



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

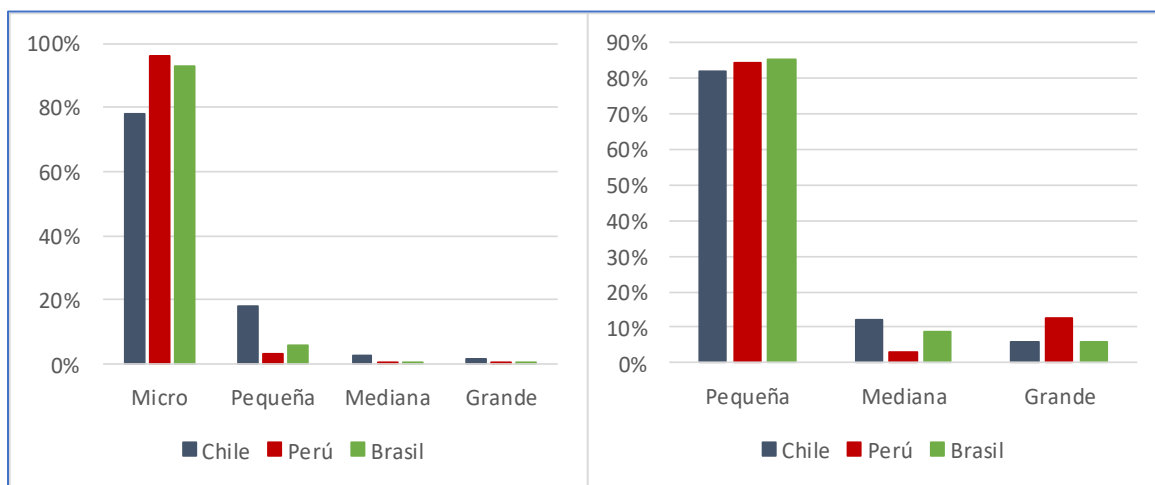


Fuente: Elaboración propia, con base en datos del Fondo Monetario Internacional, 2018

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

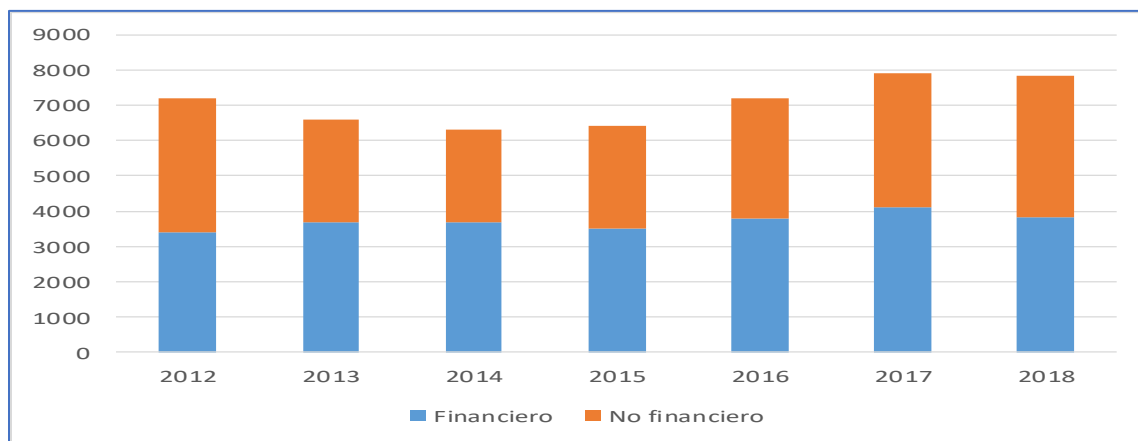
Igual que ocurre en otros mercados emergentes, un porcentaje importante de las emisiones (alrededor del 50%) se ha concentrado en el sector financiero. La mayoría de las emisiones son de alta clasificación crediticia (A+ o superior) y de largo plazo (las emisiones de oferta pública tienen un promedio 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

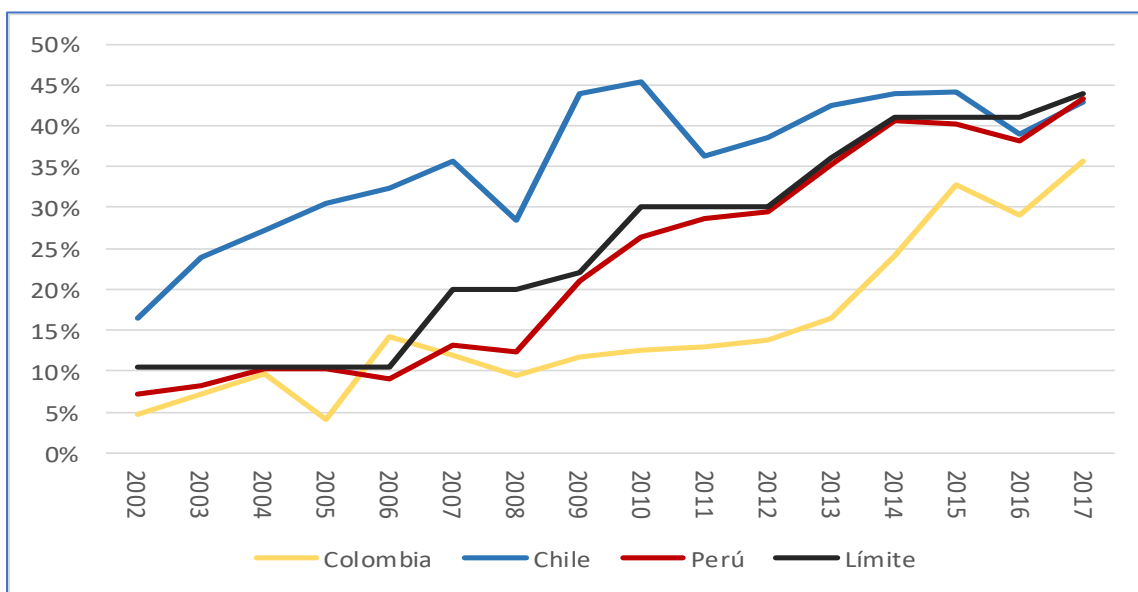
¹⁹ El análisis de los inversionistas no sujetos a la SMV se circunscribe a aquellos aspectos que pueden influir directamente en el desarrollo del mercado de valores.

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

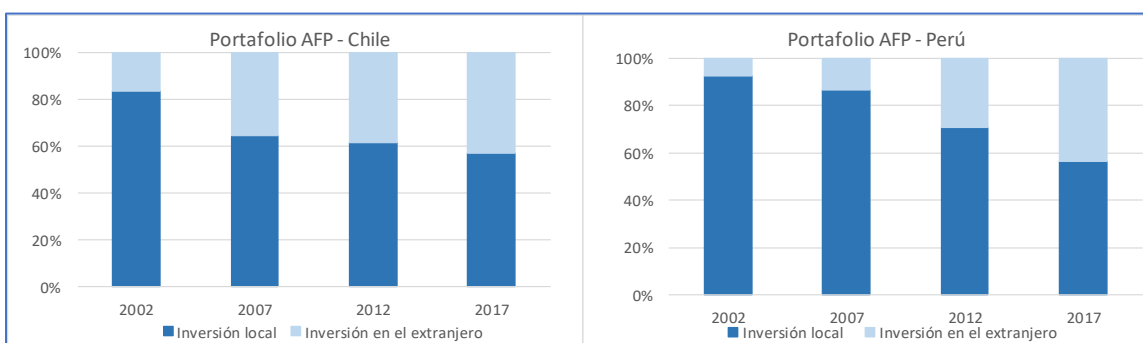
Evolución activos en el extranjero (%) versus límite legal y otras geografías



Fuente: FIAP y SBS

Gráfico N° 5

Evolución activos en el extranjero versus local (%)



Fuente: FIAP y SBS

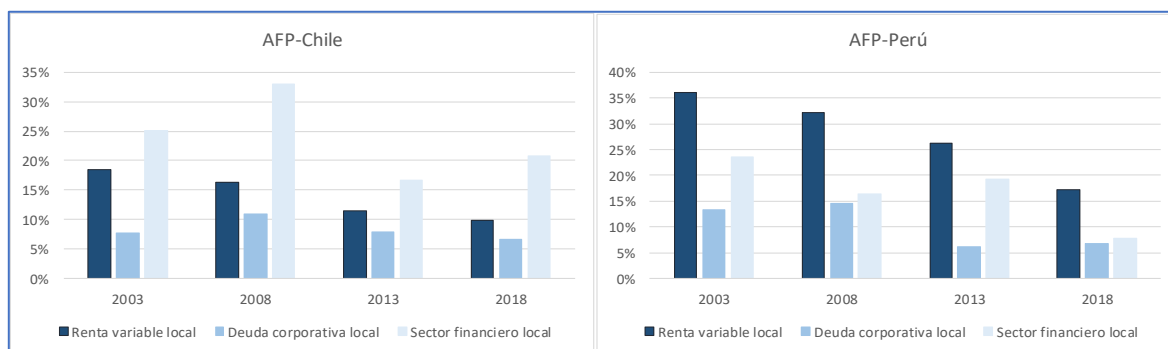
En general existe consenso en que en el momento actual esta composición del portafolio y, en particular, la poca inversión en activos locales diferentes a instrumentos soberanos, no es el resultado de problemas en la regulación de inversión,²¹ sino que más bien obedece principalmente

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

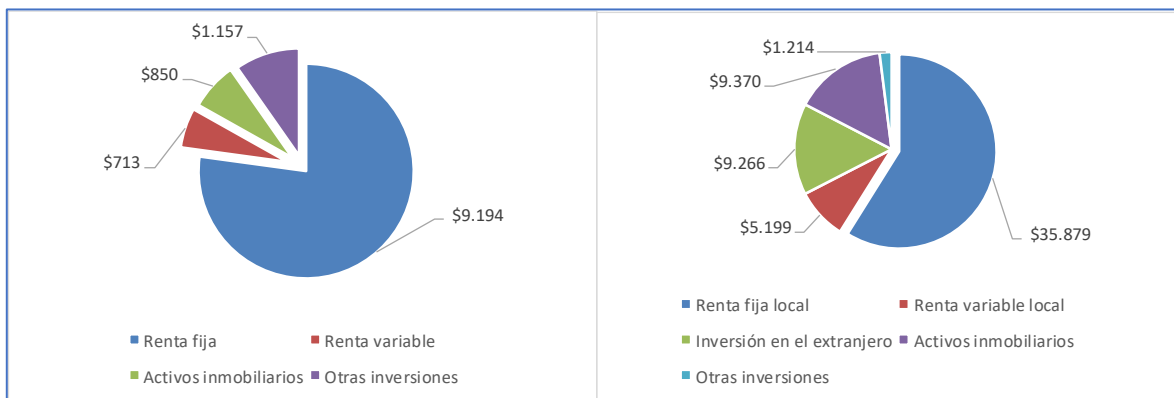
²² En las discusiones se señaló que el efecto “manada” en el portafolio doméstico es más un resultado de la falta de opciones domésticas y de una política de negocio, que de la imposición de una rentabilidad mínima para los fondos.

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

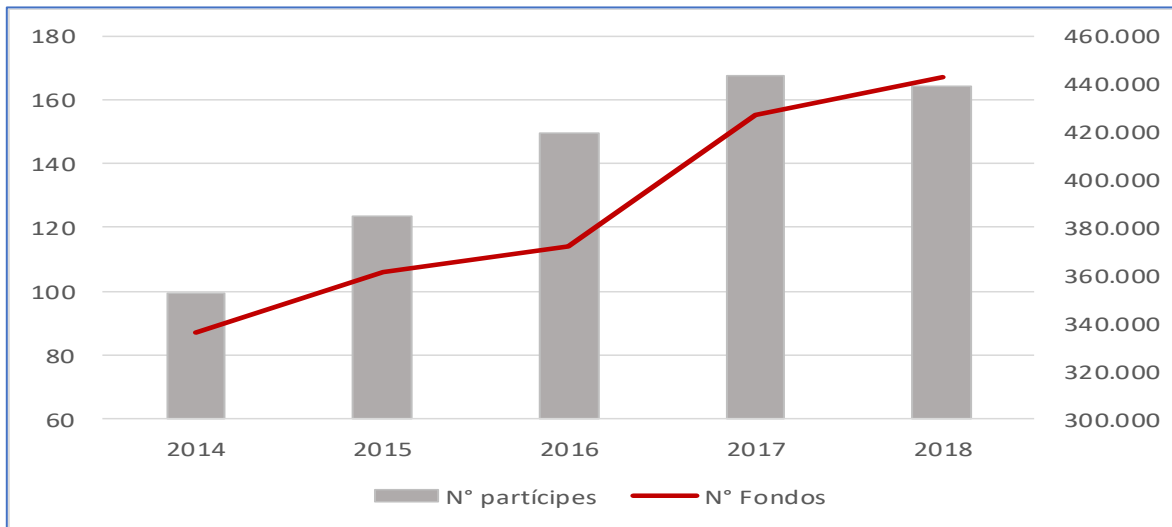
de valores de Perú a los fondos de la seguridad social como ONP y ESSALUD²⁴ y a los inversionistas institucionales de la Alianza del Pacifico.

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

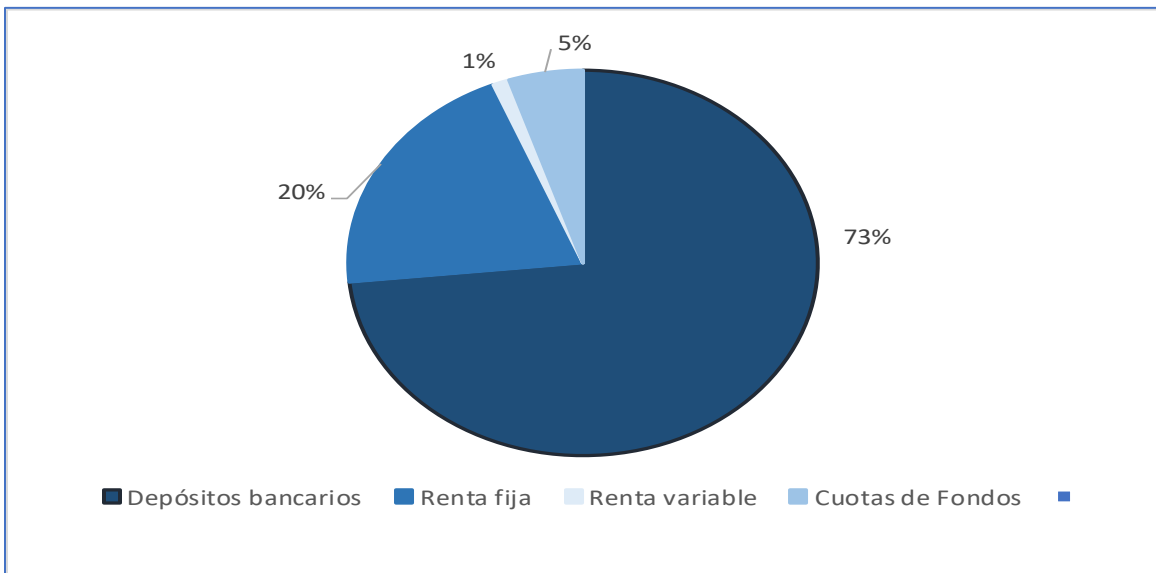
Evolución inversiones de la industria de fondos mutuos (Millones de Soles)

	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.