasa mínima de adhesión de trabajadores.
- Posibilidad de establecer segmentación de planes para trabajadores.
- Posibilidad de diferenciación de permanencia mínima conforme a ingreso de trabajadores.
- Enrolamiento automático de trabajadores.
- Incentivos tributarios para adhesión de empresas.

Cuadro N° 5

Programas de inversión en papel del soberano para minoristas

Uno de los grandes desafíos del mercado peruano es la necesidad de diversificar la demanda. En este sentido es importante lograr que el inversionista minorista se acerque al mercado de valores de manera más significativa de cómo lo está haciendo hoy. Desde esta perspectiva el paso de depositante a inversionista puede facilitarse si se crean productos de riesgo bajo y alta liquidez, como lo pueden ser productos basados en papel de gobierno.

Un ejemplo es el programa que tiene el **Tesoro Público de España**, para la compra a través de la plataforma web www.elijo.tesoro.es de papeles públicos por montos que parten en los \$ 1.000 euros. Los productos se ofrecen con foco en el plazo de la inversión que busca la persona, y así se dividen en tres; (i) las letras de tesoro, con plazos a 3, 6, 9 y 12 meses; (ii) los bonos del Estado con plazos a 3 y 5 años; y (iii) las obligaciones del Estado con plazos a 10, 15 y 30 años.

Para facilitar la compra, se ofrece la modalidad de tener una cuenta directa, que evita tener que pasar por un intermediario financiero, que a su vez se puede abrir directamente vía Internet o en una de las oficinas de Banco de España. Para facilitar la participación en los procesos de subasta, al inicio de cada año calendario el Tesoro publica el calendario de subastas de los tres tipos de instrumentos. La persona puede elegir participar en ellas en forma competitiva (indicando monto a suscribir y precio) o no competitiva (sólo indicando monto, al que se le asigna el precio medio resultante). Por supuesto que también se puede hacer la inversión en el mercado secundario a través de bolsa o de cualquier otro intermediario. Finalmente, el proceso de apertura de una cuenta directa es muy sencillo, ya que solo se necesita demostrar residencia (a través del DNI) y tener una cuenta corriente bancaria para hacer y recibir pagos. Tanto la operación como la mantención de la cuenta no tienen costo.

También está el programa de fondos de inversión llamados **Fondtesoros**. Estos son fondos de inversión que invierten gran parte de su patrimonio en instrumentos del Tesoro Público. Son promovidos y administrados por sociedades gestoras (equivalentes a una SAFI) que fueron seleccionadas para firmar un convenio con el Tesoro, que les obliga a cumplir con ciertos requisitos respecto de su política de inversión (porcentaje de la cartera en valores públicos), de comisiones y gastos, montos mínimos de compra, entre otros. Cumpliendo estos requerimientos, el fondo puede utilizar comercialmente la marca "**Fondtesoro**" y recibe apoyo publicitario del Tesoro Público.

Dado su objetivo de masificación entre inversionistas minoritarios, el monto de inversión mínima no puede ser mayor a EUR \$300. Desde el punto de vista tributario, no distribuyen rendimientos, sino que permanentemente están capitalizándolos, de manera que el inversionista sólo debe preocuparse de declarar rentas una vez que venda sus cuotas, lo que hace que la administración fiscal sea muy simple. Adicionalmente y dada su estructura de inversiones, son activos muy líquidos y se exige a las sociedades gestoras que cuando una persona solicite un rescate de sus cuotas, esté disponible en un máximo de 72 horas (a menos que el rescate supere los EUR \$300.506).

En términos de costos, las sociedades gestoras tienen un tope de un 1,05% anual (sobre el patrimonio del fondo) para la suma de comisiones por gestión y custodia, en el caso de los Fondtesoros a corto plazo, y de 1,25% para aquellos cuya duración de cartera sea superior a doce meses. Para los Fondtesoro Plus⁸, este límite es 1,35% del valor de su patrimonio medio diario durante el ejercicio.

Actualmente hay catorce sociedades gestoras que han firmado un convenio con el Tesoro para distribuir este tipo de fondos.

Hungría es otro ejemplo de países que han facilitado plataformas para que los inversionistas minoristas puedan acceder al mercado de deuda pública fácilmente. El proceso se inicia con la apertura de una cuenta que no tiene costos y que se maneja en forma digital o remota (cuenta con un servicio para aplicaciones móviles, una plataforma web y otra telefónica). No obstante, el proceso de apertura y registro debe ser personal previo un proceso remoto de preinscripción. Esto está habilitado para personas naturales residentes y extranjeros residentes. La oferta de instrumentos va desde Bonos tradicionales a 4, 6 o 10 años plazos, bonos de corto plazo que transan a descuento, bonos a tasa variable a 3 o 5 años plazo, etc. También existe el programa de los *Babakötvény* o “bonos bebé”, que son instrumentos a 19 años plazo que sólo se pueden comprar para efectos de las cuentas llamadas “*Treasury Start Securities Account*”. Estos son bonos a tasa variable, que paga una tasa base más la variación en el IPC y un premio. Todos los pagos se vuelven a invertir en la misma cuenta de ahorro, pero sólo pueden abrir una de éstas los niños húngaros con residencia en Hungría o hijos de nacionales viviendo en el extranjero.

Campaña de difusión y promoción de los valores del Tesoro de España.



⁸ Estos son fondos que permiten en su régimen de inversiones tener hasta un 30% del total de su patrimonio en activos distintos a instrumentos del Tesoro de España.