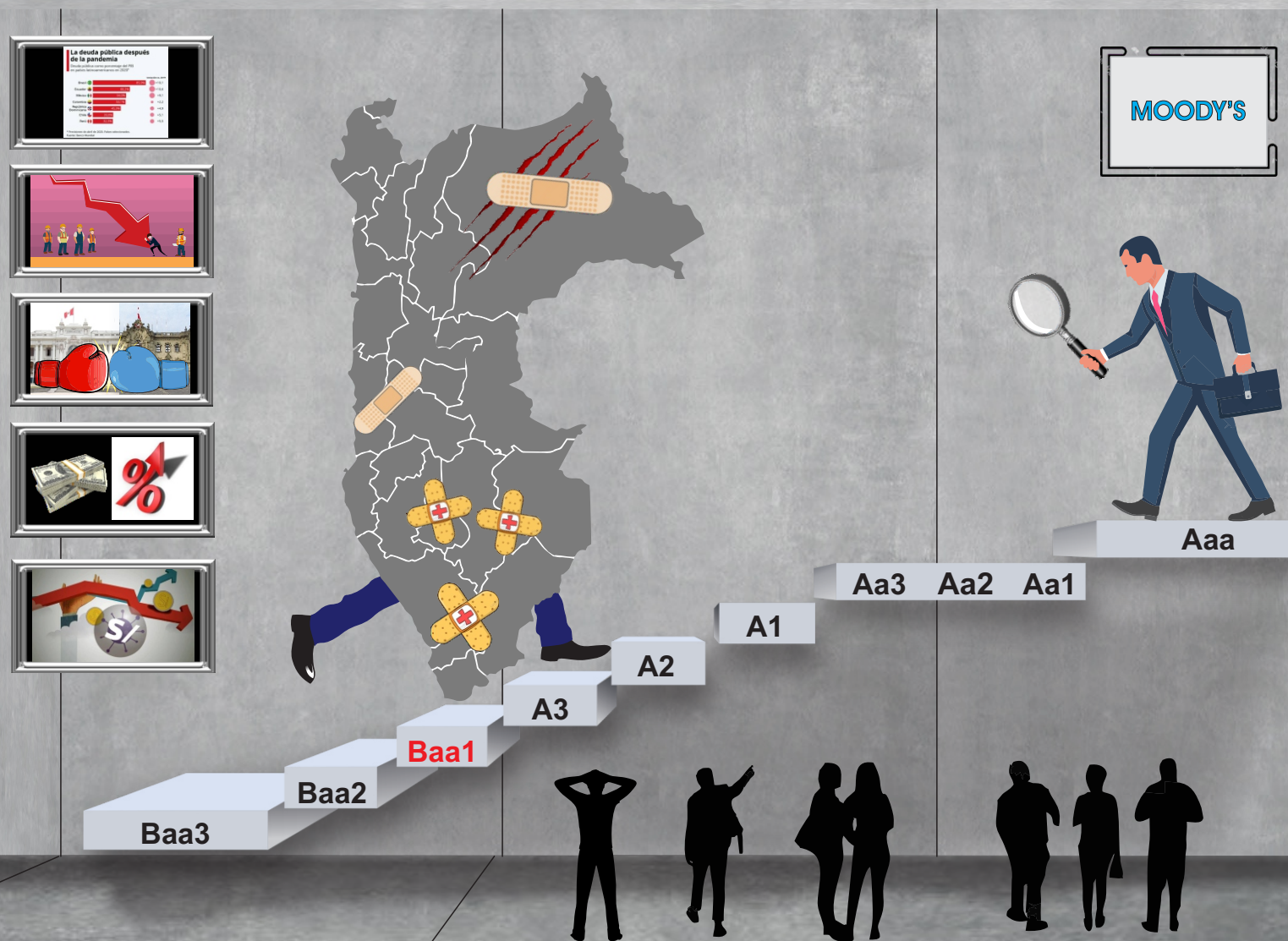


CAPITALES



IMPACTO DE LAS INSTITUCIONES Y LA INCERTIDUMBRE EN LA CALIFICACIÓN CREDITICIA DE UN PAÍS



**PUBLICA MENSUALMENTE
EN NUESTRA REVISTA DIGITAL
CAPITALES y mejora tu
visualización corporativa**

PLANES, TARIFAS e INFORMES EN GENERAL

lgallardo@procapitales.org

kzeiter@procapitales.org

- 2** EDITORIAL
En la búsqueda de nuevos emisores: ¿y si pensamos de forma diferente?
Autor: Aldo Fuertes Anaya
- 4** ANÁLISIS LEGAL
Inversiones de empresas de seguros en proyectos inmobiliarios
Autores: Eduardo Vega y Sebastián Calle
- 8** ANÁLISIS ECONÓMICO
Impacto de las tasas de interés de referencia en el mercado de capitales
Autor: Carlos Palma
- 12** GOBIERNO CORPORATIVO
Retos del gobierno corporativo en firmas de venture capital
Autor: José Miguel Porto
- 16** ARTÍCULO CENTRAL
Impacto de las instituciones y la incertidumbre en la calificación crediticia de un país
Autor: Julio Villavicencio
- 20** MERCADO DE VALORES
Beneficios y desafíos de los mercados de valores integrados
Autora: Magaly Martínez
- 24** ACTIVIDADES INSTITUCIONALES
Promoción del mercado de valores y exoneraciones tributarias
Autor: Procapitales
- 28** EVOLUCIÓN DE MERCADOS
Renta Fija / Renta Variable
Autores: Pedro Cornejo / Naysha Bustos
- 30** PLATAFORMA DE DIRECTORES PERÚ
Gestión integral de riesgos en un entorno BANI
Autora: Nancy Yong
- 32** COLUMNA DE LA SMV
Avance de las ofertas públicas primarias durante el primer trimestre de 2023
Autor: Superintendencia del Mercado de Valores
- 33** ZOOM EMPRESARIAL
NOVEDADES NORMATIVAS

>procapitales

Publicidad y suscripciones: 977934145 - 934230378
www.procapitales.org

Av. Del Parque Norte 480, Oficina 404,
San Isidro, Lima 27.

(El contenido de los artículos firmados es de responsabilidad exclusiva de los autores y no necesariamente refleja la opinión institucional de Procapitales)

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N° 2008 - 09019

Comité Editorial:

Guillermo Alarco, Paulo Comitre,
Mercedes Fernández, Diego León, Paúl Lira,
Kerlyn Toscano, Martín Valdeiglesias, Víctor Valdez.

Director: Aldo Fuertes Anaya

Subdirector: Gerardo M. Gonzales

Editor: Julio Montoya

Diseño y diagramación: GHG Publicidad SAC



Aldo Fuertes Anaya
Presidente del Consejo Directivo
Procapitales



En la búsqueda de nuevos emisores: ¿y si pensamos de forma diferente?

Bien sabemos que nuestro mercado de capitales necesita con urgencia nuevos emisores. Durante años, se han generado diversas propuestas para desarrollarlo y fortalecerlo con la llegada de nuevos emisores, pero el problema persiste. Los deslistados también continúan, no hay ofertas iniciales de acciones (IPO por sus siglas en inglés), la emisión de deuda no es la mejor opción en un contexto de altas tasas de interés, y los emisores de mayor tamaño y con trayectoria ya evalúan la emisión de deuda en mercados internacionales donde sus inversionistas entienden que tendrán más seguridad jurídica que en nuestro país.

Al mismo tiempo, el público no institucional busca con creciente interés instrumentos financieros para diversificar sus excedentes de capital. Prueba de ello es el crecimiento que han tenido diversas plataformas tecnológicas de inversión, que permiten invertir fácilmente en notas estructuradas, contratos por diferencia (CFD), ETF, criptoactivos, entre otros. Si bien algunas de estas plataformas podrían terminar resultando peligrosas, como advierte la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), su crecimiento revela un creciente interés de las personas en invertir en alternativas y de formas diferentes.

Aparte de identificar las razones por las que potenciales nuevos emisores deciden no listar sus acciones o emitir deuda en el mercado público, destaca entre ellas la carencia de una cultura de transparencia sólida en nuestros empresarios, y de procesos ordenados de revelación de información a terceros. Además, es de esperar que muchas empresas no cuenten con una persona que se encargue de monitorear el cumplimiento de toda la regulación aplicable a los emisores.

¿Podemos cambiar esta realidad? Sí, aunque es una tarea difícil y tomará tiempo lograrlo, más aun cuando los beneficios podrían verse recién en el largo plazo y la mayoría de las empresas prioriza el corto plazo (sea por real necesidad o por miopía estratégica). Entonces, ¿no podremos tener nuevos emisores o nos limitaremos a los mismos de siempre con alguno que otro empresario *outlier* que se arriesgue?

No. Solo tenemos que pensar diferente y, quizá, empezar al revés: en lugar de buscar convencer a empresarios a salir al mercado público, podríamos aprovechar la necesidad de los inversionistas de diversificar sus excedentes y conectarlos con la estructura exigida para el mercado público que las sociedades administradoras de fondos (SAF) ya tienen. Parte del esfuerzo por tener nuevos emisores podría enfocarse en convencer a las SAF reguladas a que coticen en bolsa sus próximos fondos de financiamiento privado (que no son pocos) o de capital privado (fondos de *Leveraged Buyout*, *Growth Capital* o *Venture Capital*).

Las SAF tienen cultura, experiencia, sistemas, procesos y personas con las que pueden asumir la presión que trae la regulación de oferta pública en la operativa diaria. Podríamos, entonces, tener nuevos emisores y, simultáneamente, empresas no cotizadas fortalecidas por el capital (deuda o *equity*) que les inyecten estos fondos, manteniéndolas focalizadas en su *core business* antes que distraídas en todo el cumplimiento normativo que implicaría estar listados. Necesitamos entender qué cambios puede gatillar en las SAF y sus inversionistas la conveniencia de listar los fondos en bolsa.

Esta es apenas una de muchas medidas que podríamos empezar a poner sobre la mesa si queremos promover nuestro mercado de capitales. Pensar diferente es el reto. ■

Eduardo Vega
Socio



Sebastián Calle
Asistente legal
Payet, Rey, Cauvi, Pérez Abogados



Alcances de una reciente normativa SBS:

Inversiones de empresas de seguros en proyectos inmobiliarios

En el presente artículo, los autores analizan la importancia de las inversiones en activos inmobiliarios por parte de las compañías de seguros, no solamente en términos de rendimiento sino también de diversificación del portafolio de inversiones; y, en dicho marco, destacan los principales alcances de una reciente normativa expedida por la SBS (Oficio Múltiple N° 00217-2023-SBS) en el ámbito del régimen de inversiones de dichas compañías.

En los últimos años, las compañías de seguros (en adelante, las compañías) han asumido un rol protagónico en el desarrollo de nuestro mercado de capitales y financiero, y en la dinamización de la actividad económica en general. En este contexto, la inversión en activos inmobiliarios ha tomado gran importancia en el portafolio de inversiones de las compañías.

Dicho desarrollo se explica, principalmente, en el aporte al rendimiento y a la diversificación que generan las inversiones inmobiliarias, promoviendo una mejor rentabilidad ajustada al riesgo y la generación de rentas o flujos periódicos de mediano y largo plazo para el calce de pasivos. Todo ello ha contribuido al desarrollo de productos como las rentas vitalicias y los seguros de rentas particulares con rendimientos competitivos que contribuyen a ofrecer mejores pensiones o rentas.

Marco regulatorio

El régimen de inversiones de las compañías se encuentra regulado en el Reglamento de las Inversiones de las Empresas de Seguros, aprobado por la Resolución SBS N° 1041-2016 (el Reglamento). El Reglamento establece los criterios de elegibilidad que deben cumplir las inversiones para ser consideradas como “elegibles” para el respaldo de obligaciones técnicas.

Al respecto, el Reglamento establece tres procedimientos según los cuales las compañías pueden cumplir con la validación de los criterios de elegibilidad y efectuar sus inversiones. Un primer mecanismo permite la inversión de forma “automática” en la medida en que se cumplan con los requisitos especificados en el artículo 25 del Reglamento (el Proceso Automático).

Las inversiones distintas a las señaladas en el referido artículo citado pueden ser consideradas como elegibles siempre que se sujeten al proceso de notificación, aplicable a las inversiones señaladas en el artículo 28 del Reglamento (el Proceso de Notificación); en cuyo caso deberá ponerse a disposición de la SBS determinada documentación de sustento detallada en el artículo 27 del Reglamento.

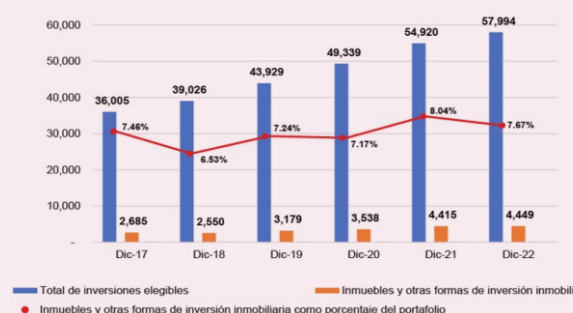
Finalmente, se establece un proceso de autorización, aplicable a nuevos instrumentos o activos distintos a los señalados en los artículos 25 y 28; y que se encuentran sujetos a la autorización de la SBS.

Inversión en activos inmobiliarios

La regulación de inversiones elegibles de las compañías establece la inversión en activos inmobiliarios bajo diferentes modalidades, distinguiendo (i) la inversión de forma directa, así como (ii) la inversión indirecta a través de vehículos de inversión inmobiliaria, como son los fondos de inversión inmobiliarios, fideicomisos inmobiliarios, FIRBI, FIBRA y otras formas de inversión inmobiliaria, la cual ha tomado en los últimos años mayor relevancia en la estructuración de operaciones de inversión inmobiliaria.

Sin embargo, de acuerdo con la información publicada por la SBS, a fines de 2021, la inversión indirecta en activos inmobiliarios representaba el 1% del portafolio de inversiones del sistema asegurador peruano,¹ mientras que el total de las inversiones en inmuebles, incluyendo inversión directa e indirecta, representaba el 8.04% del portafolio (véase el gráfico 1).

Gráfico 1. Inversiones inmobiliarias dentro del portafolio del sistema asegurador peruano, 2017-2022
(En millones de soles y en porcentajes)



Fuente: Estadísticas SBS. Elaboración propia.

Alcances de nueva normativa

Mediante el Oficio Múltiple N° 00217-2023-SBS (el Oficio), de fecha 4 de enero de 2023, la SBS estableció precisiones respecto a la inversión indirecta por parte de las compañías a través de fideicomisos, fondos de inversión, sociedades de propósito especial y otros vehículos o estructuras de inversión; entre las cuales destacan las siguientes:

- **Inversión en vehículos generadores de rentas o flujos.** El Oficio refiere a las inversiones que realizan las compañías en certificados de participación emitidos por patrimonios fideicometidos² o por sociedades de propósito especial, que tengan como activos subyacentes, entre otros, derechos sobre flujos o rentas provenientes de actividades económicas u operaciones en marcha.

Al respecto, el Oficio precisa que la inversión en dichos instrumentos podrá realizarse bajo el Proceso de Notificación, aun cuando los activos que generen dichos flujos o rentas no se encuentren concluidos o estén en una etapa preoperativa. En ese sentido, establece que los referidos activos subyacentes no deben entenderse referidos exclusivamente a los activos subyacentes finales sino que incluyen también a los subyacentes previos; es decir, aquellos activos intermedios e iniciales de las distintas etapas del desarrollo de la actividad económica u operación en marcha, y que son “necesarios” para que exista el activo subyacente final (derechos sobre flujos o rentas).

Esta precisión es de particular relevancia para promover la participación de las compañías en el desarrollo de proyectos inmobiliarios, no solo como inversión directa, sino también a través de fideicomisos o sociedades de propósito especial. La inversión en estos proyectos a través de vehículos de inversión permite, mediante la emisión de valores, incorporar a otros inversionistas, haciendo posible así financiar operaciones de mayor envergadura y compartir el riesgo con otros participantes.

Para dichos efectos, el Oficio establece las siguientes condiciones respecto de los activos subyacentes intermedios: (i) su existencia y naturaleza deberá estar prevista en el documento constitutivo del vehículo de inversión, (ii) deberán corresponder a activos tangibles en términos del objetivo de la inversión, y (iii) no podrán ser transferidos o utilizados para otros fines.

El Oficio precisa que no serán consideradas como inversiones elegibles los certificados de participación que solo tengan como activos subyacentes “ideas de negocio”, “tesis de inversión”, o “estrategias de proyecto”, vinculadas a estructuras o vehículos de inversión vacíos; es decir, que no incluyan activos tangibles en términos de la inversión.

En la medida en que los certificados de participación cumplan con las características descritas, deberán ser evaluados bajo el alcance del literal h) del artículo 28 del Reglamento, en el marco del Proceso de Notificación. El alcance del Oficio refiere de

forma exclusiva a la inversión en instrumentos de contenido patrimonial (certificados de participación), y no en instrumentos de titulación de contenido crediticio, como serían los bonos de titulación.

Finalmente, el Oficio dispone que corresponderá a la compañía, como inversionista diligente, velar por el aseguramiento de lo antes expuesto.

- *Participación como fideicomitentes.* El Oficio refiere también a la participación de las compañías como fideicomitentes en fideicomisos conformados por inversiones, para señalar que dicha intervención requiere ser autorizada por la SBS, en aplicación del Reglamento del Fideicomiso y de las Empresas de Servicios Fiduciarios, aprobado por la Resolución SBS N° 1010-99. Dicha autorización será requerida independientemente de que los certificados de participación cumplan con los requisitos para ser considerados elegibles; en ese sentido, se trataría de un requisito adicional al Proceso de Notificación.

Respecto de lo anterior, el Oficio precisa que, tratándose del aporte de inmuebles a un fideicomiso o una sociedad de propósito especial, la compañía deberá evaluar en qué medida se transfieren los riesgos y beneficios asociados al activo transferido. En línea con lo establecido por el artículo 29-C del Reglamento de Clasificación y Valorización de las Inversiones de las Empresas de Seguros, aprobado mediante Resolución SBS N° 7034-2012, se establece que solo en la medida en que se produzca una transferencia significativa de los riesgos y beneficios, la compañía podrá dar de baja en sus cuentas la inversión.

En adición a lo expuesto, el Oficio señala que la transferencia en dominio fiduciario de una inversión inmobiliaria por parte de una compañía a un fideicomiso o a una sociedad de propósito especial, determina que dicho activo deje de tener la condición elegible. Ello en la medida en que se dejaría de cumplir con los criterios de elegibilidad contenidos en el artículo 24 del Reglamento, que establece, entre otros requisitos, que los activos en los que inviertan las compañías, incluidos los activos subyacentes, no podrán estar sujetos a cargas o gravámenes o sujetos a medidas que limiten de forma absoluta su libre transferencia.

Dicho supuesto correspondería a la transferencia de activos inmobiliarios a un fideicomiso, en el que la compañía mantuviera el riesgo sobre inmueble y sus resultados, incluyendo su pérdida o deterioro. A su vez, no sería el caso de un inmueble transferido a un fideicomiso sin retorno a cambio de recibir dinero como contraprestación, dado que la compañía se estaría desvinculando de todos los riesgos asociados al inmueble y, con ello, dando de baja en sus cuentas la inversión inmobiliaria. Tampoco sería el caso del aporte no dinerario de un inmueble a un fideicomiso de inversión inmobiliaria -un FIBRA por ejemplo-, en que la compañía estaría dando de baja la inversión en el activo inmobiliario aportado, y registrando en sus cuentas la inversión en los certificados de participación del FIBRA.

- *Metodología de valorización.* El Oficio establece que la metodología que se aplique para valorizar los inmuebles en los que inviertan los fondos de inversión inmobiliarios, fideicomisos inmobiliarios y otros vehículos que tengan subyacentes inmobiliarios, deberá estar en concordancia con el modelo de costo o valor razonable que establece la NIC 40 “Propiedades de Inversión” o la metodología de valorización establecida por las autoridades reguladoras o supervisoras de los respectivos mercados de valores y/o financieros.

Dicha precisión está en línea con lo establecido por la décima cuarta disposición final del Reglamento de Clasificación o Valorización y con lo establecido en los literales c) y d) del artículo 35 del Reglamento, que incluye dentro de la categoría de “Inversión en inmuebles y otras formas de inversión inmobiliaria” a los certificados de participación en fondos mutuos y fondos de inversión inmobiliaria, y a las participaciones en fideicomisos o en sociedades de propósito especial con inversiones inmobiliarias. Si bien dichos instrumentos de inversión corresponderían a la categoría de inversión en instrumentos de contenido patrimonial (i.e., “Instrumentos representativos de capital”, según el referido artículo 35), se establece expresamente que dichas inversiones deben ser consideradas dentro de la categoría de inversiones en inmuebles.

Asimismo, el Oficio señala que la referida metodología de valorización deberá estar

incorporada en el documento en el que conste las características del vehículo de inversión inmobiliario; y estar a disposición de la SBS. Asimismo, dispone que los referidos vehículos de inversión inmobiliaria deberán contar con una política de gestión de conflictos de intereses, que definan los lineamientos y procedimientos que aseguren la transparencia e independencia en las decisiones de inversión.

- *Proceso Automático.* Finalmente, el Oficio precisa que los únicos certificados de participación emitidos por patrimonios fideicometidos o por sociedades de propósito especial que pueden ser considerados como inversiones elegibles bajo el Proceso Automático son aquellos cuyos subyacentes cumplan con lo establecido en el inciso c.6) del artículo 25, y sean distintos a los listados en el literal d) del artículo 28 del citado Reglamento.

Conforme a ello, no podrán ser considerados como inversiones elegibles bajo el Proceso Automático, los certificados de participación que correspondan a vehículos de inversión que tengan como activos subyacentes: (i) acreencias comerciales; (ii) préstamos otorgados por empresas del sistema financiero; (iii) acreencias futuras; (iv) derechos sobre flujos o rentas provenientes de actividades económicas u operaciones en marcha; o (v) proyectos de infraestructura con aval, garantía o participación de gobiernos regionales o locales.

En conclusión, el Oficio abre la oportunidad para que las compañías puedan participar en el desarrollo de proyectos inmobiliarios a través de la inversión en patrimonios fideicometidos (y no solo de forma directa), permitiendo que dicha inversión sea considerada elegible desde que el activo subyacente esté en su fase inicial. Si bien las compañías estarían asumiendo un riesgo mayor al invertir en proyectos inmobiliarios desde su etapa inicial, lo cierto es que este riesgo de alguna forma ya es asumido cuando se trata de la inversión directa en los proyectos inmobiliarios en los que ya participan.■

1 Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, “Inversiones en inmuebles: un activo importante en los portafolios de las empresas de seguros”, Boletín Semanal N° 14, Lima, 2022.

2 Nos referimos a fideicomisos de titulación en la medida que son los únicos fideicomisos que pueden emitir valores mobiliarios.

Carlos Palma
Jefe de Renta Fija
BBVA Bolsa



Ante la respuesta de los bancos centrales frente a la inflación:

Impacto de las tasas de interés de referencia en el mercado de capitales

En el presente artículo, el autor analiza el efecto que tiene el cambio de las expectativas en torno a la tasa de política monetaria sobre la renta fija, señalando cómo los bancos centrales bajan las tasas de interés a niveles mínimos para permitir que el canal de préstamos y pagos siga funcionando, ante lo cual el autor plantea la cuestión sobre si el freno en el alza será el fin del ciclo de subida y evalúa mediante cuatro escenarios la evolución de las expectativas de tasas de interés.

La tasa de interés de referencia es el principal mecanismo de política monetaria que tienen los bancos centrales para lidiar con la inflación. La expectativa sobre el comportamiento de tasa de política monetaria mueve al mercado de capitales en todos los activos, sean de renta variable, de renta fija e incluso el tipo de cambio; además de estar ligada a lo que se espera de crecimiento e inflación en la economía.

Medidas expansivas durante la pandemia

Cuando los gobiernos implementaron medidas restrictivas de movilidad y consumo frente a la pandemia del Covid-19, el efecto directo se vio en una disminución del consumo y un incremento del ahorro, lo cual trajo problemas a la economía mundial. Frente a ello, los bancos centrales tuvieron que tomar medidas expansivas bajando la tasa de política monetaria a niveles mínimos.

En el caso del Perú, en marzo de 2020, el Banco Central de Reserva (BCRP) bajó la tasa de 2.25% a 1.25% y el siguiente mes a 0.25%, siendo este el nivel más bajo en su historia. Por otro lado, la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) bajó la tasa en marzo de 2020 de 1.75% a 1.25% y el siguiente mes a 0.25%. El principal efecto que buscaban con este movimiento de tasas era permitir que siga funcionando el canal de préstamos y pagos en los agentes que, además, enfrentaban requerimientos de liquidez urgentes.

Estos niveles bajos de tasa de interés perduraron en 2020 y buena parte de 2021. Sin embargo, el efecto de la pandemia mundial empezó a ceder y los analistas empezaron a pronosticar que las limitaciones de movilidad impuestas habían generado una demanda contenida en los consumidores que crearía una inflación persistente. Además, problemas en el mundo como la guerra entre Ucrania y Rusia empezaron a elevar los precios de los combustibles causando un shock de oferta.

Es así que el BCRP, tomando la delantera en agosto de 2021, fue uno de los primeros en subir la tasa de interés de 0.25% a 0.50% y más tarde la FED realizó el mismo incremento en marzo de 2022. Estos hechos marcaron el comienzo del ciclo alcista tanto para Perú como para Estados Unidos.

En el Perú, el inicio del ciclo alcista fue determinado por el fuerte aumento de la inflación que pasó de 2.45% en mayo de 2021 a más del doble en tres meses, 4.95%, ya muy fuera del rango meta (1% - 3%). El BCRP optó por una subida inicial de 25 puntos básicos (pbs) para luego empezar con subidas agresivas de 50 pbs cada mes hasta agosto de 2022, para luego disminuir el ritmo de alzas a partir de setiembre con 25 pbs mensuales.

La principal variable que influyó el cambio de ritmo fue que la inflación marcó un pico máximo en junio de 2022, situándose en 8.81% anualizada, para luego estabilizarse por debajo de ella. En lo que restó de 2022 hubo subidas de 25 pbs hasta 7.75% en enero de 2023. Luego de esta fecha, el BCRP optó por mantener sin cambios la tasa en las sesiones de febrero y marzo de 2023. Asimismo, cabe destacar que el contexto actual que enfrenta el país de convulsión social elevó los precios en el corto plazo, lo cual fue percibido como transitorio por el BCRP.

Los especialistas ahora se enfrentan a la pregunta de si este freno en el alza será el fin del ciclo de subidas o es un descanso. Y en caso de ser el fin, ¿cuándo iniciaría el ciclo de bajadas?

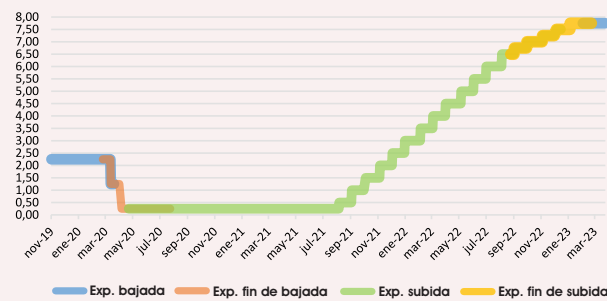
Expectativas de las tasas de interés

Para evaluar el efecto de las expectativas de las tasas de interés, se dividirá la evolución de esta en cuatro momentos: (i) expectativas de bajada de tasas de interés, (ii) expectativa de fin de bajada de tasas de interés, (iii) expectativa de subida de tasas de interés y (iv) expectativa de fin de subida de tasas de interés.

Estos momentos no están determinados fijamente, ya que al ser expectativas, la transición de un momento a otro suele traslaparse y entrar en debate hasta llegar a un consenso de mercado (véase el gráfico 1). Veamos.

- *Expectativas de bajada de tasas de interés.*
Cuando la tasa actual se percibe como la tasa más alta (tasa terminal) de un ciclo de subidas, el mercado empieza a tener expectativas de una futura bajada de tasas de interés. En esta etapa, se espera que la inflación disminuya y se observa que el

Gráfico 1. Expectativas de las tasas de interés de política monetaria, 2019-2023 (En porcentajes)



Fuente: BCRP.

efecto de las altas tasas está desacelerando la economía.

Los inversionistas en esta etapa buscan tomar la máxima duración que permite sus restricciones de inversión, mientras que los emisores prefieren posponer sus decisiones de financiamiento esperando que en el futuro puedan endeudarse a menores tasas. Ellos preferirían endeudarse en corto plazo de ser necesario.

- *Expectativa de fin de bajada de tasas de interés.* Una vez que el ciclo de bajadas ha empezado, inmediatamente el mercado se concentrará en predecir el fin del ciclo de bajadas. En esta etapa, los inversionistas todavía mantienen apetito por deuda de larga duración, pero poco a poco esta se empieza a modular y en el caso de los emisores empieza el apetito por emitir deuda.
- *Expectativa de subida de tasas de interés.* Cuando la tasa actual se percibe como la

más baja (tasa terminal) de un ciclo expansivo, el mercado empieza a revisar cuándo empezaría el ciclo alcista. La preferencia por duración de los inversionistas se reduce y el apetito por corto plazo o caja aparece, mientras que los emisores buscan endeudarse en el plazo más largo que les acomode con el fin de capturar esas tasas bajas. El factor clave que se vigila es la reaceleración de la inflación y el crecimiento.

- *Expectativa de fin de subida de tasas de interés.* Una vez que el ciclo de subidas empieza, el mercado se concentra en determinar la tasa terminal. Los inversionistas poco a poco empiezan a animarse por duraciones más largas de nuevo; los emisores que no llegaron a financiarse en tasas bajas buscan hacerlo, ahora disminuyendo sus preferencias por duración en el camino. Los inversionistas están atentos a la disminución de la velocidad del incremento de la inflación como del crecimiento de la economía.

Dicho esto, podríamos considerar que el Perú actualmente se encuentra avanzado en la etapa de expectativa de fin de subida de tasas de interés y la tasa actual de 7.75% parece ser la tasa terminal del ciclo. En este escenario, los inversionistas presentan una preferencia cada vez más clara por duración.

Por ejemplo, en el caso de fondos mutuos de corto plazo, la preferencia será definitivamente por inversiones al año, dejando de lado inversiones más cortas, mientras que en el caso de los fondos que tengan mayor duración, tratarán de buscar plazos más largos, tanto en la curva soberana como en el mercado primario y secundario de bonos corporativos.

Por otro lado, los emisores perciben mayor apetito por sus deudas y cada vez a menor *spread*. Sin embargo, aquellos sin necesidades urgentes de caja no tendrían muchos ánimos por salir a endeudarse a largo plazo, teniendo en cuenta que las tasas están muy altas.

Estos factores no son los únicos que afectan a la renta fija peruana, sino que la convulsión interna, los desastres naturales y efectos externos también hacen que los inversionistas sean más cautos en trasladar sus inversiones de duración al sector

corporativo, teniendo mayor preferencia en tomar mayor plazo en deuda soberana.

El retiro de los fondos de las AFP es clave para entender por qué la transición de búsqueda de mayores tasas y mayores *spreads* es ahora más lenta. Mientras estos inversionistas tengan el riesgo de mayores retiros, mantendrán una preferencia por papeles más líquidos para el manejo de la duración del portafolio.

Escenarios de las tasas y sus consecuencias

Entonces, ¿qué pasaría si las tasas se mantienen en estos niveles? Lo primero que sucedería es que las expectativas por una futura reducción de tasas sería lo más relevante y la convicción de que el 7.75% es la tasa terminal ganaría consenso, lo cual reafirmaría la intención de los inversionistas por tomar deuda de mayor duración.

En el caso de los fondos mutuos, sería en *spreads* corporativos de mediano plazo y las aseguradoras en el largo plazo, siendo estos los principales demandantes de nuevas emisiones en este tramo. Por su parte, la demanda por duración de las AFP seguiría siendo dependiente de las noticias por futuros retiros para poder migrar de bonos soberanos a bonos corporativos. En todo caso, el efecto se vería en una reducción en el *spread* corporativo por mayor demanda y por menor oferta de los emisores que tratarían de posponer el endeudamiento.

El escenario en el que el BCRP opte por disminuir las tasas de interés en el corto plazo no está descartado. Esto podría darse si el fenómeno de El Niño se vuelve importante en los siguientes meses y termina afectando negativamente en la demanda agregada.

Esto se traduciría en mayor demanda por duración, principalmente de créditos de grado de inversión, y poco a poco en mayor predisposición de los emisores por endeudarse. La demanda en la curva soberana podría incrementar y así mejorar el nivel de las tasas de manera general, por lo que el movimiento sería de un empujamiento positivo (*bull steepening*).

Por último, en el escenario en que el nivel actual no fuera la tasa terminal y solo fuera un descanso del ciclo alcista, se sentiría como una sorpresa negativa en el mercado. Aquellos inversionistas que tomaron decisiones de inversión frente al fin

“...podríamos considerar que el Perú actualmente se encuentra avanzado en la etapa de expectativa de fin de subida de tasas de interés y la tasa actual de 7.75% parece ser la tasa terminal del ciclo.”

del ciclo de subidas tendrían que reajustar sus expectativas; y dependiendo de si este se percibe como una continuación prolongada de incrementos, se tendría que cambiar la estrategia de duración en los portafolios. Sin embargo, este escenario es el menos probable.

Es importante destacar que las variables no anticipadas que afectan al nivel de los precios siempre tendrán que ser analizadas en el marco de si causan un efecto transitorio o persistente; ya que esto determinará la expectativa en la inflación futura y, por ende, la expectativa en el movimiento de las tasas.

Luego de un largo ciclo alcista en la política monetaria, el Perú enfrenta niveles altos de tasas de interés que han calado en los ánimos de endeudamiento de las empresas, forzando a algunas con mayores necesidades de financiación a salir a estos niveles a emitir deuda. La demanda de bonos corporativos de mediano y largo plazo no termina de despegar, debido principalmente a que los grandes inversionistas presentan el riesgo de inminentes retiros, lo cual hace que prefieran bonos soberanos por liquidez.

Es así que las emisiones corporativas que más sufren son aquellas con necesidades de emisión a mediano plazo por no encontrar suficiente demanda y tasas muy elevadas. Se espera que este escenario mejore en el corto plazo cuando el mercado empiece a adelantarse a futuras reducciones de la tasa de interés, que en mi opinión podría suceder antes de junio de este año. Los economistas de los grandes bancos peruanos ya empezaron a poner fecha para la bajada de la tasa, lo que indicaría que el río está sonando. ■

“Los especialistas ahora se enfrentan a la pregunta de si este freno en el alza será el fin del ciclo de subidas o es un descanso. Y en caso de ser el fin, ¿cuándo iniciaría el ciclo de bajadas?”

José Miguel PortoSenior Partner
Porto Legal

Problemas de agencia y eventuales conflictos de interés:

Retos del gobierno corporativo en firmas de *venture capital*

En el presente artículo, el autor analiza cómo la estructura de capital en una startup evoluciona con el tiempo, primero con los fundadores teniendo una participación significativa, pero diluyéndose a medida que el negocio crece y recauda capital, ante lo cual se crea una separación entre la propiedad y el control; en ese sentido, describe los problemas de agencia que van surgiendo entre los fundadores y los inversionistas (mayoritarios y minoritarios), y plantea algunas políticas de gobierno corporativo para equilibrar los intereses de todas las partes interesadas.

Si los fundadores de una *startup* tienen éxito haciéndola crecer y levantando capital, se verán diluidos en su participación social. Típicamente, una *startup* levanta capital a medida que el negocio va creciendo, el producto va mejorando y ciertos hitos se van cumpliendo. Una regla implícita es que los fundadores, hasta antes de la serie A, que es la primera inversión liderada por un fondo de *venture capital* y por una inversión de USD 1 millón o más, deben retener no menos del 50% de participación en la *startup*.

Esta participación de los fundadores se va diluyendo a medida que se completan rondas de financiamiento. De esta manera, las *startups* cuentan con una dinámica y estructura de capital especiales donde los fundadores inicialmente consolidan la propiedad y el control de la sociedad, pero a medida que esta crece y levanta capital, paradójicamente se diluyen, pierden participación en el negocio y se erosiona, en favor de los inversionistas, el monopolio en el control de la sociedad.

La estructura de capital de la *startup* es dinámica, asemejándose inicialmente al modelo peruano con capital concentrado y familiar, pero variando luego hacia el modelo norteamericano con capital difundido a medida que se va levantando capital.

En el modelo peruano, no existe una clara separación entre la propiedad y el control de la sociedad, sino que los accionistas concentran dicha propiedad y control, lo cual caracteriza a los fundadores en los estadios iniciales de la *startup*. En cambio, en Estados Unidos existe una clara separación entre la propiedad y el control de las sociedades, donde el capital se encuentra diluido entre una gran cantidad de accionistas y ninguno de estos tiene el interés de supervisar, fiscalizar o monitorear a los administradores de la sociedad. A medida que la *startup* levanta capital, los fundadores se diluyen hasta tener una participación minoritaria luego de la serie A.

Problemas de agencia en la gobernanza

En los estadios iniciales de la *startup*, cuando la propiedad y el control se concentra en los fundadores, existe el riesgo de que estos tomen decisiones en perjuicio de los accionistas

minoritarios. Además, no suelen contar con los recursos económicos para financiar el crecimiento de la *startup* y esta usualmente tampoco está en capacidad de generar crecimiento orgánico con fondos propios.

Sin embargo, los inversionistas están naturalmente protegidos contra excesos de los fundadores, debido a que cuentan con acceso al capital necesario para continuar financiando la *startup*, generando así una dinámica especial de dependencia donde los primeros podrían utilizar su privilegiada posición financiera para influenciar indebidamente en la gestión de la *startup*.

No obstante, cuando los fundadores se han diluido en el capital social de la *startup* tras los levantamientos de capital, la administración suele mantenerse con ellos mismos, pero el capital social, al estar más diluido, genera problemas de agencia. Estos problemas se generan porque los administradores de la sociedad no necesariamente protegerán los intereses de quienes los designaron, es decir, los accionistas, sino sus intereses propios.

En efecto, los fundadores, ahora accionistas minoritarios, tendrán un interés por proteger sus intereses minoritarios por encima de los de accionistas mayoritarios y los de la sociedad; más aun cuando saben que estos últimos, en su mayoría fondos de *venture capital* o inversionistas ángeles, tienen horizontes de inversión de corto plazo y liquidarán sus posiciones para generar una ganancia, dejando la *startup* de nuevo en manos de los fundadores y otros inversionistas.

El gobierno corporativo es la forma cómo la sociedad distribuye los roles y responsabilidades, así como el sistema de chequeos y balances entre el directorio, la gerencia, los accionistas y cualquier otro grupo con legítimo interés en la empresa, para producir una compañía de funcionamiento eficiente, orientada idealmente a generar valor en el largo plazo.¹ Las principales instituciones involucradas en el gobierno corporativo son los accionistas (reunidos en junta general), el directorio (designado por los accionistas) y la gerencia (designada por el directorio de la sociedad).

Somos de la opinión de que las políticas de gobierno corporativo se deben ir revisando y ajustando a medida que la *startup* va levantando capital. Así, en los estadios tempranos, las políticas de gobierno corporativo deben enfocarse en: (i) lograr el involucramiento de inversionistas en la gestión de la *startup*; (ii) que la sociedad mantenga debidamente informados a los inversionistas sobre la gestión de la sociedad; y (iii) la defensa de los intereses de los accionistas minoritarios (inversionistas) ante los accionistas controladores y administradores (fundadores).

En esta primera etapa, los problemas de agencia se dan por la concentración de la propiedad y la administración en manos de los fundadores, por lo que es conveniente que la *startup* cumpla con lo siguiente:

- *Smart-money*. Que levante capital de inversionistas con interés en involucrarse en el proceso de toma de decisiones o que tengan experiencia previa en la industria que se pudiera apalancar.
- *Acceso a información*. Que tenga un sistema de reportes periódicos entre inversionistas con los principales indicadores de la industria específica y demás información relevante del mercado para inversionistas.
- *Comité de gestión*. Que cuente con un comité de gestión con representación de los inversionistas, donde los fundadores puedan discutir los principales retos y acciones a tomar. Sería un espacio de retroalimentación de los inversionistas para los fundadores y, a su vez, un espacio informal donde estos rendirán cuenta sobre sus acciones y decisiones a aquellos. El comité de gestión reemplaza en estos estadios tempranos de la *startup* a la presencia del directorio que requiere compromisos firmes de los directores y también responsabilidades aparejadas, cuyo costo no se justifica en dicho estadio.
- *Código de conducta*. Dado que los fundadores desarrollan un negocio con dinero de terceros, sería importante fortalecer sus deberes fiduciarios como administradores de la sociedad, garantizando que en sus

actividades: (i) actúen evaluando con la diligencia debida y razonamiento sustentado las decisiones de la sociedad; (ii) protejan los intereses de la sociedad y el de los accionistas en su integridad (en detrimento de los accionistas minoritarios); y (iii) existan mecanismos para mitigar conflictos y evitar incurrir en situaciones de conflicto de interés que pudieran resultar en decisiones para beneficio propio, en detrimento de la sociedad y los accionistas minoritarios. Esto podría lograrse mediante la aprobación de un código de conducta de la *startup* al cual se adhieren los colaboradores y que los guíe en la gestión ordinaria de la sociedad.

Cuando la *startup* cierre su serie A, los inversionistas como grupo tendrán una participación mayoritaria en la *startup* y estarán representados en el directorio de la sociedad. Previamente, los fundadores podrían haber hecho concesiones para la protección de los intereses de los accionistas minoritarios; no obstante, otorgar sitios en el directorio es el primer gran paso hacia la cesión del control y administración de la *startup* en favor de los inversionistas. Es natural que algunos emprendedores muestren preocupación por conceder estos sitios, ya que si bien los acuerdos en directorio se adoptan por mayoría, no se debe subestimar la influencia que pueden tener los directores más sofisticados en la *startup*.

Algunas medidas a favor de los inversionistas

No olvidemos una realidad particular en las *startups* referida a que los inversionistas cuentan con acceso al capital necesario para financiarlas, por lo que podrían utilizar este acceso a fondos como un mecanismo para influenciar indebidamente la gestión en beneficio de los accionistas mayoritarios. Esta preocupación tiene mérito, ya que se está a favor de la representación de inversionistas en los directorios, así como de terceros independientes. Sin perjuicio de ello, para evitar posibles interferencias perjudiciales de los inversionistas, sugerimos la implementación de algunas medidas:

- *Reglamento del directorio*. Alineado con la recomendación del principio 18 del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas (2013), es aconsejable

contar con un reglamento de directorio que contenga las políticas y procedimientos de funcionamiento, de cumplimiento obligatorio, y que permita sancionar o reemplazar, mediante proceso expeditivo, a directores que incumplan con los deberes de diligencia y lealtad establecidos en la ley.

Se debe evaluar la posibilidad de que la *startup* también adopte y considere los intereses de terceros en la toma de decisiones para garantizar un crecimiento sostenible y socialmente responsable en el tiempo sin impactos adversos al medio ambiente y la sociedad, como viene siendo promovido por los criterios *Environmental, Social and Governance* como enfoque de inversiones, en los que algunos inversionistas buscan medir y reportar factores ambientales, sociales y de buen gobierno corporativo en las empresas en las cuales invierten.

- *Independencia de los directores*. Los inversionistas que designaron a los directores en la *startup* esperan que sus intereses estén protegidos, mientras que los deberes de diligencia y lealtad que la ley les impone a los directores les impiden privilegiar los intereses de estos inversionistas. En ese sentido, la situación más compleja que se presenta es cuando un inversionista designa como director de una *startup* a uno de sus trabajadores. Aquel director designado, por su relación de dependencia con el inversionista, solo puede proteger, bajo los términos de su relación laboral, los intereses de su empleador.

El conflicto de interés sería evidente, por lo que siempre debe procurarse que los representantes de los inversionistas en el directorio sean, de preferencia, terceros ajenos a la organización del inversionista, es decir, que los directores sean terceros independientes que los pudieran representar en el directorio para así mitigar potenciales conflictos de interés.

- *Funciones del directorio*. Es importante mencionar que el éxito o fracaso de la *startup* depende de la capacidad de gobierno corporativo de la sociedad. Bien puede el

directorio sabotear los esfuerzos del equipo gerencial de la *startup* o bien el equipo gerencial puede convertir al directorio en un órgano social inservible. En ese sentido, el directorio debe tener como rol principal trabajar para el fundador, gerente general o CEO.

Si bien la estrategia de la *startup* recae en el directorio, es el fundador, gerente general o CEO quien gerencia el día a día, tomando decisiones sobre la marcha para hacer que la *startup* salga adelante con la ayuda de su equipo. El éxito o fracaso de esta descansa en los hombros de aquel. El directorio debe cuestionar, traer nuevos puntos de vista, pero finalmente debe lograr que el fundador, gerente general o CEO sea exitoso (y así, consecuentemente, la *startup* y los accionistas).

En la medida que el equipo gerencial advierta que el directorio trabaja para él y que los directores reconozcan que trabajan para el fundador, las metas estarán alineadas y el directorio, indistintamente de quien designe al director, será la herramienta de gobierno corporativo ideal para generar valor en la *startup* y alcanzar los objetivos trazados.

Finalmente, el principal reto que se presenta en el gobierno corporativo de las *startups* es la creciente tendencia de lograr completar una oferta pública (IPO, por sus siglas en inglés) con dos clases de acciones en el mercado estadounidense, como es el caso de Facebook, Google y otros, en los cuales los fundadores y sus personas de confianza mantienen acciones de una serie que otorga diez votos por acción, en tanto que las acciones comunes que se transan en el mercado otorgan al tenedor un voto por acción.

Al otorgarle al fundador y a su círculo cercano los súper privilegios de votación antes mencionados, se genera una suerte de dictadura corporativa donde los fundadores, sin controlar la propiedad de la sociedad, efectivamente ejercen el control efectivo de la empresa, tanto en su administración como en la junta general de accionistas. Esta estructura merece amplias críticas. ■

¹ Loncharich, I. (2005). En beneficio de todos. Gobierno Corporativo. Jurídica: Suplemento de análisis legal del Diario El Peruano.

Julio Villavicencio

Docente

Pontificia Universidad Católica del Perú



Una perspectiva académico-práctica:

Impacto de las instituciones y la incertidumbre en la calificación crediticia de un país

En el presente artículo, el autor analiza cómo influyen la calidad de las instituciones y el nivel de incertidumbre de un país en la calificación crediticia soberana. El autor muestra los resultados de un reciente estudio donde prueba la hipótesis de que, si bien un avance en los aspectos macroeconómicos tendrá un efecto positivo sobre la calificación, la incertidumbre tiene el efecto opuesto y debilita el efecto positivo de las instituciones. Finalmente, a la luz de los resultados obtenidos plantea algunas reflexiones para el contexto peruano.

Los estudios muestran que existe una fuerte asociación entre calificaciones crediticias soberanas y crecimiento económico. La idea es que cuando un país tiene mayores calificaciones, el costo de financiamiento (tanto del Gobierno como de los privados) es menor y aumenta el flujo de capitales hacia el país, lo que estimula la inversión, la creación de empleo y el crecimiento económico.

Reinhart¹ muestra que las calificaciones juegan un rol fundamental en el acceso de los países a los mercados de capitales internacionales y los términos en los que este se da. Chen y otros² encuentran que un escalón de mejora (o de empeoramiento) en la calificación aumenta (o reduce) en 0.6% (o 0.3%) la tasa de crecimiento promedio de cinco años. De otro lado, Chen y otros³ concluyen que caídas en las calificaciones crediticias afectan adversamente la inversión privada, porque generan cambios en el costo de capital que pueden cambiar el valor presente de los proyectos, dándole más valor a la opción de esperar a la llegada de más información. Lo inverso sucedería en una mejora de calificación, es decir, los proyectos se acelerarían.

Adicionalmente, investigaciones como la de Duygun y otros⁴ hallan que las calificaciones crediticias tienen un efecto positivo en la disciplina fiscal del sector público, lo que coadyuvaría a un crecimiento mayor de largo plazo. No obstante, la relación entre disciplina y calificación crediticia será más fuerte mientras mayor sea la calidad de la institucionalidad. Los países que logran separar la política del servicio público son más exitosos en lograr una mayor disciplina cuando hay una mejora en la calificación.

Macroeconomía, instituciones e incertidumbre

Las calificadoras de riesgo (en adelante, CR) existen porque permiten resolver lo que se conoce como problemas de agencia causados por la asimetría de la información entre los emisores de deuda (agentes) y los inversionistas (principales). Las CR emiten calificaciones de riesgo para que los inversionistas puedan diferenciar entre emisores de acuerdo con su nivel de solvencia; así, mientras mayor sea dicho nivel, menor será el costo de su financiamiento.

No obstante, otro problema de agencia se da entre las CR (principal) y los emisores (agentes). Los emisores pueden dar información imprecisa sobre su situación a las CR o terminar cambiando su comportamiento luego de obtener una calificación (riesgo moral). Esta situación empeora cuando el entorno es de alta incertidumbre, lo que hace difícil leer la situación de un emisor (antes y después de establecer la calificación) y, por tanto, tendrá un impacto negativo sobre la evaluación de su calidad crediticia. Adicionalmente, las CR, para cuidar su reputación, monitorean permanentemente la situación crediticia de los emisores luego de establecer la calificación, donde la amenaza de una rebaja en la nota se convierte en un arma disciplinaria.

Siguiendo esta teoría, en un reciente *paper* que escribimos con Nelson Ramírez y Renato Rojas⁵ encontramos que para determinar las calificaciones crediticias no solo importa el factor macroeconómico, sino también el nivel de las instituciones y la incertidumbre del país, así como la interacción entre estas dos. Por ejemplo, son indudables los avances que el Perú ha tenido en aspectos macroeconómicos en los últimos 20 años, siendo las políticas fiscales y de endeudamiento las que aportan de manera más positiva a nuestra calificación. Esto se logró mediante la búsqueda de la independización de dichas políticas,⁶ pero, ¿qué sucede con las instituciones y la incertidumbre sobre el futuro del país?

En general, las instituciones son las reglas formales e informales que nos permiten vivir como sociedad (nos alejan de la ley de la selva), proporcionando la estructura sobre la cual interactuarán individuos y organizaciones, así como estableciendo los incentivos que influenciarán sus conductas. Para el premio Nobel de Economía Douglas North,⁷ las instituciones son cruciales para el desarrollo porque reducen los costos de transacción, crean confianza y proveen estabilidad. Para ello, es necesario respetar los derechos de propiedad para que los individuos y las empresas tengan los incentivos para invertir, emprender e innovar.

También es importante hacer cumplir los contratos para que los agentes puedan tener la confianza de que los términos acordados serán cumplidos y que cualquier disputa se resolverá de manera justa y eficiente. Buenas instituciones crean un ambiente donde es posible emprender inversiones de largo plazo, incrementando el crecimiento de la economía. Más aún, para Acemoglu y Robinson,⁸ el tipo de instituciones (extractivas vs. inclusivas) puede ayudar a explicar por qué fallan los países. Para estos autores, la corrupción es una variable clave porque crea un ambiente de leyes que benefician solo a quienes controlan el poder, generando instituciones contraproducentes para el desarrollo.

Así, las instituciones son muy relevantes para la economía de un país y, por ello, la hipótesis es que mejores instituciones generan mejores calificaciones crediticias. No obstante, existen diferentes formas de definir y medir las instituciones en la realidad. En línea con lo mencionado en el párrafo anterior, en nuestra investigación tomamos los indicadores del Banco Mundial que muestran una medida agregada y sus componentes: (i) control de corrupción que mide la percepción de cuánto del poder público se utiliza para una ganancia privada; (ii) la efectividad del gobierno asociado a la calidad del servicio público; (iii) la estabilidad política que mide la violencia o inestabilidad motivada por este factor; (iv) la calidad regulatoria que es la capacidad de implementar adecuadas políticas públicas y regulaciones; (v) el imperio de la ley que mide la confianza en las reglas de la sociedad; y (vi) la voz y rendición de cuentas que responden en qué medida los ciudadanos participan en la selección de su gobierno y la libertad de expresión.

Finalmente, más allá de la situación de la macroeconomía y de las instituciones actuales, es importante también incluir la incertidumbre sobre la economía y política. Esta variable refleja la incertidumbre en las mentes de los inversionistas, consumidores, gerentes y responsables de política acerca del futuro (que puede o no pasar). Encontrar una medida de la incertidumbre también es una tarea difícil, sobre todo si queremos tener un indicador en el tiempo para un número amplio de países que nos permitan tener

resultados robustos en los impactos que buscamos medir. Para ello utilizamos *World Uncertainty Index* (Ahir y otros).⁹

Nuestra hipótesis en el artículo antes mencionado es que la incertidumbre es un velo que hace difícil a las CR conjeturar sobre el futuro de un país (o una empresa) y, por tanto, hacer una evaluación precisa *ex ante* y *ex post* sobre la calificación de riesgo de un país. Por esta razón, a mayor incertidumbre, esperaríamos una mayor penalización en el puntaje final que obtendrá el país o entidad evaluada. No obstante, tenemos una hipótesis adicional, una alta incertidumbre por factores económicos y/o políticos puede debilitar el impacto positivo de las instituciones.

Resultados

El estudio abarcó desde 2003 hasta 2020 para una muestra de 70, 69 y 66 países para las tres principales CR: *Moody's*, *Standard & Poor's* y *Fitch*, respectivamente.

En la investigación encontramos que logran probarse nuestras hipótesis referentes a que buenos fundamentos macroeconómicos e instituciones sólidas mejoran las calificaciones de riesgo, mientras que la incertidumbre las empeora. Este resultado se repite si consideramos los componentes de las instituciones mencionados líneas arriba en vez del índice agregado. Sin embargo, lo más importante es que, tal como conjeturábamos, existe una interacción negativa donde mientras mayor sea la incertidumbre, el impacto positivo de tener buenas instituciones se reduce. Este resultado es consistente en las tres CR analizadas y es robusto a los métodos de estimación utilizados.

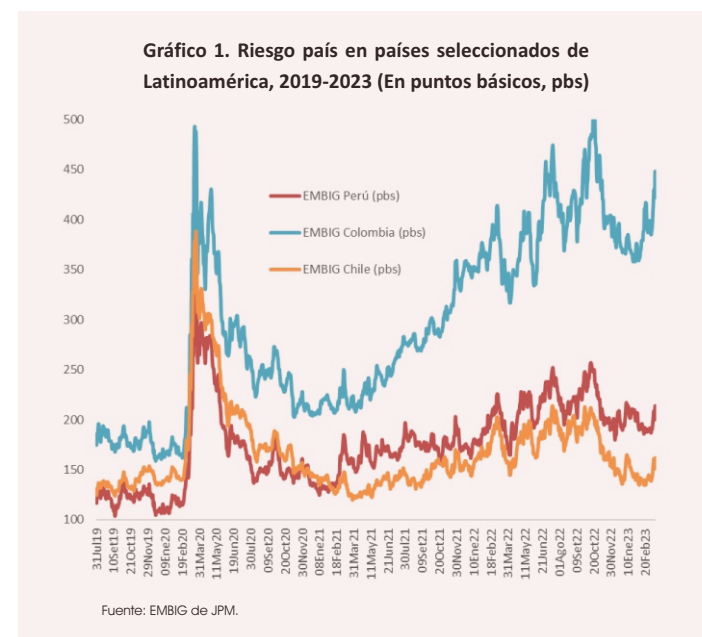
No obstante, en el análisis por componente de las instituciones y su interacción con la incertidumbre, encontramos que son la corrupción y el imperio de la ley las variables institucionales que generan una interacción negativa relevante (estadísticamente significativa) en todas las CR y en todos los modelos, en línea con la importancia que habíamos descrito arriba. La interacción de la efectividad del gobierno y de la estabilidad política con la incertidumbre solo son significativas para *Moody's* y *Standard & Poor's*. Por su parte, la

interacción entre calidad regulatoria y la voz y rendición de cuentas solo son relevantes para *Standard & Poor's*.

Algunas notas sobre el Perú

Como apunta *The Economist Intelligence Unit*,¹⁰ en los últimos siete años ha habido seis presidentes y tres congresos. Peor aun, durante el gobierno de Castillo hubo más de 80 ministros, muchos sin experiencia o involucrados en actos de corrupción, y en el actual gobierno ya se contabilizan 60 lamentables fallecimientos en las protestas por la poca efectividad en el manejo de la situación política.

Estos hechos afectan el nivel de incertidumbre del país y presionan sobre las principales instituciones, activando la interacción negativa entre ambas. Esto permite explicar las rebajas en la calificación crediticia en línea con los resultados mostrados arriba. No obstante, la institucionalidad de la política económica, sobre todo fiscal, aún no se afecta, y esto puede ser una de las explicaciones de por qué el riesgo país ha comenzado a mostrar señales de mejora en las últimas semanas, quedando a solo alrededor de 50 puntos básicos de Chile (véase el gráfico 1).



Si la institucionalidad del manejo económico se mantiene independiente del proceso político y se siguen las vías democráticas existentes, pacíficas y con respeto a los derechos humanos para

resolver los conflictos que podamos tener como sociedad, es poco probable que perdamos la categoría de grado de inversión. No obstante, si el populismo y la corrupción comienzan a amenazar dicha institucionalidad y aumenta la incertidumbre del país, es probable que tengamos malas noticias a futuro.

Afortunadamente, nuestras instituciones (a diferencia de otros países) aún nos dan la libertad de elegir nuestro futuro como peruanos, por lo que tendremos la oportunidad de elegir volver al rumbo de la mejora permanente de nuestro país.

Finalmente, como peruanos aún tenemos una institucionalidad que (a diferencia de otros países) nos permite elegir nuestro propio futuro, donde podamos decidir revertir este retroceso y volver a la búsqueda de la mejora como país. ■

- Reinhart, Carmen M. (2002). "Default, Currency Crises, and Sovereign Ratings", *The World Bank Economic Review*, Volume 16, Issue 2, agosto, pp. 151-170. <https://doi.org/10.1093/wber/16.2.151>
- Sheng-Syan Chen, Hsien-Yi Chen, Chong-Chuo Chang, Shu-Ling Yang (2016). "The Relation Between Sovereign Credit Rating Revisions and Economic Growth", *Journal of Banking & Finance*, Volume 64, pp. 90-100. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.10.012>
- Sheng-Syan Chen, Hsien-Yi Chen, Chong-Chuo Chang, Shu-Ling Yang (2013). "How Do Sovereign Credit Rating Changes Affect Private Investment?", *Journal of Banking & Finance*, Volume 37, Issue 12, pp. 4820-4833. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.09.002>
- Meryem Duygun, Huseyin Ozturk, Mohamed Shaban (2016). "The Role of Sovereign Credit Ratings in Fiscal Discipline", *Emerging Markets Review*, Volume 27, 2016, pp. 197-216. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.05.002>
- Ramírez-Rondán Nelson R., Renato M. Rojas-Rojas, Julio A. Villavicencio (2023). "Political Institutions, Economic Uncertainty and Sovereign Credit Ratings", *Finance Research Letters*. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103656>
- Para mayor detalle sobre las mejoras en el ámbito de la política fiscal, véase Villavicencio, Julio y Augusto Rodríguez (2023), "Política fiscal y de endeudamiento en el nuevo siglo: dos caras de una misma moneda", en O. Dancourt y W. Mendoza (Eds.), *Ensayos macroeconómicos en honor a Félix Jiménez* (pp. 253-289). Pontificia Universidad Católica del Perú.
- North, D. (1990). *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*. Cambridge University Press, Cambridge, MA.
- Acemoglu, Daron, and James A Robinson (2012). *Why Nations Fall: The Origins of Power, Prosperity and Poverty*. New York: Crown, 1st. Edition, p. 529.
- Cabe señalar que también se probó con otros indicadores, no habiendo cambios significativos en los resultados. Ahir, H., Bloom, N., Furceri, D. (2018). *The World Uncertainty Index*. Stanford mimeo.
- EIU (2023). *Democracy Index 2022: Frontline Democracy and the Battle for Ukraine*.

Magaly Martínez
Consultora



Una estrategia para fortalecer los mercados financieros:

Beneficios y desafíos de la integración de los mercados de valores

En el presente artículo, la autora muestra cómo las iniciativas de integración de las bolsas de valores han construido mercados de valores más fuertes y competitivos, convirtiéndose en una fuente de crecimiento para las economías de los países que las integran; en ese sentido, discute los beneficios de estas iniciativas para los inversionistas, las empresas emisoras, los intermediarios y los propios mercados de valores, analizando el caso de la integración de los mercados de Perú, Colombia y Chile.

Las bolsas de valores tienen una relación directa con la economía de un país, pues reflejan sus condiciones económicas. Si estas son favorables, las empresas se financiarán a tasas atractivas, aumentarán su producción y experimentarán mayores rentabilidades, generando empleo y desarrollo. Por su parte, los inversionistas, sobre todo los *retail*, tendrán la posibilidad de rentabilizar sus ahorros, accediendo a coparticipar en los beneficios y riesgos de las grandes iniciativas empresariales.

Cuanto más líquida sea una bolsa, habrá más oportunidades de financiamiento para las empresas y más oportunidades de realizar su inversión para el inversionista. El acceso de los inversionistas a las bolsas refleja la confianza que tienen sobre las perspectivas económicas del país.

Es por ello que, con el afán de buscar mercados financieros más eficientes y líquidos, y atender a las exigencias de un entorno económico globalizado que se encuentra en constante cambio, desde hace varios años se vienen creando en el mundo -inicialmente en Europa y luego en el continente americano y asiático- varias iniciativas de integración de mercados y de bolsas de valores.

Entre ellas, destacamos las de *Euroclear Group*, *Euronext*, Bolsas y Mercados Españoles (BME), *Clearstream*, *OMX*, *Nasdaq OMX Group* y *NYSE Euronext*, en el continente europeo, y las de *CME Group*, *NYME* (*New York Mercantile Exchange*), *BM&BOVESPA*, y la iniciativa de la Asociación de Bolsas de Centroamérica y el Caribe (BOLCEN) que hoy lleva el nombre de Asociación de Mercados de Capitales de las Américas (AMERCA).

Beneficios de las integraciones

Estas iniciativas de integración, ya sean nacionales, regionales o internacionales, han demostrado que los mercados de valores han buscado diferentes mecanismos para hacerse más fuertes y competitivos, convirtiéndose en fuente de crecimiento para las economías de los países que las integran.

Los beneficios que han traído estas iniciativas de integración (véase el cuadro 1) han sido fuentes de

inspiración para que, entre los años 2007 y 2011, la Bolsa de Valores de Lima (BVL), la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS), y los tres depósitos de valores -Cavali, Deceval, y el Depósito Central de Valores (DCV)- desarrollen y pongan en marcha el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), con el objetivo de ser más competitivos frente a otros actores globales, principalmente frente al mercado mexicano y al brasileiro.

Gráfico 1. Beneficios de las integraciones de los mercados de valores

Para los inversionistas
Acceso a mercados de capitales más atractivos: - Una oferta más amplia y diversificada de instrumentos de inversión. - Al acceder a mercados más líquidos, los inversionistas pueden vender de forma rápida y fácil sus activos si necesitaran disponer de efectivo. Mejor situación para la formación de precios Idénticos estándares de información de valores y empresas emisoras
Para las empresas emisoras
Mayor visibilidad en los mercados, mayor acceso a financiamiento Costos con economía de escala para la emisión de valores Menores costos de cumplimiento de requisitos de información
Para los intermediarios
Acuerdos comerciales para la operativa transfronteriza. Sinergias con sus colegas de la región, y desarrollo profesional. Mayor oferta de inversión e idénticos estándares de información de valores y empresas emisoras. Reducción de costos de transacción, al utilizar una sola plataforma para el registro de los valores, y la negociación y liquidación de las operaciones. Asimismo, una sola plataforma para la difusión de información de los emisores de valores a los respectivos mercados.
Para los mercados de valores
Mayores volúmenes de negociación en las bolsas: más emisores, más inversionistas, más operaciones. Mayor nivel de liquidez, que atrae mayores niveles de inversión impactando Producto Bruto Interno (PBI) Mayor capitalización bursátil, indicador del tamaño del mercado de capitales respecto a la economía del país. Como consecuencia de la liquidez y profundidad del mercado, eficiencia para la formación de precios. Mayor presencia y visibilidad de las bolsas en el ámbito regional o internacional. Intercambios de innovación y tecnología. Reducción de costos al integrar infraestructura, como son las plataformas de contratación, y liquidación de operaciones, entre otras.

Elaboración propia.

El MILA y sus beneficios

El MILA inició sus operaciones el 30 de mayo de 2011, y si bien no alcanzó las cifras esperadas en número de transacciones, fue un proyecto de integración beneficioso pues constituyó el inicio del proceso de integración de los mercados de capitales de Perú, Colombia y Chile. Esta consolidación permitió configurar al MILA como el mercado número uno en la región en número de emisores de renta variable, el segundo en capitalización bursátil y el tercero en volúmenes negociados (véase el cuadro 2).

Gráfico 2. Modelo de integración MILA de mercados de valores

Emisores	Listado en los mercados de origen
Intermediarios	<u>Acuerdos de corresponsalia</u> - Se permite el ruteo de órdenes entre casas de bolsa de cada uno de los tres países hacia los mercados de origen. - La responsabilidad de la negociación, compensación y liquidación de las operaciones es del intermediario local.
Negociación	<u>Valores de renta variable</u> La negociación era bajo las reglas de cada uno de los países. Cada bolsa mantiene su plataforma de negociación, pero se integran mediante plataformas de calce.
Compensación y liquidación	<u>Compensación y liquidación transfronteriza</u> - Los depósitos de valores abrieron cuentas ómnibus bilaterales para la liquidación de valores. - Los fondos eran liquidados entre los intermediarios corresponsales.
Regulación	Adecuaciones y armonización de la regulación para permitir el acceso de intermediarios extranjeros en los sistemas de negociación de cada país a través del enrutamiento intermediado. En el Perú, se autorizó que los emisores de países miembros del MILA realicen ofertas públicas secundarias de renta fija y variable; y que se difundan en el mercado peruano, ofertas públicas primarias de los emisores de los países del MILA.
Supervisión	- Acuerdos de Información - Reconocimiento de mercados y valores.

Elaboración propia.

Necesidad de un Mercado Único Regional

Si bien el MILA trajo beneficios, se identificaron deficiencias en su funcionamiento como la ausencia de reglas únicas y una integración real de los procesos y de las infraestructuras de negociación, compensación y liquidación de valores.

Asimismo, no había una sola mirada de crecimiento de un mercado integrado. Cada una de las bolsas tenía su propia estrategia de crecimiento y de desarrollo de mercado, tomando acuerdos independientes de inversión en temas de infraestructura y tecnología, y de incursión en nuevos proyectos y unidades de negocio.

Es por ello que, hacia fines del año 2018, considerando las lecciones y experiencias del MILA y con la motivación de seguir creciendo y avanzando en la profundidad, liquidez y oferta de nuevos productos y servicios para sus mercados, las administraciones de la BCS, la BVC, y del Grupo Bolsa de Valores de Lima (Grupo BVL) -el *holding* de la BVL y Cavali- iniciaron un análisis de opciones para lograr una mayor integración de los mercados de los tres países.

A fines de 2021, y luego de los correspondientes análisis y *due diligence*, los directorios de las mencionadas instituciones acordaron un modelo de integración corporativa y de propiedad, a través de la cual se conformaría una *Holding* Regional de las entidades existentes en Perú, Chile y Colombia que presten los servicios de negociación, liquidación, depósito, custodia, y de la cual serían accionistas los actuales accionistas de BCS, de la BVC y del Grupo BVL.

De esta manera, el directorio de la *Holding* Regional, conformado por los representantes de las tres entidades, tomará decisiones uniformes y oportunas que permitirán el alineamiento estratégico para el desarrollo de un mercado integrado, que beneficie a los accionistas de las tres entidades y a los demás grupos de interés.³

Retos y desafíos de la integración regional

Las integraciones presentan desafíos y preocupaciones que deben abordarse y superarse para una implementación exitosa. En la integración regional, los principales desafíos a resolver son los siguientes:

- *Modelo de gobernanza y toma de decisiones de la Holding Regional.* Considerando que la formulación de la estrategia es fundamental para la integración de los tres mercados, se ha definido un modelo de gobernanza de la *Holding Regional* que deberá contar con las mejores prácticas globales ASG.

Asimismo, deberá definirse una matriz de decisiones corporativas que formalice la aprobación y supervisión de los acuerdos que tomen el directorio de la *Holding* Regional y sus comités tanto sobre esta como sobre las

subsidiarias/filiales de los tres países,⁴ tanto en temas corporativos -planeamiento estratégico, presupuestos, inversiones, nombramientos de directores y gerentes, retribuciones y dietas- como en temas de desarrollo del mercado integrado; así como un flujo de información de dichas subsidiarias/filiales hacia el directorio de la *Holding* Regional.

- *Integración de los modelos de negocio e infraestructura tecnológica.* Si bien se busca establecer un modelo de mercado donde los participantes de cada país puedan operar directamente a través de una sola plataforma de negociación que cuente con las mismas reglas, el gran reto será evaluar el mejor modelo e infraestructura para la liquidación de las operaciones transfronterizas. Hoy la BVC y la BCS liquidan los fondos de las operaciones a través de una Cámara de Contraparte Central (CCC), mientras que el Grupo BVL lo hace a través de Cavali. Ante esto, cabe preguntarse: ¿se tendrá una sola CCC o cada mercado liquidará con su propia CCC (para lo cual se deberá crear una en el Perú)?

La oferta de valores integrada comprende empresas que se cotizan en soles, dólares, pesos chilenos y pesos colombianos, por lo que un tema a resolver es el tema cambiario y el neteo multimoneda. Aquí cabe preguntarse: ¿se llegará a integrar los depósitos de valores para la liquidación y custodia de valores?

- *Armonización normativa y regulatoria.* Se requiere la armonización normativa y regulatoria que permita el acceso de intermediarios, emisores e inversionistas a un mercado único, y que mantenga los estándares internacionales IOSCO. Los reguladores deberán tener en cuenta, al momento de aprobar estas normas, el reconocimiento de los intermediarios para operar en el mercado integrado, sin que sea necesario que estos obtengan autorizaciones de funcionamiento en cada país; un mismo estándar de divulgación de la información; el

“...Esperamos que este año se concrete la integración de la propiedad en una Holding Regional y se inicie el proceso de adecuaciones regulatorias en cada país.”

trato local de los valores inscritos en cada una de las bolsas; y el mayor uso de mecanismos de cobertura para hacer frente al riesgo cambiario.

- *Supervisión del mercado común.* Es fundamental la coordinación de las autoridades de los tres países para avanzar rápidamente con los desafíos regulatorios. Los reguladores deberán velar que el modelo integrado cumpla con los más altos estándares de transparencia y de protección al inversionista, y que a la vez sea una propuesta potente para competir con los demás mercados de la región.

Como se aprecia, hay una larga agenda que cumplir para el funcionamiento del mercado integrado. Esperamos que este año se concrete la integración de la propiedad en una *Holding* Regional y se inicie el proceso de adecuaciones regulatorias en cada país. ■

1 Tales como acuerdos de corresponsalia entre los intermediarios, integración de plataformas de negociación y de liquidación, fusiones de bolsas, creación de compañías *holding* de las unidades de negocio de las diferentes instancias de la cadena de valor como son la bolsa de valores, el depósito de valores, la cámara de contraparte central, etc.

2 Para revisar más los beneficios del MILA, véase Romero, José Fernando. *Integrando mercados, MILA, motor de la Alianza del Pacífico*. 2014.

3 Grupo BVL. *Integración de los mercados de capitales de Chile, Colombia y Perú*. Sección Expediente Integración Regional. Recuperado de: <https://www.grupobvl.com.pe/relationship-investor?e=plataforma>

4 Nos referimos a las subsidiarias y filiales que prestan los servicios de negociación, liquidación, depósito y custodia..



Seminario de Procapitales discute hallazgos de un estudio de impacto:

Promoción del mercado de valores y exoneraciones tributarias

Con el objetivo de discutir la relevancia de las exoneraciones tributarias aplicadas a las rentas y ganancias de capital en el mercado de valores como herramienta de promoción de dicho mercado, así como dar a conocer los resultados de un estudio que evalúa su impacto en el mercado local, además de los alcances de las recientes modificaciones normativas a este respecto desde una perspectiva legal-tributaria, la Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales (Procapitales) realizó, el 23 de marzo de 2023, el seminario "Promoción del mercado de valores y exoneraciones tributarias", el cual se llevó a cabo de manera presencial y contó con 26 participantes.

Impacto de las exoneraciones tributarias

Alonso Segura, docente de la PUCP y exministro del Economía y Finanzas, y Julio Villavicencio, docente de la misma casa de estudios y *portfolio manager*, abordaron el tema de las exoneraciones tributarias como instrumento de promoción del mercado de valores y la participación de inversionistas *retail*, mostrando los resultados de un estudio en el que se analiza el impacto de dicho instrumento en el ámbito del mercado doméstico de renta variable en los últimos años.

Segura sostuvo que resulta difícil evaluar con precisión el impacto real de la exoneración tributaria sobre la liquidez del mercado accionario, pues esta se encuentra afectada por diversos factores exógenos. Más allá de ello, señaló que durante el período en que no hubo exoneración, la aplicación del impuesto, pese a ser una tasa reducida, tuvo un impacto negativo sobre la liquidez medida tanto por la presencia bursátil como por la rotación de acciones.

Argumentó que la normativa aplicable a la exoneración tributaria no debería cambiarse una y otra vez en periodos cortos de tiempo, ya que esto genera incertidumbre y resta predictibilidad regulatoria. Señaló que los incentivos para un determinado sector requieren de estabilidad en el tiempo; pese a ello, los umbrales para calificar la exoneración se han modificado repetidas veces, dificultando la evaluación del impacto por la aplicación de las exoneraciones. Destacó que el impacto sobre la presencia bursátil fue positivo en las empresas que contrataron formadores de mercado, a fin de mejorar su liquidez.

Cuando se habla de tratamiento tributario respecto a las ganancias de capital, indicó que no es posible encontrar un régimen uniforme aplicable a todos los países, sino diversos regímenes, tanto para países avanzados como emergentes (como sucede en la Alianza del Pacífico). También cuestionó un estudio del Fondo Monetario Internacional que recomendaba eliminar la exoneración, señalando que dicho estudio no había considerado las condiciones que diferencian a los mercados.

Segura aludió a la reciente prórroga de la

exoneración del impuesto a las ganancias de capital durante el ejercicio 2023. Al respecto, destacó algunos argumentos a favor de la permanencia de la exoneración. Primero, señaló que, respecto a sus pares de la Alianza del Pacífico, el mercado de capitales peruano tiene un menor grado de desarrollo y profundidad. Segundo, existe un limitado sacrificio fiscal que puede verse aminorado si los incentivos negativos de una mayor carga tributaria reducen aun más la profundidad de estos mercados. Tercero, existe una serie de condiciones adversas que el Perú viene enfrentando en los últimos años, como choques sucesivos derivados de la pandemia, inflación, alzas de tasas de interés, restricciones en el acceso al crédito, retiros de los fondos de pensiones (que ha reducido los portafolios de inversiones), entre otros.

Concluyó la primera parte de su intervención señalando que otro argumento a favor de la exoneración es la creciente participación de personas naturales en el mercado de valores en el último año, y la necesidad de crear una cultura de inversión en el mercado de capitales local como alternativa al mercado bancario tradicional, más aun dada la menor participación de inversionistas institucionales locales y extranjeros.

Por su parte, Julio Villavicencio explicó la metodología para el desarrollo del estudio y mostró sus principales hallazgos, señalando que se había utilizado como indicadores de la evolución de la liquidez la rotación de activos (i.e., volumen negociado sobre capitalización bursátil) y, por otro lado, la presencia bursátil. Anotó que ambas variables se redujeron sostenidamente durante la aplicación del impuesto (2010-2014), al tiempo que destacó que tras la introducción de la exoneración e incentivos para generar presencia bursátil, hubo una recuperación parcial en ambos indicadores durante dos años, aunque a partir de allí, hay trayectorias zigzagantes.

El expositor recordó que la regla inicial para la exoneración, prevista para el subperíodo 2016-2018, estableció un umbral regulatorio de 15% para determinar la presencia bursátil de una acción (i.e., porcentaje de días hábiles de negociación en bolsa en los últimos 180 días, siempre que el monto diario sea mayor a 4 UIT).

Pero dicha regla solo se aplicó durante 2016, pues para el subperíodo 2017-2019, el umbral de presencia bursátil subió a 35%. Más tarde, para el subperíodo 2020-2022, se incrementó nuevamente dicho umbral para que sea aplicable la exoneración a 45%.

Villavicencio sostuvo que, para tener una estimación acertada del impacto de la exoneración, debe observarse otros factores que pueden influir sobre la liquidez de la bolsa. El estudio muestra evidencia de que el impuesto es una variable que tiene un impacto negativo sobre la liquidez una vez controladas variables tales como el desempeño de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y el riesgo país, aunque este impacto es menor que el teórico pues poco menos del 20% de la negociación la realizaban inversionistas institucionales (AFP) exonerados del impuesto.

Detalló que durante la vigencia del umbral de 35%, el impacto de la exoneración fue positivo para las acciones en general, lo que podría explicarse porque las acciones con presencia bursátil entre 15% y 35% ahora pertenecerían a este grupo. Agregó que se registró una caída modesta en la presencia bursátil de las acciones más líquidas. Respecto a la vigencia del umbral de 45%, el impacto negativo global no fue estadísticamente significativo, aunque las acciones medianas y altamente líquidas tuvieron un impacto positivo aunque modesto.

El expositor advirtió que un riesgo latente es la presión vendedora de los fondos de pensiones no solamente por los continuos retiros decretados legislativamente, sino también debido a una norma del regulador estableciendo límites al flotante que las AFP pueden tener, todo lo cual conlleva a la liquidación de posiciones. Planteó la delegación de esta cartera para que haya actores más pequeños que dinamicen la negociación de las acciones.

Sostuvo que, tras la salida de inversionistas institucionales, la participación de personas naturales residentes en el volumen negociado ha aumentado (de 18.6% en promedio en 2016-2020 a 29.2% a inicios de 2023), aunque no es posible saber si es un efecto temporal o un cambio más permanente, advirtiendo que cualquier cambio

en la norma de exoneración a las ganancias de capital tendría un impacto sobre estos inversionistas.

Por el lado de las empresas, el autor recomendó que una medida a tomar puede ser incluir formadores de mercado como guía para las inversiones, ya que no siempre habrá exoneraciones. El expositor concluyó indicando que la liquidez es una de las variables fundamentales para evaluar el grado de desarrollo de un mercado de valores, por lo que existen grandes retos pendientes en el mercado local.



Figuran de izq. a der.: Gerardo M. Gonzales (Procapitales), Julio Villavicencio (PUCP), Alonso Segura (PUCP) y Álvaro Arbulú (EY Perú)

A modo de conclusión, Segura retomó la presentación, señalando que la introducción del impuesto a las ganancias de capital tuvo un impacto negativo sobre la liquidez del mercado de valores, mientras que la exoneración vigente tiene un impacto favorable, aunque modesto. Resaltó que todos los países de Alianza del Pacífico mantienen esquemas tributarios preferenciales a las ganancias de capital, siendo el régimen preferencial peruano para personas naturales domiciliadas el más generoso; justificó tal situación dado que el mercado de capitales peruano es el menos desarrollado, profundo y líquido, por lo que resulta necesaria la permanencia de un régimen preferencial. Culminó señalando que los beneficios tributarios son insuficientes para desarrollar el mercado de capitales, por lo que resulta imprescindible una estrategia público-privada de mediano plazo para promover su desarrollo de manera sostenible.

Una mirada legal-tributaria

El socio líder del área de Tributación Financiera de EY Perú, **Álvaro Arbulú**, brindó unas reflexiones sobre las exoneraciones tributarias en el mercado de valores desde una óptica legal-tributaria. Así, sostuvo que la importancia de las exoneraciones se basa en que el Estado deja de recibir ganancias en aras de un beneficio mayor, que en este caso era aumentar la bursatilidad.

El expositor recordó que hasta el año 2009, existía una exoneración tributaria distinta, en la que todas las inversiones, sin condiciones, estaban exoneradas. Sin embargo, a partir de 2010, esta normativa se derogó y no tuvimos exoneración hasta muchos años después, aunque se tenía la opción de hacer un *step up* del costo tributario en la diferencia entre lo que se pagó realmente y la última cotización al cierre de 2009, siendo la lógica gravar la apreciación del valor a partir del cambio, y remarcó que esta figura no se ha considerado en la última exoneración tributaria, que ha dejado de regir para las personas jurídicas domiciliadas y no domiciliadas.

Respecto a los elementos que no han variado con la Ley N° 31662, publicada el 30 de diciembre de 2022 y que extiende la exoneración hasta el 31 de diciembre de 2023, Arbulú destacó que se mantienen los valores comprendidos, el límite del 10% o más de valores emitidos, y la exigencia de presencia bursátil. Entre las modificaciones introducidas, destacó, en primer lugar, que se han retirado de la exoneración a todas las personas jurídicas y solo se mantienen a las personas naturales domiciliadas, sociedades indivisas y sociedades conyugales domiciliadas o no domiciliadas, lo que incluye fondos de inversión y fideicomisos extranjeros como excluidos.

Otro cambio es que la exoneración aplicará solamente a las primeras 100 UIT de ganancias durante el ejercicio 2023, aduciendo que este es el umbral que tiene una persona de inversión promedio. Agregó que la inafectación a los fondos de pensiones y seguros de vida, por su naturaleza, se mantiene vigente.

En base a ello, el expositor señaló que hay que considerar cómo se aplican las reglas de la exoneración en Cavali, indicando que a través de

la bolsa es posible vender valores peruanos y extranjeros, siendo la exoneración aplicable únicamente para las enajenaciones en bolsa que califiquen como exoneradas, aunque advirtió que se tiene un tratamiento distinto para los valores peruanos y extranjeros en conjunto, en cuyo caso, el Ministerio de Economía y Finanzas ha señalado que primero se aplica la exoneración a los valores peruanos. Arbulú resaltó que en el caso específico de las sociedades conyugales que optaron por tributar como tal y que hayan comunicado dicha condición a Cavali, estas solo pueden aplicar la exoneración una vez, situación distinta a cuando se actúa como persona natural, ante lo cual cada uno de los cónyuges tendrá la exoneración de 100 UIT.

Otro de los puntos importantes que remarcó Arbulú fue la forma de regulación de la exoneración tributaria en las jurisdicciones de Alianza del Pacífico. En el caso de México, mencionó que las personas naturales domiciliadas locales no tienen exoneración por enajenaciones en bolsa, y que los no domiciliados cuentan con esta medida siempre y cuando exista un convenio de doble tributación; por tanto, esta medida puede aplicarse dado que el Perú tiene convenio de esta índole con México. En el caso de Chile, la exoneración se aplicaba antes a cualquiera que vendiera valores a través de bolsa con presencia bursátil, pero actualmente solamente se aplica a inversionistas institucionales que cumplan con la regla de bursatilidad. Por último, en Colombia inicialmente se pensaba eliminar totalmente la exoneración, pero finalmente se decidió mantener la exoneración por la enajenación de valores a través de bolsa siempre y cuando no se venda más del 3% de los valores emitidos.

El autor concluyó su presentación destacando el rol de agente de retención de Cavali, señalando que este no retiene a personas jurídicas domiciliadas, sino que lo hace a ganancias de capital obtenidas por enajenaciones realizadas a través de la BVL por no domiciliados o personas naturales. Asimismo, advirtió que es responsabilidad de cada inversionista enviar la comunicación sobre el costo computable a Cavali a través de su bróker local, y si no lo hace, Cavali está obligada a efectuar la retención aplicable a las ganancias de capital obtenidas en la enajenación. ■



Pedro Cornejo
Head of Institutional Sales & Trading
Fit Capital

Renta Fija

Marzo fue un mes de muy buen desempeño para el mercado de renta fija tanto en moneda local como extranjera. En el caso de la primera clase de activo (moneda local), y de acuerdo con el índice de *Bloomberg EM Local Currency: Peru Total Return Index Unhedged PEN*, los bonos soberanos en soles generaron una rentabilidad total de +3.98%, mientras que los bonos de gobierno en dólares lograron una apreciación de +2.97% durante el mismo periodo.

El desempeño positivo en el mercado de renta fija local respondió a una importante demanda por bonos, luego de que el mercado incrementara la probabilidad de una reducción en la tasa de referencia de la Reserva Federal (FED), de Estados Unidos, para fines del presente año, debido a los tensos momentos vividos por algunos bancos medianos en ese país, así como el rescate del *Silicon Valley Bank* ante la importante ola de retiros que sufrió.

Al cierre de esta edición (3 de abril de 2023), el consenso de mercado espera que la tasa de referencia de la FED caiga de 5.00% a 4.25% para fines de año, debido a una esperada desaceleración de la economía, así como el potencial riesgo de mercado de mantener o incrementar tasas en los siguientes meses.

En este contexto, los rendimientos de los bonos del Tesoro norteamericano con plazo a dos años cayeron en -80 puntos básicos (pbs), pasando de ofrecer rendimientos de 4.82% a 4.02%. La misma

Gráfico. Perú: Evolución del índice de bonos soberanos de Bloomberg, 2023 (En soles)



tendencia pudimos apreciar para el caso de los rendimientos de los bonos del Tesoro a 10 años, los cuales reflejaron una caída en su tasa de rendimiento de -46 pbs, pasando de pagar 3.92% a 3.46% al cierre del mes de marzo.

Debemos destacar que el mercado de bonos de gobierno en el Perú se habría visto adicionalmente favorecido por una importante apreciación de la moneda local, dada la relativa tranquilidad que vive el entorno social y político peruano. En este aspecto, el precio del dólar cayó de PEN 3.7936 a PEN 3.7630, logrando un incremento en el valor de la moneda local de +0.80%. La caída en el dólar se ha producido de manera global, tomando en consideración que las tasas en dólares no subirían más en los siguientes meses, debido a lo mencionado líneas arriba.

Esperamos que, luego de este avance, los bonos se mantengan estables o con ligera tendencia a la baja en precio. ■



Naysha Bustos
Analista de Inversiones
Grupo Coril

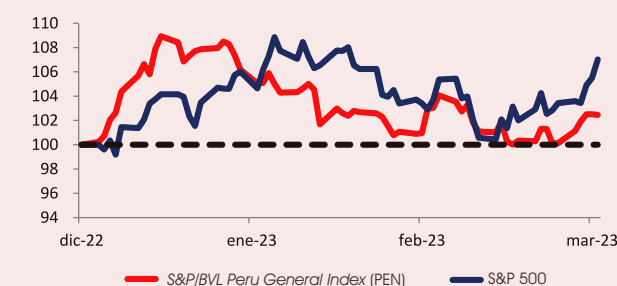
Renta Variable

En marzo ocurrieron distintos eventos que impactaron el mercado de renta variable. Por el lado internacional, las primeras dos semanas estuvieron marcadas por la crisis del banco *Silicon Valley* y su afectación a otros bancos como el *Signature Bank* y *Credit Suisse*, lo que generó incertidumbre en las bancas estadounidense y europea, evidenciando la deficiencia y mal manejo de la gestión de la liquidez de algunos bancos. Los inversionistas se mostraron cautelosos en sus inversiones, impactando en el mercado de renta variable. Los índices de las acciones bancarias de Estados Unidos retrocedieron un -12.5% y los de Europa un -15.8%. Además, el dólar se debilitó un 2.1% desde que estalló la crisis.

Durante las últimas dos semanas de marzo, los temores de una crisis financiera disminuyeron y el mercado de valores estadounidense cerró en positivo, impulsado por el sector tecnológico y una inflación menor a la esperada. El índice *Nasdaq 100* tuvo mejor desempeño en marzo y en el primer trimestre del año, con una rentabilidad del +20.71% YTD, recuperándose de su caída en 2022. Los principales índices de Estados Unidos y Europa registraron rentabilidades positivas de +3.7% y +2.2%, respectivamente, mientras que Latinoamérica tuvo una rentabilidad negativa de -1.4%.

En el plano local, durante marzo la economía peruana enfrentó varios riesgos: la gripe aviar, el fenómeno de El Niño y el ciclón Yaku. Este último generó pérdidas, hasta el 21 de marzo, por

Gráfico. Variación diaria de los índices S&P 500 y BVL Peru General YTD, dic 2022 - mar 2023 (Base 100)



alrededor de PEN 1,300 millones, equivalente al 0.1% del PBI, según una estimación realizada por el Ministerio de Economía y Finanzas. A fin de mes, la bolsa peruana tuvo resultados mixtos, con el *S&P Perú General* cayendo un -0.05% y el *S&P Perú Select* subiendo un +0.26%. La caída del *S&P Perú General* se debió a las expectativas negativas en el desempeño de los sectores de energía, servicios y construcción, mientras que los sectores de consumo, industria y financiero lograron compensar las pérdidas.

Finalmente, la subida de la tasa de referencia de la FED en 25 puntos básicos (pbs) provocó una postura más *dovish* y el dólar retrocedió, aunque en el Perú tuvo una leve alza debido a la renovación de *swaps* cambiarios y la demanda de empresas. Se espera una menor depreciación del PEN/USD en las próximas sesiones dentro de un contexto internacional favorable con tendencia a la baja del dólar y una postura más tenue de la FED. ■

Nancy Yong
Socia de la Línea de Advisory
PwC Perú



Frente a un contexto incierto para el mundo empresarial:

Gestión integral de riesgos en un entorno *BANI*

En el presente artículo, la autora reflexiona sobre los entornos frágiles e inciertos en el que operan diversas empresas en la actualidad, destaca un nuevo concepto denominado BANI, el cual incorpora rasgos preeminentes de dicho entorno que influyen marcadamente en el desempeño empresarial y que demandan respuestas y acciones retadoras como parte de la gestión integral de riesgos.

El entorno es el conjunto de características, circunstancias o factores sociales, culturales, morales, económicos, profesionales, entre otros, que rodean a toda persona, colectividad o época, y que influye en su estado o desarrollo actual y futuro.

¿Qué es lo que caracteriza el entorno en el que operan las empresas? Actualmente, las organizaciones en general se desarrollan en entornos frágiles, ansiosos, no lineales y muchas veces incomprensibles. Estas características hicieron que, dentro de la evolución de las teorías o modelos administrativos, se desarrolle un concepto denominado *BANI*,¹ que son las siglas en inglés de: *Brittle*, *Anxious*, *Nonlinear*, e *Incomprehensible*, que demandan respuestas y acciones igualmente retadoras del mundo empresarial.

Aspectos del entorno *BANI*

Las organizaciones operan en entornos quebradizos/frágiles (*Brittle*) y el ambiente que hoy nos parece fuerte y sólido, mañana podría no serlo y pasado mañana, menos aun, volviéndose de esta manera débil y endeble. Tal es nuestro caso que, como consecuencia de los efectos climáticos (lluvias, huacicos, derrumbes), las empresas de transporte terrestre que antes operaban normalmente, hoy ya no lo hagan, dificultándose el retorno paulatino.

La incertidumbre es algo característico de nuestros tiempos y lo que más produce es ansiedad (*Anxious*), lo cual afecta a todo el sistema social y empresarial en su conjunto. Desde un punto de vista de psicología clínica, la ansiedad produce en el ser humano preocupaciones y miedos intensos. Si estos efectos los extrapolamos a una organización, lo que obtendremos será una paralización o inmovilización operacional que podría ser catastrófica si, por ejemplo, dada la situación social y climática que tenemos actualmente, nos paralizamos para tomar decisiones sobre la adquisición o no de inventarios.

Generalmente, el contexto o la ruta que sigue una empresa es no lineal (*Nonlinear*), es decir, un camino no recto o secuencial donde no se tiene certeza de cuál es el siguiente posible evento que va a suceder, donde la brecha de causa-efecto es cada vez más amplia, lo cual multiplica los

eventos negativos (riesgos) que pueden materializarse y muchos de los cuales no están en nuestro radar. Siguiendo con el ejemplo anterior, ¿será que podremos distribuir nuestra mercadería inmediatamente después de recepcionarla? ¿Qué nivel de afectación tendría su disponibilidad? Las tres características antes mencionadas nos llevan a reflexionar que los eventos que se presentan son de tal naturaleza que muchas veces se vuelven incomprensibles (*Incomprehensible*) porque nos colocan fuera de nuestra natural zona de confort, donde nos tendremos que mover en función de señales poco claras. Aquí es donde se empieza a tomar conciencia de la necesidad de contar con un sistema formal que nos permita identificar los riesgos críticos que pueden afectar el cumplimiento de nuestros objetivos estratégicos y poder diseñar con antelación los planes de acción acorde con las circunstancias de nuestra industria y organización.

Aplicación en la gestión de riesgos

Este concepto de entorno *BANI*, relativamente nuevo a partir de la pandemia, la cual no solamente aceleró la maduración del mundo digital, sino otras áreas del conocimiento humano, desplaza al concepto *VUCA* (Colegio de Guerra del Ejército de Estados Unidos – 1990): *Volatility*, *Uncertainty*, *Complexity*, y *Ambiguity*.

Las cadenas de suministro globales de hoy día son casos de estudio muy serios. Las empresas pueden tener cientos o miles de proveedores, los cuales están expuestos a peligros climáticos tales como inundaciones, lluvias extremas, vientos extremos, sequías, etc.; sin considerar los impactos de otros aspectos relevantes como los conflictos geopolíticos y volatilidad financiera internacional.

El Reporte de Riesgo Global 2022 del *World Economic Forum* muestra que los líderes empresariales globales consideran que el “clima extremo” será el riesgo más probable de convertirse en una amenaza global crítica en los próximos dos años; por lo que este asunto debe tenerse muy en cuenta en la estrategia de una gestión integral de riesgos.

“Más vale prevenir que curar” (refrán popular). ■

¹ Este término fue acuñado por primera vez en 2016 por Jamais Cascio, miembro del Instituto de Estudios del Futuro, California, Estados Unidos.



Avance de las ofertas públicas primarias durante el primer trimestre de 2023

En el primer trimestre de 2023, el mercado de colocaciones por oferta pública primaria de valores fue afectado por la incertidumbre de la economía global, las fluctuaciones en las tasas de interés, así como los constantes conflictos sociales y fenómenos climáticos que han impactado en diferentes zonas del país, todo lo cual ha repercutido en la actividad económica de diversas empresas y, por lo tanto, en sus necesidades de financiamiento a través del mercado de valores.

Así, durante los primeros tres meses del año, el financiamiento mediante la emisión de instrumentos de deuda en el mercado de valores se redujo un 15.6% respecto al monto registrado en similar periodo de 2022. Las 13 empresas que emitieron 16 colocaciones de instrumentos de deuda lograron captar recursos por USD 254.4 millones. En su mayoría, estas empresas pertenecen al sector bancario y financiero, representando cerca del 70% del monto colocado, mediante la emisión de certificados de depósitos negociables e instrumentos de corto plazo. Durante dicho periodo se mantiene el interés de las empresas por emitir principalmente en moneda nacional (97% de las colocaciones).

En lo que respecta a montos colocados destacan las emisiones bajo el régimen general de

instrumentos de corto plazo de Luz del Sur SAA por el importe de USD 33.7 y USD 31.7 millones a un plazo de 360 días con una tasa de 8.16% y 8.22%, respectivamente; así como las emisiones de certificados de depósitos negociables de Banco Falabella Perú SA por un monto de USD 26.3 millones a un plazo de un año con una tasa de 8.5%.

Por otro lado, tanto el segmento del Mercado Alternativo de Valores (MAV) como el Mercado de Inversionistas Institucionales (MII) han continuado captando el interés de las empresas para acceder al mercado de valores. Así, en el MAV la empresa Agrícola y Ganadería Chavín de Huántar realizó una emisión de instrumentos de corto plazo por un monto de USD 0.5 millones, mientras que en el MII Eurocapital Servicios Financieros SAC emitió instrumentos de corto plazo por un monto de USD 2.4 millones por un plazo de 180 días.

Finalmente, cabe resaltar que si bien las condiciones del mercado no han sido las más favorables para el segmento de ofertas públicas primarias en el país durante el primer trimestre del presente año, se ha producido el ingreso de tres nuevos emisores al mercado de valores, mediante la inscripción de sus programas de emisión de instrumentos de corto plazo y de bonos corporativos, dos bajo el régimen MII y uno bajo el régimen general. ■

Estudio Echecopar publica Guía Legal de Negocios

Estudio Echecopar, firma de abogados asociada a Procapitales, ha lanzado su Guía Legal de Negocios en el Perú 2023, en la cual se brinda información sobre el marco legal y regulatorio que deben conocer los inversionistas para realizar negocios en el país. En ese sentido, aborda diversos aspectos tales como la promoción de la inversión privada, los regímenes tributarios, el marco general de los sectores económicos más importantes, entre otros. La versión digital de esta publicación está disponible en inglés y castellano.

Estudio Echecopar.
Asociado a Baker & McKenzie International



EY Perú presenta libro que analiza la prescripción tributaria

EY Perú, entidad miembro de Procapitales, ha puesto a disposición del público el libro *Irretroactividad de las normas, seguridad jurídica y prescripción en materia tributaria*, en el cual se analizan algunos aspectos relevantes para las empresas inversionistas, tales como la institución de la prescripción en materia fiscal, la forma de computar los plazos, la vigencia de las normas, la prohibición de su aplicación retroactiva, entre otros aspectos relevantes. El libro se encuentra en formato digital y es de acceso gratuito.

Novedades Normativas

MODIFICAN REGLAMENTOS REFERIDOS A LA EXONERACIÓN TRIBUTARIA

El Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) modificó el Reglamento de la Ley N° 30341 (Ley que fomenta la liquidez e integración del mercado de valores) y el Reglamento de la Ley del Impuesto a la Renta. Las modificaciones tienen como objetivo adecuar el Reglamento de la Ley N° 30341 a lo dispuesto en la primera disposición complementaria final de la Ley N° 31662, la cual prorrogó hasta el 31 de diciembre de 2023 la exoneración del impuesto a la renta por las rentas provenientes de la enajenación de valores prevista en la Ley N° 30341. En ese sentido, se añadieron disposiciones referidas a las retenciones a contribuyentes domiciliados (ganancias de capital que califican como renta peruana y extranjera), no domiciliados y sociedades conyugales. [D.S. N° 027-2023-EF, 01-03-2023]



Pack

DE LIBROS SOBRE
EL CÓDIGO DE
BUEN GOBIERNO
CORPORATIVO

S/.115

INCLUYE IGV

Adquiérelolo aquí

