

### PROPUESTAS PARA LA INCORPORACIÓN DE NUEVOS EMISORES DE INSTRUMENTOS DE DEUDA EN EL MERCADO LOCAL DE CAPITALS<sup>1</sup>

#### I. INTRODUCCIÓN

- El objetivo del presente informe es plantear propuestas de política que permitan una mayor incorporación de nuevos emisores de instrumentos de deuda en el mercado local de capitales. Para ello, primero se realiza una descripción de la evolución reciente de las emisiones de deuda por parte del sector privado en el mercado local e internacional. Luego, se presentan dos grupos de propuestas de política orientadas a dinamizar el mercado de deuda local por el lado de la oferta de valores: disminución de los costos de entrada y de emisión, y mejorar la educación financiera y la difusión del mercado de capitales.

#### II. DESARROLLOS RECIENTES EN EL MERCADO DE DEUDA

##### Emisiones locales

- El Cuadro 1 muestra la evolución reciente de las emisiones de instrumentos de deuda en el mercado local por parte del sector privado. Se observa que en 2012 las emisiones de instrumentos de deuda del sector privado aumentaron en 15% con respecto a 2011. Esto se explica por las mayores emisiones en moneda nacional que pasaron de S/. 2 506 millones en 2011 a S/. 3 853 millones en 2012.

**Cuadro 1**  
**Emisiones de Instrumentos de Deuda por el Sector Privado en el Mercado Local**

Emisiones	2010			2011			2012			Variación % total	
	MN	ME	Total	MN	ME	Total	MN	ME	Total	2011/2010	2012/2011
<b>Emisiones de Largo Plazo</b>	<b>1 079</b>	<b>544</b>	<b>2 617</b>	<b>1 549</b>	<b>532</b>	<b>3 014</b>	<b>3 254</b>	<b>270</b>	<b>3 966</b>	<b>15</b>	<b>32</b>
Bonos Corporativos	1 009	445	2 265	1 445	221	2 054	2 823	246	3 471	-9	69
Bonos Subordinados	15	0	15	40	60	205	351	5	364	1 269	77
Bonos Titulizados	0	35	98	64	200	615	81	0	81	531	-87
Bonos de Arrendamiento Financiero	55	65	239	0	51	139	0	19	51	-42	-64
<b>Emisiones de Corto Plazo</b>	<b>419</b>	<b>63</b>	<b>597</b>	<b>957</b>	<b>38</b>	<b>1 060</b>	<b>599</b>	<b>41</b>	<b>707</b>	<b>78</b>	<b>-33</b>
Instrumentos de Corto Plazo	24	63	202	235	38	338	219	41	328	67	-3
Certificado de Depósito Negociable	395	0	395	722	0	722	380	0	380	83	-47
<b>Total</b>	<b>1 498</b>	<b>607</b>	<b>3 214</b>	<b>2 506</b>	<b>569</b>	<b>4 074</b>	<b>3 853</b>	<b>311</b>	<b>4 673</b>	<b>27</b>	<b>15</b>

1/ Las emisiones en dólares se convirtieron en soles con el tipo de cambio promedio del año respectivo. Se utilizó el tipo de cambio sistema bancario SBS venta.

Fuente: SMV- Reporte Mensual del Mercado de Valores.

Según el plazo de emisión, se observa que en 2012 el ritmo de emisiones de largo plazo de las empresas peruanas se ha incrementado 32% respecto a 2011, debido a las mayores emisiones de bonos corporativos y subordinados. Las mayores emisiones en moneda nacional se explican parcialmente por la mayor preferencia de los inversionistas a invertir en activos en moneda nacional debido a la fortaleza del nuevo sol. La mayor demanda por emisiones en moneda nacional se refleja en el ratio *bid to cover* (monto demandado /

<sup>1</sup> Documento elaborado por Gustavo Reinoso.

monto colocado) que ascendió a 1,99 veces, mientras que en moneda extranjera fue de 1,69 veces para los últimos 3 años.

Cabe mencionar que en 2011, destacó la emisión de bonos titulizados por US\$ 200 millones de parte de Hunt Oil, lo que determinó que las emisiones de bonos titulizados superaran en el 2011 respecto al 2012.

3. En lo que respecta a las emisiones de corto plazo, éstas han disminuido en 33% respecto a 2011 debido a una caída significativa en la emisión de certificados de depósito negociable en moneda nacional. Ello se explica porque en 2012, entidades financieras como Banco Ripley, MiBanco y Crediscotia Financiera reemplazaron financiamiento de corto plazo en el mercado de capitales (certificados de depósito negociable) por financiamiento de largo plazo (bonos corporativos y subordinados).

Asimismo, destaca la mayor cobertura (demanda) de las emisiones en 2012 en comparación a 2011. El ratio *bid to cover* de las emisiones en moneda nacional fue de 2,22 veces en 2012, superior al ratio de 1,71 veces en 2011. Por su parte, para las emisiones en moneda extranjera el ratio *bid to cover* subió de 1,61 veces en 2011 a 2,14 veces en 2012.

#### **Principales emisores en el mercado local**

4. En 2012, destacaron las siguientes emisiones de bonos corporativos en moneda nacional: Banco de Crédito por S/. 400 millones a plazos de 10 años; Scotiabank por S/. 358 millones a 5 y 7 años; COFIDE por un total de S/. 340 millones a plazos de 15, 25 y 30 años; H2OImos por un total de S/. 330 millones a 6 y 20 años; y, Luz del Sur por S/. 301,5 millones a 5, 7, 8 y 10 años.

Adicionalmente, Crediscotia Financiera colocó bonos subordinados por S/. 130 millones a 15 años, certificados de depósitos negociables por un total de S/. 190 millones a 360 días y bonos corporativos por S/. 50 millones a 3 años. Por su parte, Interbank colocó bonos subordinados por S/. 138 millones a 10 años.

5. En cuanto a moneda extranjera, destacaron las emisiones del Banco Continental de bonos corporativos por US\$ 54 millones a 4 años; de Red de Energía del Perú por US\$ 40 millones en bonos corporativos a un plazo de 18,5 años y de instrumentos de corto plazo por US\$ 15 millones a 360 días; de *Duke Energy* por US\$ 40 millones en bonos corporativos a 12 años; de Palmas del Espino por un total de US\$ 25,1 millones en instrumentos de corto plazo a 360 días; y, de Leasing Total por un total de US\$ 19,1 millones en bonos de arrendamiento financiero a 3 años.

#### **Emisiones internacionales**

6. La globalización ha permitido una mayor integración de los mercados financieros y de capitales. Como se observa en el Cuadro 2, las empresas latinoamericanas han venido incrementando consistentemente sus emisiones y saldo de instrumentos de deuda emitidos en los mercados internacionales, aprovechando la mayor demanda de los inversionistas extranjeros por activos emergentes observada en los últimos años.



### Cuadro 2

#### Saldo de Instrumentos de Deuda Emitidos en los Mercados Internacionales

(En miles de millones de dólares)

País	Total Saldo de Emisiones ( 1 ) + ( 2 )				Entidades Financieras ( 1 )				Empresas Corporativas no Financieras <sup>1/</sup> ( 2 )			
	Dic 10	Dic 11	Jun 12	Set 12	Dic 10	Dic 11	Jun 12	Set 12	Dic 10	Dic 11	Jun 12	Set 12
Argentina	6,0	6,8	6,3	6,1	2,8	3,1	2,7	2,7	3,2	3,7	3,6	3,4
Brasil	123,3	155,7	189,3	198,5	95,9	121,7	151,4	158,2	27,4	34,0	37,9	40,3
Chile	12,9	15,9	17,2	19,4	1,5	1,5	2,0	2,7	11,4	14,4	15,2	16,7
Colombia	6,2	9,5	11,0	15,0	2,3	4,7	4,6	8,6	3,9	4,8	6,4	6,4
México	57,4	72,9	80,3	88,4	19,3	18,6	18,2	18,3	38,1	54,3	62,1	70,1
Perú	5,2	7,3	11,3	13,0	4,6	6,4	8,8	10,0	0,6	0,9	2,5	3,0
Venezuela	17,6	23,0	23,0	22,8	1,4	1,4	1,4	1,2	16,2	21,6	21,6	21,6

1/ Incluye empresas estatales como PDVSA.

Fuente: Banco Internacional de Pagos (BIS).

7. En el caso de Perú, el acceso al financiamiento en los mercados de capitales del exterior se ha visto facilitado por la obtención del grado de inversión y por el reciente desempeño macroeconómico favorable (en particular, el crecimiento sostenido de la economía peruana por más de 10 años). Las emisiones internacionales de empresas peruanas (entidades financieras + empresas corporativas) han registrado un importante incremento en 2012, alcanzando un saldo de US\$ 13 mil millones a setiembre de 2012, las cuales son empresas corporativas peruanas de mayor tamaño.

Estas empresas corporativas peruanas realizan emisiones en el exterior<sup>2</sup> debido a que pueden acceder a financiamiento por montos muy superiores a los que obtendrían de una emisión similar en el mercado local. Como se observa en el Cuadro 3, el tamaño promedio de las emisiones de instrumentos de deuda en el exterior entre 2010 y 2012 es de US\$ 417 millones. En comparación, el tamaño promedio de las emisiones de bonos corporativos, subordinados y titulizados en el mercado local fue de S/. 79 millones en el 2012.

La mayor cantidad y diversidad de inversionistas que adquieren los instrumentos emitidos es otra de las ventajas para preferir financiarse en el exterior. Así, mientras que en una emisión internacional la colocación es adquirida por cientos de inversionistas globales de distintas características, en una emisión local la demanda está concentrada en 4 Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP) y 5 sociedades administradoras de fondos mutuos. Debido a esto, los ofertantes de fondos prestables en el mercado de capitales local tienen un mayor poder de negociación con lo que podrían imponer sus condiciones sobre las características de la emisión (monto, tasa, plazo, entre otros).

Además, dados los límites existentes por emisor para las AFP, éstas se verían imposibilitadas de adquirir importantes cantidades adicionales de instrumentos de deuda de ciertas empresas como *Credicorp* o *Volcan*.

<sup>2</sup> Las que pueden incluir o no un tramo local.



**Cuadro 3**  
**Emisiones de Instrumentos de Deuda en el Exterior**  
 (2010 - 2012)

Emisor	Tipo	Fecha	Monto Emitido (US\$ millones)	Plazo	Tasa	Calificación
Southern Copper	Bonos Corporativos	13-abr-10	400	10 años	5,44%	BBB-
Southern Copper	Bonos Corporativos	13-abr-10	1 100	30 años	6,81%	BBB-
<i>Continental DPR Finance Company 1/</i>	Titulización de Remesas	16-abr-10	200	60 años	8,50%	BB
Interbank	Senior Notes	30-sep-10	400	10 años	5,75%	BBB-
Banco de Crédito	Senior Unsecured Obligations	11-mar-11	700	5 años	4,75%	BBB
Banco de Crédito	Fixed-to-Floating Rate Subordinated Notes	08-sep-11	350	15 años	6,875% fija hasta 2021, Libor 3M+7,708%	BBB-
<i>Interproperties Trust 2/</i>	Senior Secured Notes	10-nov-11	185	12 años	8,75%	BB-
<i>Intercorp Retail Trust</i>	Senior Notes	14-nov-11	300	7 años	8,88%	BB-
Corporación Lindley	Senior Notes	23-nov-11	320	10 años	6,75%	BBB-
Banco Continental	Senior Notes	10-ene-12	500	5 años	5,75%	BBB+
Volcan	Senior Notes	02-feb-12	600	10 años	5,48%	BBB-
Camposol	Senior Notes	02-feb-12	125	15 años	9,88%	B-
COFIDE	Senior Notes	08-feb-12	400	10 años	4,95%	BBB
Terminales Peruanos Euroandinos	Senior Secured Notes	11-abr-12	110	25 años	8,13%	BB-
Banco de Crédito	Fixed-to-Floating Rate Subordinated Notes	24-abr-12	350	15 años	6,125% hasta 23/04/2022, Libor 3M+7,043%	BBB-
Ajecorp	Senior Unsecured Notes	14-may-12	300	10 años	6,50%	BB+
Coazucar	Senior Unsecured Notes	21-jul-12	325	10 años	6,38%	BB-
Banco Continental	Senior Notes	22-ago-12	500	10 años	5,00%	BBB
Southern Copper Corporation	Senior Notes	27-ago-12	400	10 años	5,38%	BBB
Southern Copper Corporation	Senior Notes	27-ago-12	1 100	30 años	6,75%	BBB
Interbank	Senior Notes	20-sep-12	250	10 años	4,80%	BBB-
Maestro Home Center	Senior Notes	21-sep-12	200	7 años	6,75%	BB-
Southern Copper Corp.	Senior Notes	08-nov-12	300	10 años	3,50%	BBB
Southern Copper Corp.	Senior Notes	08-nov-12	1 200	30 años	5,25%	BBB
Ajecorp	Senior Notes	14-nov-12	150	9 años	6,50%	BB+
COFIDE	Senior Unsecured Notes	27-nov-12	100	10 años	3,32%	BBB
Scotiabank Perú S.A.	Fixed-to-Floating Rate Subordinated Notes	03-dic-12	400	15 años	4,5% hasta 13/12/2022, Libor 3M+3,856%	BBB+

1/ Sociedad de Propósito Especial del BBVA Continental que tiene como único objetivo el participar como originador en la titulización de las remesas que el BBVA Continental recibe de sus clientes.

2/ Vehículo de inversión inmobiliaria del Grupo Interbank.

Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores y *Bloomberg*.

8. Cabe señalar, que estas emisiones internacionales se rigen en su mayoría por la normativa de la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos bajo la regla 144A3. Ello facilita que los inversionistas no residentes adquieran instrumentos de deuda de empresas peruanas ya que la regulación, custodia y compra / venta de estos valores a través de un bróker (por ejemplo, un banco de inversión) es similar a la que utilizarían que para el caso de una emisión de una empresa estadounidense.

Si la emisión fuera solo local, los inversionistas no residentes tendrían que estar convencidos de la idoneidad de la regulación y supervisión del mercado de capitales peruano (incluyendo custodia de sus valores, confianza en el profesionalismo de las calificadoras de riesgo, de las empresas auditoras, entre otros aspectos) para poder participar. Además, surgirían mayores costos transaccionales y operativos derivados de las transferencias a una cuenta bancaria local, de saber con qué intermediario (SAB local) contactarse para poder efectuar la compra, entre otros. De este modo, se puede decir que la empresa peruana emisora no sólo tendría que venderse a sí misma sino a todo el mercado de capitales peruano en su conjunto, lo cual es muy costoso para una empresa individual.

9. En términos de medidas para el desarrollo del mercado de capitales peruano, el análisis previo sugiere que el enfoque de los reguladores debe centrarse en fomentar la participación y facilitar las emisiones de valores de las empresas corporativas que no acceden a financiamiento del exterior y de las grandes empresas<sup>4</sup>.

### III. MEDIDAS PARA INCREMENTAR LA OFERTA DE VALORES

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

11. Entre los factores asociados a los costos de entrada resaltan los siguientes:

- Los costos de emisión, en su mayoría, se establecen dentro de rangos fijos (independientes del monto de la emisión). Los costos de estructuración, colocación, asesoría legal, auditoría y representante del obligacionista fluctúan entre US\$ 100 mil y US\$ 250 mil. Esta estructura de costos, que refleja además las restricciones de la normativa del mercado de valores, hace financieramente inviable que las empresas diseñen programas de emisión por montos menores a los US\$ 5-10 millones (ver Anexo 1).
- La demanda de montos mínimos de emisión y de calidad mínima de instrumentos<sup>5</sup>. Los principales inversionistas institucionales demandan instrumentos de deuda de la mayor calidad crediticia (calificaciones de riesgo locales AA- o superiores), mientras que la mayoría de empresas que potencialmente podrían acceder al mercado de capitales se harían acreedoras a calificaciones de riesgo crediticio inferiores. Ello debido a que los potenciales emisores tienen reducidos volúmenes de operaciones, escaso

---

<sup>3</sup> Con esta norma, las empresas pueden hacer emisiones privadas a bancos de inversión y revender los títulos a inversores que sean sofisticados “*qualified investment buyers*”.

<sup>4</sup> Ventas anuales entre S/. 20 millones y S/. 200 millones.

<sup>5</sup> La SMV menciona de montos superiores a los US\$ 5 millones.

posicionamiento en el mercado, bajos niveles de gobierno corporativo y falta de ordenamiento financiero.

Entre las principales medidas para reducir los costos de entrada figuran:

- Mercado Alternativo de Valores.
  - Simplificación de los procesos de emisión de valores mobiliarios.
  - Flexibilización del sistema e-prospectus.
  - Reducción de los requerimientos de clasificadoras de riesgo para la emisión de instrumentos de corto plazo.
  - Modificación del Reglamento de Oferta Pública Primaria a los Inversionistas Acreditados (ROPPIA).
  - Implementación del régimen híbrido dirigido a especialistas.
  - Implementación de la central de balances de las empresas no financieras.
  - Incentivar las Emisiones de Deuda con Riesgo Inferior a AA-.
  - Inafectación del IGV a los intereses de los bonos emitidos por el sector privado.
12. Asimismo, la falta de información sobre el funcionamiento del mercado de capitales impide que muchas empresas puedan aprovechar oportunidades de financiamiento alternativas a las ofrecidas por el sistema bancario. En particular, hace que el aparente costo de revelar al mercado información financiera y hechos de importancia sobre la empresa no se evalúe en conjunto con los potenciales beneficios que esto proporcionaría a la empresa. En particular, esto estaría sucediendo con empresas familiares de primera o segunda generación.

A partir de este diagnóstico, se plantean las siguientes medidas adicionales:

- Promoción y difusión del mercado alternativo de valores.
- Educación y capacitación de potenciales emisores.

#### **A.1. Medidas para aminorar los costos de entrada y de emisión**

##### **Mercado Alternativo de Valores**

13. El elevado monto de los costos fijos puede desincentivar la emisión de valores mobiliarios por montos menores a los US\$ 5-10 millones. Frente a ello, la SMV ha creado el Mercado Alternativo de Valores (MAV)<sup>6</sup> donde se flexibilizan los requerimientos y se reducen los costos de emisión con el fin de incentivar las ofertas públicas primarias y secundarias de valores emitidos por empresas que cumplan con determinadas condiciones. El Cuadro 4 permite comparar el régimen general de ofertas públicas primarias y el mercado alternativo de valores.

---

<sup>6</sup> Resolución SMV N° 025-2012, publicada en el diario oficial El Peruano el 29 de junio de 2012.

**Cuadro 4**  
**Comparativo entre Régimen General de Ofertas Públicas Primarias y el Mercado Alternativo de Valores**

	<b>Régimen General</b>	<b>Mercado Alternativo</b>
<b>Ámbito / aplicación</b>	Cualquier empresa domiciliada o no domiciliada que cumpla los requisitos correspondientes al Régimen General.	Disponible para empresas domiciliadas, con 3 años de operación y con ventas anuales promedio no mayores a los S/. 200 millones. No disponible para las entidades financieras.
<b>Valores que se pueden emitir</b>	Todos: bonos corporativos, papeles comerciales, bonos titulizados, etc.	Inicialmente normado solo para instrumentos de corto plazo.
<b>Representante de Obligacionistas</b>	Se debe contar con un representante de obligacionistas (excepto cuando la emisión se dirige exclusivamente a Inversionistas Institucionales).	No será necesario contar con un representante de obligacionistas en el momento de efectuar la emisión de las obligaciones, siempre que el emisor asuma el compromiso de convocar a la asamblea de obligacionistas.
<b>Clasificadoras de riesgo</b>	Se requieren dos clasificadoras de riesgo (excepto cuando la emisión se dirige exclusivamente a Inversionistas Acreditados donde se pide una clasificadora de riesgo).	Se solicitará solo una clasificación de riesgo.
<b>Presentación de Información Financiera</b>	Se debe presentar información financiera <b>individual y consolidada</b> auditada anual.  Se debe presentar estados financieros intermedios individuales y consolidados <b>trimestralmente</b> .	Se debe presentar información financiera <b>individual</b> auditada anual.  Se debe presentar estados financieros intermedios individuales <b>semestralmente</b> al 30 de junio.
<b>Escritura pública de los contratos y actos de emisión</b>	Es necesario elevar a escritura pública los contratos o actos de emisión.	No será necesario elevar a escritura pública los contratos o actos de emisión, dentro o fuera del marco de un programa de emisión de valores de corto plazo.
<b>Informe de Buen Gobierno Corporativo</b>	Presentar un informe anual sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo (PBGC).	No es exigible la presentación de la información sobre el cumplimiento de los PBGC.

El MAV busca que un mayor número de empresas obtenga financiamiento directo en el mercado de capitales local, a través de papeles comerciales (realización de una oferta pública primaria de instrumentos de corto plazo). Asimismo, busca facilitar la negociación secundaria en mecanismos centralizados de negociación de las acciones de capital social e instrumentos de corto plazo de las empresas que participan en el MAV<sup>7</sup>.

Respecto al régimen tarifario y de contribuciones, se ha establecido un esquema tarifario con fines promocionales aplicable a la inscripción y la negociación de los valores en el marco del MAV. Las tarifas y contribuciones que se deberán pagar a la SMV, BVL y Cavali son equivalentes al 50% de las del régimen general. Es más, por colocación primaria la BVL cobrará S/. 0, tanto para renta variable como para valores representativos de deuda.

14. La creación del MAV es positiva para el desarrollo del mercado de capitales local, dado que busca la incorporación de nuevas empresas. Una de las características del mercado de capitales peruano es que las emisiones de instrumentos de deuda están limitadas a las empresas corporativas de mayor tamaño, con calificaciones de riesgo AAA o AA. Si bien todavía existe un número importante de empresas corporativas que no participan en el mercado de capitales<sup>8</sup>, es beneficioso que se establezca un segmento de mercado para facilitar las emisiones de las empresas grandes.

La simplificación del proceso de emisión, los menores costos exigidos<sup>9</sup> y los menores requisitos de información financiera deberían motivar a las empresas a ingresar al mercado de capitales.

El MAV inicialmente se centrará en las emisiones de instrumentos de corto plazo, dado que al ser un mercado en formación se quiere acotar el riesgo a los inversionistas. Una vez que el MAV sea utilizado por nuevas empresas emisoras, que posea un tiempo de operación exitoso y que su funcionamiento haya sido evaluado por la SMV, se podría extender a la emisión de bonos y acciones.

### **Simplificación de los procesos de emisión de valores mobiliarios**

15. La complejidad y multiplicidad de procesos que deben llevar a cabo las empresas para efectuar una emisión (señalados en el Anexo 1) limita la oferta de valores mobiliarios, impidiendo de esta forma un mayor desarrollo del mercado de capitales local. Para las empresas resulta costoso y difícil de entender los procedimientos exigidos para la emisión de instrumentos de deuda. Uno de los costos asociados es la cantidad de horas-hombre que le deben dedicar para cumplir los procesos administrativos requeridos para la emisión (costo de los asesores legales y/o costo del tiempo que dedica el personal y la gerencia de la empresa). Por ello, es necesario que las entidades responsables creen un procedimiento único, el cual sea simple y de fácil comprensión.

---

<sup>7</sup> Para esto último, se unifican los procedimientos para la inscripción y listado de valores en un mecanismo centralizado de negociación (BVL). Se ha diseñado un procedimiento que se inicia y concluye en la SMV mediante una ventanilla única para la tramitación de la inscripción y la exclusión de valores, las que son evaluadas en paralelo por la SMV y la BVL.

<sup>8</sup> 178 empresas de las 300 más grandes del país, y con ventas superiores a los US\$ 100 millones, no participan aún del mercado de capitales. Ver anexo 2: Evaluación de Potenciales Nuevos Emisores en el Mercado de Capitales.

<sup>9</sup> Ahorro del representante de obligacionistas y contratación de una sola clasificadora de riesgo, en lugar de dos.



#### **Flexibilización del sistema *e-prospectus***

16. El sistema *e-prospectus* ha sido un importante avance para agilizar los procesos de emisión y reducir los costos horas-hombre asociados<sup>10</sup>. Además, ha sido ampliamente utilizado por los emisores actuales de instrumentos de corto plazo. De igual modo, cabe destacar la extensión del sistema *e-prospectus* a las emisiones de bonos corporativos<sup>11</sup> manteniendo los requisitos exigidos a los emisores: contar con un valor inscrito en el RPMV en los últimos 12 meses y estar al día en las obligaciones de remisión de información<sup>12</sup>.

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

#### **Modificación del Reglamento de Oferta Pública Primaria a los Inversionistas Acreditados<sup>13</sup>**

17. El Reglamento de Oferta Pública Primaria a los Inversionistas Acreditados (ROPPIA)<sup>14</sup> otorga como ventaja para el emisor que la inscripción, registro y aprobación de los valores a emitir y del prospecto informativo sea automática luego de la presentación completa de la documentación e información correspondiente. La inscripción, registro o aprobación, realizados automáticamente, están sujetos a una supervisión posterior por parte de la SMV.

Además, se requiere la contratación de sólo una clasificadora de riesgo (en lugar de dos) para que efectúe la clasificación permanente de esos valores. Asimismo, la oferta pública primaria (OPP) de bonos, en tanto se dirija exclusivamente a inversionistas institucionales, no requerirá de un representante de los obligacionistas<sup>15</sup>.

18. No obstante contar con las características mencionadas, el ROPPIA aún presenta algunos problemas. En la práctica no existen ahorros en términos de menores tiempos y procesos para el emisor. Si bien la inscripción, registro y aprobación de los valores a emitir y del prospecto informativo es automática, el emisor aún busca la aprobación de la SMV de manera indirecta y previa a la presentación formal de la emisión.

Esto obedece a la desconfianza mutua existente entre el emisor y el regulador, pues el emisor no está seguro si finalmente la SMV aprobará, en su posterior supervisión, toda la

---

<sup>10</sup> La utilización de formatos electrónicos de prospectos informativos y contratos de emisión para inscribir los programas de emisión en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) permite agilizar las emisiones y minimizar los requerimientos de asesores externos para la obtención de financiamiento con lo que se reducen los costos de estructuración.

<sup>11</sup> Resolución CONASEV N° 060-2011 publicada en el diario oficial El Peruano el 27 de julio de 2011.

<sup>12</sup> A diferencia de los instrumentos de corto plazo, la inscripción de los bonos corporativos no es inmediata, si no que toma como máximo 7 días; ya que después de ese plazo, si la SMV no ha emitido observaciones, se asumirá que la emisión ha sido aprobada (silencio administrativo positivo).

<sup>13</sup> La normativa considera como Inversionistas Acreditados a: i) los inversionistas institucionales; ii) las personas naturales o jurídicas que acrediten cumplir, simultáneamente, requisitos patrimoniales y de calificación; y, iii) los fondos o patrimonios autónomos que tengan como objeto la inversión en valores mobiliarios y que sean administrados por alguna de las personas jurídicas mencionadas en los incisos anteriores.

<sup>14</sup> La SMV (antes CONASEV), a través de la Resolución CONASEV N° 041-2006, creó un régimen de oferta pública dirigido exclusivamente a Inversionistas Acreditados con miras a dinamizar el mercado de valores. Posteriormente, con el fin de acotar también dentro de este esquema las ofertas públicas exclusivamente a los Inversionistas Institucionales e incorporar otras adecuaciones normativas se dio la Resolución CONASEV N° 079-2008, derogándose la resolución anterior.

<sup>15</sup> En tales casos, el emisor se encuentra obligado a convocar a asamblea de obligacionistas cuando lo soliciten obligacionistas que representen cuando menos el 20% de las obligaciones en circulación del programa o emisión respectiva. La SMV está evaluando cambiar este porcentaje a 5%.

documentación e información presentada<sup>16</sup>. Es decir, existe el riesgo de que la SMV observe posteriormente la colocación, perjudicando así al emisor y la reputación de los estructuradores y abogados consultores.

El artículo 10° del ROPPIA referido a la supervisión posterior señala en su inciso e) que: “la formulación de observaciones solo acarreará la suspensión de la colocación de nuevos valores hasta la subsanación de las observaciones. La SMV se pronunciará sobre la subsanación en un plazo no mayor de 5 días, luego de recibida la documentación correspondiente.

Además, en comparación a una oferta de valores tradicional dirigida a todo el mercado<sup>17</sup>, el emisor debe seguir presentando la misma cantidad de información para efectuar una OPP dirigida exclusivamente a inversionistas acreditados o institucionales.

19. Cualquier reforma y flexibilización de requisitos a la emisión de valores debe considerar la desconfianza mutua existente entre el regulador y los emisores. Es necesario que el regulador abandone su visión paternalista del mercado y permita que tanto los emisores, intermediarios financieros (estructuradores y colocadores) y los inversionistas institucionales puedan operar eficientemente en el mercado. Esta mayor flexibilidad del regulador debe ir acompañada de un mayor profesionalismo y rendición de cuentas de los inversionistas institucionales, intermediarios financieros, emisores y del resto de participantes claves del mercado.
20. A partir del análisis previo, se desprende que tanto la supervisión posterior de la SMV como que se pida a los emisores la misma cantidad de información que para una oferta de valores dirigida a todo el mercado, estarían impidiendo que el ROPPIA dinamice efectivamente la emisión de instrumentos de deuda. Ante esto, se proponen las siguientes modificaciones:
  - a) Eliminar la posibilidad que cualquier observación de la emisión durante la supervisión posterior que realice la SMV conduzca a una suspensión de las colocaciones de nuevos valores.

La suspensión de las nuevas colocaciones genera un costo excesivo al emisor, estructuradores e inversionistas tanto reputacional como financiero ya que impide que la empresa acceda al financiamiento que ya había programado en el mercado de capitales con sus emisiones futuras<sup>18</sup>. En lugar de ello el castigo al emisor y a los estructuradores debe ser diferente, como por ejemplo una multa económica, tal como ocurre cuando las empresas obligadas a remitir información financiera y hechos de importancia no cumplen con tal obligación.

Además, se propone que la supervisión posterior de la SMV sea después de la colocación de los instrumentos de deuda. Con ello, se elimina el temor actual de los emisores y estructuradores sobre el poder discrecional del regulador y, así, se evita definitivamente que busquen una aprobación previa e informal de la emisión, lo que desnaturaliza al ROPPIA.

---

<sup>16</sup> Comentarios de Claudia Cooper en su presentación Hoja de Ruta para el Desarrollo del Mercado de Capitales de febrero de 2012 realizada en el Banco Central de Reserva.

<sup>17</sup> Ver en el Anexo 3 los requerimientos de información que deben presentar los emisores.

<sup>18</sup> Cabe considerar que en la mayoría de las veces, las emisiones individuales de las empresas forman parte de un programa de emisiones de instrumentos de deuda con colocaciones espaciadas a lo largo de la duración del programa. Así, pueden programar el acceso al financiamiento conforme necesiten los fondos disponibles para sus proyectos de inversión.

- b) Simplificar el prospecto informativo de la emisión bajo el ROPPIA de la siguiente manera:

Sección I. Carta de presentación (se refiere a la primera hoja del documento), declaración de responsabilidad e índice de contenido

Sección II. Resumen ejecutivo-financiero

Sección III. Factores de riesgo

Sección IV. Descripción de la oferta

Sección V. Descripción de los valores ofrecidos

Sección VI. Estados financieros

Para reducir los costos de preparación de la colocación para la empresa emisora, se busca que el prospecto informativo se centre en la descripción de los valores a emitir y en los mecanismos de la emisión. De este modo, el emisor ya no tiene que describir a su propia empresa, las características de la industria en la que opera, ni el entorno nacional / macroeconómico. Dicha información, además está disponible para los inversionistas acreditados en las Memorias Anuales y en el informe de la clasificadora de riesgo que el emisor debe presentar<sup>19</sup>.

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

### **Implementación de un “régimen híbrido” para especialistas**

22. El Banco Mundial, a través del *International Finance Corporation* (IFC), ha propuesto flexibilizar las condiciones y requerimientos de las OPP dirigidas a inversionistas acreditados. Esta propuesta se conoce como un esquema híbrido al combinar elementos de una oferta privada y de una oferta pública<sup>20</sup>.

El régimen híbrido está orientado a inversionistas sofisticados que requieren de menores niveles de protección por parte del regulador (como los inversionistas institucionales). La principal característica de un régimen híbrido es que reduce los requerimientos de información que debe presentar el emisor: (i) se exonera el envío de un prospecto informativo completo; en su lugar, se debe enviar un prospecto corto o información básica;

---

<sup>19</sup> Cabe mencionar que los prospectos informativos de las emisiones de instrumentos de corto plazo (papeles comerciales) ya presentan un formato reducido donde solo describen la emisión y las características de los valores a emitir.

<sup>20</sup> “Lessons from Country Experiences in Primary Market Regulations of Corporate Bonds”, Clemente del Valle y Tamuna Loladze, presentación del Banco Mundial de enero de 2012.

y (ii) se reducen los requerimientos de información que el emisor debe brindar periódicamente al mercado posterior a la emisión de la oferta de valores.

Típicamente, la emisión a través de un régimen híbrido no requiere de aprobación del regulador. En caso fuera necesario, la aprobación es automática o solo toma pocos días.

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

### **Implementación de la central de balances de las empresas no financieras**

24. Una central de balances de empresas no financieras es una base de información económico-financiera (básicamente, estados financieros) que permite mejorar el conocimiento de las empresas potencialmente involucradas en el mercado de capitales. En la medida que esta información sea accesible a los distintos partícipes del mercado financiero y de capitales, puede contribuir a aminorar las asimetrías de información y, con ello, servir como vehículo para ampliar el acceso a fuentes de financiamiento y reducir su costo financiero.

Por ello, para incentivar el ingreso de nuevas empresas al mercado de capitales, se dispuso que las sociedades o entidades cuyos ingresos anuales por venta de bienes y/o prestación de servicios o activos totales sean iguales o superen las 3 mil Unidades Impositivas Tributarias (UIT), equivalentes a S/. 10,95 millones, remitan sus estados financieros auditados a la SMV<sup>21</sup>. Dichos estados financieros deberán prepararse conforme a las normas internacionales de información financiera (IFRS, por sus siglas en inglés) y serán de acceso al público.

25. La SMV ya dispuso las normas sobre la presentación de estos estados financieros auditados<sup>22</sup>, indicando que su implementación será gradual: las empresas con ventas superiores a 30 mil UIT, deberán presentar su información financiera auditada a partir del ejercicio que culmina el año 2012, mientras que las empresas con ventas entre 3 mil y 30 mil UIT, a partir del ejercicio 2013. Por su parte, respecto del acceso a la información por parte del público interesado, se estableció que se debe presentar una solicitud dirigida a la SMV, con identificación del solicitante y previo pago por concepto de obtención de la información solicitada.

Esta disposición es positiva pues permite que las empresas involucradas se hagan más conocidas en el mercado de capitales, facilitándose así la búsqueda de financiamiento de acuerdo a sus necesidades y proyectos (la mayor visibilidad permitiría que los intermediarios financieros puedan plantearles estructuraciones de deuda). Sin embargo, existe un proyecto de ley en el Congreso que establece que los estados financieros no sean de acceso al público, a efecto de proteger la reserva de información<sup>23</sup>.

---

<sup>21</sup> Ley N° 29720 denominada "Ley que promueve las emisiones de valores mobiliarios y fortalece el mercado de capitales" publicada el 25 de junio de 2011 en el diario oficial El Peruano.

<sup>22</sup> Resolución SMV N° 011-2012 publicada en el diario oficial El Peruano el 2 de mayo de 2012.

<sup>23</sup> Dictamen de la Comisión de Economía, Banca, Finanzas e Inteligencia Financiera del Congreso del 9 de noviembre de 2011, faltando aún la votación en el Pleno del Congreso.

#### **Reducción de los requerimientos de clasificadoras de riesgo para la emisión de instrumentos de corto plazo**

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

Dado que la emisión de instrumentos de corto plazo (papeles comerciales y certificados de depósitos negociables) son los valores mobiliarios más simples y constituyen la puerta de ingreso al mercado de capitales para los nuevos emisores, se plantea reducir de 2 a 1 el número de clasificadoras de riesgo.

#### **Inafectación del IGV a los intereses de los bonos emitidos por el sector privado**

27. Actualmente, el crédito a través del sistema financiero (bancos y otras empresas del sistema) tiene una ventaja respecto al financiamiento a través del mercado de capitales: en el crédito bancario, los intereses al crédito se encuentren inafectos permanentemente al pago del IGV; mientras que, en el mercado de capitales, el pago de los intereses (cupones) de los bonos está exonerado temporalmente hasta el 31 de diciembre de 2015<sup>24</sup> del pago de dicho impuesto.

Esta situación genera incertidumbre en los emisores de títulos de deuda en el mercado de valores sobre la continuidad del beneficio tributario, el cual podría ser eliminado y con ello se incrementaría el costo de financiamiento vía el mercado de capitales. Por lo tanto, en lugar de extender una exoneración temporal, se debe establecer la inafectación del IGV a los intereses generados por valores mobiliarios para dotar de la seguridad jurídica necesaria a los inversionistas y emisores.

#### **Incentivar las Emisiones de Deuda con Riesgo Inferior a AA-**

28. Las emisiones de instrumentos de deuda en el mercado de capitales local están concentradas en instrumentos de la mayor calidad crediticia (con una clasificación igual o superior a AA-). Ello impide el acceso al mercado de capitales a la mayoría de empresas, incluso si deciden incluir mejoradores en la estructuración de la emisión pues ello elevaría sus costos.

Para efectos de incentivar a las AFP a que adquieran instrumentos con riesgo inferior a AA-, se considera conveniente que la SBS revise la actual regulación del encaje de las AFP. Para ello, se propone:

- Evaluar la reducción de las actuales tasas de encaje de las AFP, para dar mayor flexibilidad a dichas instituciones en sus decisiones de inversión<sup>25</sup>; o,

---

<sup>24</sup> Ley N° 29966 publicada en el Diario Oficial El Peruano el 18 de diciembre de 2012.

<sup>25</sup> El encaje exigido a las AFP está en función directa del nivel de riesgo de los instrumentos de la cartera.

- Evaluar la introducción de una nueva metodología para hallar el encaje en función al riesgo de la cartera administrada<sup>26</sup>.

### A.2. Educación financiera y difusión del mercado de capitales

#### Promoción y difusión del MAV

29. La creación del MAV debe ser complementada con una mayor difusión, por parte de la SMV y la BVL, de las ventajas de ingresar al mercado de capitales a los gerentes financieros de las empresas grandes y medianas.<sup>27</sup> La emisión de valores permitirá a estas empresas reducir su costo de capital, acceder a financiamiento de largo plazo, diversificar sus fuentes de fondeo, conseguir estructuras de financiamiento acorde con los plazos de maduración y el flujo de caja previsto de sus proyectos, e incrementar su poder de negociación frente a otros proveedores de financiamiento, en particular el sistema bancario.

#### Educación y capacitación de potenciales emisores

30. Los accionistas propietarios y controladores de las empresas deben superar la reticencia a revelar información financiera y hechos de importancia del negocio al mercado. En muchos casos, la negativa de hacer pública su información financiera es la principal razón por la cual las empresas no realizan una OPP en el mercado de capitales y prefieren los créditos bancarios, a pesar del menor costo financiero que obtendrían en el mercado de capitales.

Para ello es necesario convencer a las empresas de que mejoren su estructura organizativa e implementen prácticas de buen gobierno corporativo<sup>28</sup>. Es importante que las empresas trasciendan su carácter familiar y/o estructuras cerradas hacia un accionariado más difundido y que superen la reticencia a revelar información relevante al mercado. Los accionistas deben tomar en cuenta que la publicación de información incrementa el valor de su empresa.

Asimismo, los accionistas propietarios y controladores de las empresas deben considerar que la preparación y mejoras a nivel interno que deben realizar las empresas antes de estructurar una emisión, les generan una serie de beneficios económicos. Así por ejemplo, auditar los estados financieros (que es mencionado como un sobrecosto de la central de balances) trae como beneficio extra mejores condiciones de los proveedores financieros, como créditos bancarios a menores tasas de interés.

En esta línea, es recomendable que se capacite a los nuevos emisores acerca de todos los pasos que deben seguir y se divulgue en los portales de internet el detalle de los errores más frecuentes que cometen los nuevos emisores.

---

<sup>26</sup> Una metodología que se podría utilizar para estimar el monto del encaje es la derivada por el uso del método de Valor en Riesgo - *Value at Risk* - (VaR) que permite obtener la máxima pérdida potencial que puede sufrir un portafolio, con una probabilidad dada (nivel de confianza usual de 99%) y para un horizonte de tiempo preestablecido (no mayor de tres meses). Así, el encaje legal de las AFP sería equivalente a la máxima pérdida potencial estimada bajo el VaR.

<sup>27</sup> Actualmente, existe un desconocimiento en la mayoría de empresas sobre el mercado de capitales y la BVL como una alternativa de financiamiento, a través de la emisión de papeles comerciales, bonos y acciones. La BVL es principalmente vista como una opción de inversión, a través de la adquisición de valores mobiliarios que se negocian en el mercado secundario. Es serio que este desconocimiento y desinterés por financiarse, vía la emisión de deuda, se extienda a los Gerentes de Finanzas (*Chief Financial Officer*) de las empresas.

<sup>28</sup> Los potenciales emisores deben mejorar la calidad de su información financiera y contable, profesionalizar sus gerencias, desarrollar planes estratégicos y contar con el personal idóneo para ejecutarlos.

#### IV. CONSIDERACIONES FINALES

31. Las empresas corporativas peruanas de mayor tamaño han venido realizando cada vez mayores emisiones en el exterior debido a que pueden acceder a financiamiento por montos muy superiores a los que obtendrían de una emisión similar en el mercado local.

Por ello, el desarrollo futuro del mercado de capitales peruano y el enfoque de los reguladores debe centrarse en fomentar la participación y facilitar las emisiones de valores de las empresas corporativas que no acceden a financiamiento del exterior y de las grandes empresas.

32. Es importante considerar que existe la posibilidad que no todas las nuevas emisiones (de las empresas corporativas que no acceden a financiamiento del exterior y de las grandes empresas) sean clasificadas en un nivel AA- o superior, lo cual podría desincentivar la demanda de estas emisiones. En particular, la actual regulación desincentiva, a través de las tasas de encaje, que las AFP adquieran instrumentos con mayores niveles de riesgo. Para enfrentar este potencial problema, además de revisar la actual regulación de encaje de las AFP, las empresas emisoras podrían optar por incluir mejoradores o empezar colocando instrumentos de corto plazo (mientras se hacen más conocidas por el mercado y las clasificadoras de riesgo) y, posteriormente, pasar a colocar bonos corporativos.

La demanda de los inversionistas por estas nuevas emisiones podría sustentarse en un mayor desarrollo de los fondos mutuos que, a diferencia de las AFP, tienen mayor flexibilidad, distintos perfiles de riesgo y plazos en sus inversiones<sup>29</sup>. Otros inversionistas institucionales que podrían demandar estos instrumentos son las compañías de seguros<sup>30</sup>, los bancos y entidades públicas como EsSalud y la ONP.

**Gerencia de Operaciones Monetarias y Estabilidad Financiera**  
**Subgerencia de Análisis del Sistema Financiero y del Mercado de Capitales**  
**Departamento de Análisis del Mercado de Capitales y Regulación Financiera**  
**9 de abril de 2013**

---

<sup>29</sup> Los fondos mutuos se enfocan principalmente en inversiones de corto y mediano plazo frente al enfoque de largo plazo de las inversiones de las AFP.

<sup>30</sup> Se espera un crecimiento importante en los próximos años de las compañías de seguros, ligado al mayor desarrollo del sistema previsional privado.

### ANEXO 1: COSTOS DE LAS EMISIONES DE DEUDA

Los costos de emisión de instrumentos de deuda pueden restarle atractivo al mercado de capitales como opción de financiamiento para las grandes empresas y constituirse en un factor limitante para el acceso de las medianas y pequeñas empresas. El proceso de emisión puede dividirse en cuatro etapas, cada una de las cuales requiere actividades que implican un costo y un plazo de duración determinada:

**i. Preparación interna de la empresa.-** Es una etapa previa al proceso de emisión donde la empresa se fija en el cumplimiento de las condiciones necesarias para acceder al mercado de capitales. Las principales actividades de esta fase son:

- Formalización, vía la observancia de la Ley General de Sociedades y el cumplimiento de las obligaciones tributarias.
- Estructura organizativa y empresarial adecuada. Profesionalización de la gerencia.
- Disponer de información contable y financiera de calidad.
- Auditoría interna de los estados financieros.
- Adopción de los principios de buen gobierno corporativo.
- Cumplimiento de los requerimientos de información.
- Desarrollo de una estrategia de crecimiento y de planes de negocios: ¿Para qué se busca financiamiento en el mercado de capitales?

Esta etapa no se considera como un costo, dado que las actividades mencionadas son propias de una empresa que busca desarrollarse y modernizarse. La duración de esta etapa es indeterminada, depende del estado inicial de la empresa y de la velocidad de los esfuerzos de la gerencia para adecuar la empresa.

**ii. Preparación de la emisión.-** Son los pasos que deben seguir los emisores para colocar valores mobiliarios en el mercado de capitales, cuya duración estimada es de 3 a 4 meses:

- Acuerdo de emisión por la Junta General de Accionistas y/o el Directorio.
- Elección del estructurador y del agente colocador. Incluye asesoría legal para el estructurador.
- Definición del tipo de valor a emitir, así como de los montos, plazos y momento.
- *Due Dilligence* legales, contables, financieros, operativos de la empresa realizados por el estructurador.
- Elaboración del Prospecto Marco (emisor-estructurador) y del Contrato de Emisión (emisor-representante de obligacionistas).
- Presentación de información financiera auditada de los 2 últimos ejercicios anuales y última información trimestral no auditada. Se requiere la contratación de una auditoría externa.
- Contratación de 2 empresas clasificadoras de riesgo. Para el caso de una oferta dirigida a inversionistas acreditados, se requiere sólo una clasificación de riesgo.
- Adquisición del certificado para el sistema MvNet<sup>31</sup>.

---

<sup>31</sup> El MVNet es un sistema electrónico de intercambio de información. Es una extranet para las empresas que tienen la obligación de comunicar información relevante a la SMV. Este sistema utiliza tecnologías de certificados digitales, que permiten identificar de una manera eficiente y segura la identidad del usuario que está accediendo. Dichos certificados permiten que el usuario envíe archivos firmados digitalmente, a la vez que recibe un cargo igualmente firmado.



- Contratar a un representante de obligacionistas (no necesario para los instrumentos de corto plazo).

iii. **Inscripción y colocación de una Oferta Pública Primaria.-** Se requiere:

- Inscripción de la emisión o programa en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV).
- Publicación de la Resolución de la SMV inscribiendo el programa en el diario oficial El Peruano.
- Comunicación de inscripción del valor a la BVL (negociación secundaria) y a CAVALI (desmaterialización y pagos de cupón).
- Actualización del Prospecto Marco y del Contrato de Emisión.
- Publicación del aviso de colocación de la Oferta Pública Primaria en el diario oficial El Peruano y en uno de los diarios de mayor circulación.
- Efectuar la colocación a través del agente colocador.
- Enviar los resultados de la emisión a la SMV, BVL y Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

iv. **Mantenimiento de Oferta Pública Primaria.-** Son los pagos y actividades que se deben realizar de forma periódica posterior a una emisión:

- Pago de contribución mensual a SMV, BVL (derecho de cotización) y CAVALI.
- Pago al representante de obligacionistas.
- Pago a las 2 clasificadoras de riesgo para que continúen evaluando a los valores emitidos.
- Representante de obligacionistas debe informar a la SMV sobre la evolución de las condiciones de emisión.
- Envío de estados financieros trimestrales y anuales, memoria anual, hechos de importancia y reporte de cumplimiento de los principios de buen gobierno corporativo a la SMV. El costo asociado son las horas/hombre del personal asignado para el cumplimiento de los requerimientos de información (representante bursátil y otros).

A continuación, se estima los costos asociados a la emisión de bonos a 5 años de plazo. Se considera un bono del tipo *bullet* (redención del principal al vencimiento) y con pago de cupones anuales. Se presenta el caso para 4 escalas distintas de emisión, asumiéndose una misma tasa de colocación para visualizar el impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva de financiamiento.

Los principales costos de emisión de bonos corporativos se concentran en gastos de estructuración, gastos legales, gasto en auditoría externa, costo de contratación de dos clasificadoras de riesgo y la comisión del agente colocador. Cabe señalar que todos los costos mencionados son de monto fijo, excepto la comisión por colocación.

De otro lado, una emisión implica también un gasto anual de mantenimiento mientras exista un saldo vigente. El gasto de mantenimiento viene dado por la contratación anual de dos clasificadoras de riesgo, la auditoría externa anual, el costo del Representante Bursátil y el cumplimiento de los requerimientos de información, el pago al Representante de Obligacionistas, y las contribuciones mensuales a la SMV, BVL y CAVALI.

# NOTAS DE ESTUDIOS DEL BCRP

## No. 21 – 9 de abril de 2013

### Costo de Emisión de Bonos Corporativos en el Mercado Peruano de Capitales (en US\$)

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

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

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

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

Fuente: Conasev, Bolsa de Valores de Lima, Cavali, etc.

Se observa que los costos de emisión como porcentaje del monto total emitido disminuyen a medida que aumenta la escala de la emisión, debido al alto componente de los costos fijos. Así, para una escala de US\$ 5 millones los costos de emisión representan el 2,74% del monto emitido mientras que para una escala de US\$ 50 millones, los costos de emisión representarían sólo el 0,44%. De igual forma, el tamaño de la emisión influye en el gasto anual de mantenimiento, como porcentaje del monto emitido. Para una emisión de US\$ 5 millones, el gasto anual de mantenimiento equivale al 1,55% mientras que para US\$ 50 millones equivale al 0,25%.

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

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

1/ Tasa de interés cupón. Se asume que los bonos son colocados a la par.

2/ Tasa de costo efectivo anual de la emisión.

**ANEXO 2: EVALUACIÓN DE POTENCIALES NUEVOS EMISORES  
EN EL MERCADO DE CAPITALES**

El dinamismo de la economía peruana en los últimos años se ha reflejado en un crecimiento del tamaño de las principales empresas del país, sea que se mida por sus niveles de ingresos, patrimonio, utilidades o deuda. De acuerdo a la publicación “*Peru The Top 10000 Companies*”, las primeras 100 empresas del país tuvieron ingresos en el 2010 que fluctuaron entre S/. 650 millones y casi S/. 10 mil millones. Asimismo, según la clasificación de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP existen más de 3 mil empresas que pertenecen a las categorías de empresa corporativa (ventas anuales mayores a S/. 200 millones) o gran empresa (ventas anuales entre S/. 20 millones y S/. 200 millones).

**Rango de Empresas por Ventas, 2010**

Ranking de Empresas	Ventas en millones de soles	
	De	Hasta
1-100	650	9 980
101-300	286	650
301-1000	77	286
1001-3000	22	77
3001-10000	6	22

Fuente: *Peru The Top 10000 Companies*, edición 2011

Los mayores niveles de demanda y ventas de las empresas se traducen en un incremento de sus necesidades de financiamiento, sea de recursos de corto plazo para capital de trabajo o de largo plazo para proyectos de inversión. Así, una vez que la empresa alcanza cierto tamaño, lo óptimo es que el mercado de capitales se convierta en su principal fuente de financiamiento a través de la emisión de instrumentos de deuda (bonos y papeles comerciales) o de capital (acciones). El ingreso de una empresa al mercado de capitales es beneficioso para ella, dado que le permite: acceder a financiamiento de largo plazo, reducir sus gastos financieros, diversificar sus fuentes de fondeo, optimizar su estructura deuda / capital y aumentar su poder de negociación frente a otros proveedores de financiamiento (bancos).

En los últimos 11 años (2002-2012), 59 empresas han ingresado como nuevos emisores de instrumentos de deuda en el mercado de capitales local. Dado que la expansión de la economía conlleva a un crecimiento asociado de las empresas y a que actualmente existe un universo de empresas que poseen la escala necesaria para que sea eficiente emitir en el mercado de capitales, se espera que dicha cifra se incremente significativamente en los próximos años.

### Nuevos Emisores de Instrumentos de Deuda en el Mercado de Capitales

2002	2006	2010
1. Southern Cone Power Perú 2. Palmas del Espino	1. Corporación Andina de Fomento 2. Telefónica Móviles	1. Cementos Andino 2. Titulizadora Peruana
2003	3. Minera Yanacocha	3. HSBC Bank Perú
1. Red de Energía del Perú 2. Electroandes 3. Duke Energy International - Egenor	4. Pluspetrol Camisea 5. Citibank del Perú 6. Municipalidad de Lima Metropolitana	4. Rash Perú 5. Inmuebles Comerciales 6. Pluspetrol Lote 56
2004	7. Tiendas EFE 8. Leasing Total 9. Concesionaria Transvase Olmos *	7. CMAC Arequipa 8. Montana S.A. 9. Financiera TFC S.A.
1. Aguaytía Energy Group 2. Creditex 3. Transportadora de Gas del Perú 4. Plupetro Norte 5. Compañía Minera Atacocha 6. Supermercados Peruanos	2007	10. CrediScotia Financiera
2005	1. Corporación Aceros Arequipa 2. Metalpren 3. Zinc Industrias Nacionales 4. Compañía Industrial Nuevo Mundo 5. Edpyme Edyficar 6. Enersur 7. Inmuebles Panamericana 8. Centro Comercial La Marina *	2011
1. Refinería La Pampilla 2. Pesquera Exalmar 3. Corporación Miski 4. Nissan Maquinarias 5. Minera Barrick Misquichilca 6. Cineplex 7. Universidad San Martín de Porres 8. Emp. de Generación Eléctrica Cahua 9. Drokasa 10. Hunt Oil Company of Peru	2008	1. C.C. Mall Aventura Plaza Trujillo 2. Financiera Efectiva 3. Pacífico Seguros 4. Hipermercados Tottus
	1. Corporación Lindley	2012
	2009	1. Banco de Comercio 2. CMAC Sullana 3. H 2 Olmos 4. San Fernando
	1. Kallpa Generación 2. Perú LNG	

\* Emitidos bajo oferta privada.

Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores.

De las 300 empresas con mayores niveles de ingresos (ventas) del país, 178 no son partícipes del mercado de capitales, sea porque no han emitido un instrumento de deuda o porque no poseen un valor mobiliario (acción, por ejemplo) inscrito en el Registro Público del Mercado de Valores. Estas empresas poseen niveles de ventas anuales superiores a los US\$ 100 millones (ver cuadro 1). Por lo tanto, su escala de operaciones, nivel de patrimonio y capacidad de generación de flujos de caja corresponden a niveles de apalancamiento (deuda) por encima de los montos mínimos requeridos para realizar una emisión eficiente en el mercado de capitales. Estas empresas pertenecen a diversos sectores económicos. Así, alrededor de 50 empresas son de industrias extractivas (minería, petróleo, energía y pesca) y el resto son empresas ligadas a la demanda interna donde destacan las de bienes de consumo, alimentos y bebidas, construcción, manufacturas y farmacéuticas.

Es decir, existe un universo amplio de empresas que pueden ingresar al mercado de capitales. Para ello, es necesario que las empresas mejoren su estructura organizativa, la calidad de su información financiera e implementen prácticas de buen gobierno corporativo. Asimismo, es relevante que, en los casos pertinentes, trasciendan su carácter familiar<sup>32</sup> y estructuras cerradas.

<sup>32</sup> Aproximadamente, un tercio de esta muestra son empresas familiares, siendo el resto subsidiarias de una multinacional y en menor medida, subsidiarias de una corporación peruana.

# NOTAS DE ESTUDIOS DEL BCRP

No. 21 – 9 de abril de 2013

## Principales empresas que aún no participan en el mercado de capitales peruano clasificadas por sector económico 1/

Sector Económico	# Empresas	Principales Empresas
Bienes de Consumo	27	Toyota del Perú, Tiendas por Dpto. Ripley, Procter & Gamble Perú, Automotores Gildemeister, LG Electronic Perú, Kimberly Clark Perú, Cetco, Volvo Perú, Diveimport, Unique, Importaciones Hiraoka.
Minería	25	Antamina, Consorcio Minero, A.Y.S., Universal Metal Trading, Glencore Perú, Kori Perú, Minera Ares, Inv. Mineras Kopakabana, Aruntani, Xtrata Tintaya, Minera Suyamarca, Cons. Min. Horizonte, COMARSA.
Agropecuario / Alimentos y Beb	24	San Fernando, Deprodeca, Nestle Perú, Louis Dreyfus, Cargill Americas Perú, Perales Huancaruna, Molitalia, Ajeper, CIA Cervecera AMBEV Perú, Axur EX-M G. Rocsa, British American Tobacco Perú.
Construcción / Infraestructura	22	Maestro, Sodimac, Distribuidora Norte Pacasmayo, Unión de Concreteras, Tradi, Conces. Interoceánica Sur, Conirsa, Consorcio Tren Eléctrico, JJC Contratistas Generales, Construcción y Administración S.A..
Petróleo y Energía	22	Primax, Peruana de Combustibles, Savia Perú, Peruana de Petróleo, Petrobras Energía Perú, Repsol YPF Comercial, Mobil Oil del Perú, Manu Perú Holding, Coesti, Repsol Exploración, Petróleos de América.
Manufactura / Industrial	19	Centelsa Perú, Tecnofil, Techint, Goodyear Perú, Innova Andina, Owens-Illinois Perú, San Miguel Industrias PET, Corporación Peruana de Productos Químicos, Productos de Acero CASSADO, Jorvex.
Farmacéutico	9	Química Suiza, Eckerd Perú, Albis, Distribuidora Droguería Alfaro, Perufarma, Farmacias Peruanas, Representaciones DECO, Medifarma, Boticas Torres de Limatambo.
Tecnológicas	7	Siemens, Grupo Deltron, Hewlett-Packard Perú, IBM del Perú, Tech Data Perú, Schlumberger del Perú, Máxima Internacional.
Telecomunicaciones	6	América Móvil Perú, Nextel del Perú, Telmex Perú, Teleservicios Populares, Brightstar Perú, Andina de Radiodifusión.
Pesca	6	Tecnológica de Alimentos, Corporación Pesquera Inca, Pesquera Diamante, Pesquera Hayduk, CFG Investment Perú, Pesquera Centinela.
Bienes de Capital	4	Komatsu-Mitsui Maquinarias Perú, Scania del Perú, Sandvik del Perú, Atlas COPCO Peruana.
Transporte	3	Lan Perú, Lan Airlines Sucursal Perú, Lima Airport Partners.
Educación	3	Pontificia Universidad Católica del Perú, SENATI, Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas.
Turismo	1	Inmobiliaria de Turismo.
<b>Total</b>	<b>178</b>	

1/ La muestra se seleccionó de las 300 primeras empresas no financieras de mayores ventas en el 2010 según el libro *Peru The Top 10000 Companies*. Fuente: *Peru The Top 10000 Companies*, edición 2011 y portales web de cada empresa.

### ANEXO 3 REQUERIMIENTOS DE INFORMACIÓN A LOS EMISORES

El artículo 4º del ROPPIA: “Requisitos para la inscripción o registro” establece que para la inscripción de valores o el registro de prospectos informativos, el emisor debe presentar la documentación e información del Manual<sup>33</sup> a que se refiere el artículo 7º del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios.

La información que el emisor debe presentar a la SMV, según la Ley de Mercado de Valores, es la siguiente<sup>34</sup>:

- Comunicación del representante legal del emisor, con el contenido y formalidades que la SMV establezca;
- Documentos referentes al acuerdo de emisión, donde consten las características de los valores a ser emitidos y los deberes y derechos de sus titulares;
- Los estados financieros auditados del emisor, con sus notas explicativas y el respectivo dictamen, correspondientes a los dos últimos años, cuando el período de constitución lo permita;
- Las clasificaciones de riesgo del valor de la oferta pública primaria; y,
- El proyecto de prospecto informativo sobre la emisión, el cual debe contener como mínimo<sup>35</sup>:
  - ✓ Las características de los valores, así como los derechos y obligaciones que otorgan a su titular;
  - ✓ Las cláusulas relevantes del contrato de emisión o del estatuto para el inversionista;
  - ✓ Los factores que signifiquen un riesgo para las expectativas de los inversionistas;
  - ✓ El detalle de las garantías de la emisión, cuando corresponda;
  - ✓ El procedimiento a seguir para la colocación de los valores; y,
  - ✓ La información complementaria que determine la SMV mediante disposiciones de carácter general.

Adicional a ello, el Manual para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Valores Mobiliarios precisa con mayor detalle los requisitos para la inscripción y registro de valores mobiliarios. Así, en el caso de una emisión de bonos, se deberá presentar la siguiente documentación e información:

---

<sup>33</sup> Manual para el cumplimiento de los requisitos aplicables a las ofertas públicas de valores mobiliarios - Resolución Gerencia General CONASEV N° 211-1998.

<sup>34</sup> Artículo 54º “Requisitos para la inscripción del valor” de la Ley de Mercado de Valores – Decreto Legislativo N° 861-1996.

<sup>35</sup> Artículo 56º “Prospecto Informativo” de la Ley de Mercado de Valores – Decreto Legislativo N° 861-1996.



## NOTAS DE ESTUDIOS DEL BCRP

No. 21 – 9 de abril de 2013

---

- a. Comunicación del emisor, o de su representante autorizado, solicitando la inscripción de los bonos y el registro del prospecto informativo. Se deberá señalar respecto de los bonos, la identificación de la clase, las series, el número de unidades y sus demás características relevantes. Asimismo, se indicará el número aproximado y el segmento de potenciales inversionistas al que va dirigida la oferta.
- b. Los documentos siguientes:
  - Copia de la escritura pública del pacto social del emisor, incluyendo al estatuto, con constancia de inscripción en los Registros Públicos,
  - Copia del acta o instrumento que recoge la decisión del órgano social correspondiente por la que se efectúa la emisión de bonos y se fijan sus características,
  - Copia del contrato de emisión,
  - Modelo del título o certificado representativo de los bonos, en el caso que se vayan a representar mediante títulos,
  - La información referida a propiedad indirecta, vinculación y grupo económico, aprobada<sup>36</sup>.
- c. La información financiera siguiente, en función a la fecha de su constitución:
  - Información financiera auditada correspondiente a los dos últimos ejercicios,
  - Última información trimestral no auditada e indicadores financieros,
  - Última información financiera consolidada auditada anual,
  - Última información financiera trimestral consolidada no auditada.
- d. El balance general de apertura, cuando en razón a su fecha de constitución, la entidad emisora no pudiese contar con la información financiera señalada anteriormente.

Además, se debe presentar copias de las comunicaciones remitidas por las dos clasificadoras informando de las clasificaciones de riesgo otorgadas al valor, acompañando la fundamentación correspondiente.
- e. Memorias Anuales, correspondientes a los dos últimos ejercicios.
- f. Declaración jurada de no vinculación entre el emisor y el representante de obligacionistas, suscrito por ambos o presentado de manera independiente.
- g. Contrato con el agente de intermediación.

---

<sup>36</sup> Ver Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos - Resolución CONASEV N° 90-2005.



## NOTAS DE ESTUDIOS DEL BCRP

No. 21 – 9 de abril de 2013

---

Asimismo, el prospecto informativo debe contener el siguiente formato:

- Sección I. Carta de presentación, declaración de responsabilidad e índice de contenido
- Sección II. Resumen ejecutivo-financiero
- Sección III. Factores de riesgo
- Sección IV. Aplicación de los recursos captados
- Sección V. Descripción de la oferta
- Sección VI. Descripción de los valores ofrecidos
- Sección VII. Descripción del negocio
  - Datos generales
  - Descripción de operaciones y desarrollo
- Sección VIII. Estados financieros