

**CEF**

Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

Documento de Trabajo N° 24

*“Mercados Financieros en América  
Latina: Convergencia e Integración.  
El Caso de Perú”*

*Felipe F. Morris G.*

*Julio de 2008*

*El Centro para la Estabilidad Financiera (CEF) agradece especialmente el apoyo recibido por la Agencia Suiza para el Desarrollo y la Cooperación (COSUDE), para la realización del proyecto “Mercados Financieros en América Latina: Convergencia e Integración. El caso de Perú”, del cual surge el presente Documento de Trabajo.*

La utilización o la publicación, parcial o total, para su difusión o con fines comerciales, de documentos, fotografías, logotipos y elementos gráficos, está estrictamente prohibida sin autorización previa de la Fundación Centro para la Estabilidad Financiera (CEF). Ésta deberá solicitarse al CEF o, en el caso de materiales de otras entidades (cuyos datos figuran en nuestros trabajos), así como en el caso de publicaciones de otras editoriales, a la entidad, la persona o la editorial de que se trate. Está prohibido modificar el material cuyos derechos se reserva el CEF, con la obligación de citar la fuente. En caso de utilizar material del CEF se solicitará una muestra o ejemplar de prueba a fin de darle aprobación. Ante el incumplimiento el CEF se reserva el derecho correspondiente.

## “Mercados Financieros en América Latina: Convergencia e Integración. El Caso de Perú”<sup>1</sup>

Felipe F. Morris G.<sup>2</sup>

### Resumen

Este informe analiza la evolución reciente del mercado de valores del Perú y de su marco normativo relativo a “*benchmarks*” internacionales y posteriormente con los marcos normativos de otros mercados de la región. Está dividido en cuatro capítulos que cubren la descripción del mercado y los grandes temas que originan trabas al desarrollo del mercado.

El mercado de capitales peruano ha progresado en los últimos quince años como resultado de un conjunto de reformas legales y regulatorias, aunadas a un contexto macroeconómico estable y más favorable a la inversión privada en el país. No obstante, su desarrollo continúa siendo muy incipiente.

El marco que regula el mercado de valores del Perú en líneas generales se asemeja a estándares internacionales. En lo referente a las normas contables y de auditoría, se asemejan mucho a lo que podríamos considerar estándares internacionales.

El mercado cambiario se rige por la oferta y la demanda, con algunas ligeras intervenciones del Banco Central. El mercado es unificado y completamente libre de restricciones sobre operaciones cambiarias vinculadas a adquisición de bienes y servicios o transacciones en la cuenta de capitales. Igualmente, en lo referente a movimientos de capital, el Perú tiene uno de los marcos legales más libres de la región, brindando garantías y asegurando el libre movimiento de los capitales. No existen barreras directas o prohibiciones a la entrada o salida de capitales del Perú, tanto para inversiones de portafolio como inversiones directas en empresas.

El marco tributario de los instrumentos financieros fue revisado recientemente en Perú y a partir de principio del 2009 entrarían en vigencia una serie de impuestos que introducen serias distorsiones en el tratamiento tributario de distintos instrumentos financieros y en la tributación de distintos tipos de inversionistas.

En conclusión, el marco normativo peruano se asemeja bastante a los estándares internacionales, y si bien requiere de algunos ajustes, particularmente en cuanto a normas tributarias, es uno de los mejores marcos de la región.

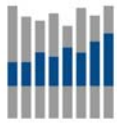
**Códigos JEL:** F3, G1 y O5.

**Palabras clave:** Finanzas Internacionales, Mercados Financieros en General, Estudios Globales de Países.

---

<sup>1</sup> Agradezco a la Agencia Suiza para el Desarrollo y la Cooperación (COSUDE) por el soporte financiero del proyecto, a Alberto R. Musalem (CEF) por sus comentarios y a Silvina Vatnick (CEF) por su apoyo. Los errores y omisiones son de exclusiva responsabilidad del autor.

<sup>2</sup> Presidente – Interseguro Compañía Aseguradora



**CEF**

Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

INDICE DE CONTENIDO

ABREVIATURAS Y SIGLAS	4
RESUMEN EJECUTIVO	5
I. BREVE RESEÑA DEL DESEMPEÑO RECIENTE DEL MERCADO DE CAPITALES PERUANO	14
II. EVALUACION DEL MARCO NORMATIVO	29
III. BARRERAS DE ENTRADA/SALIDA AL MERCADO Y ANALISIS DE LOS COSTOS DE TRANSACCION Y OPERACIÓN EN EL MERCADO DE CAPITALES	70
IV. PROPUESTA DE POLITICAS PARA QUE EL MARCO NORMATIVO SE APROXIME A ESTANDARES INTERNACIONALES	75
BIBLIOGRAFÍA	80

## ABREVIATURAS Y SIGLAS

AFPs	Administradoras de Fondos de Pensión
APESEG	Asociación de Empresas Aseguradoras del Perú
ASBANC	Asociación de Bancos de Perú
BCRP	Banco Central de Reserva del Perú
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BVC	Bolsa de valores de Colombia
BVL	Bolsa de Valores de Lima
ETF	<i>Exchange Traded Fund</i>
CAF	Corporación Andina de Fomento
CAVALI	Caja de Valores y Liquidaciones
CNC	Consejo Normativo de Contabilidad
CONASEV	Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores
EMBI	Índice de Bonos de Mercados Emergentes de JP Morgan
IED	Inversión Extranjera Directa
IGBVL	Índice General de la Bolsa de Valores de Lima
INCA	Índice de Capitalización
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores
ISBVL	Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima
ITF	Impuesto a las Transacciones Financieras
FIAB	Federación Iberoamericana de Bolsas
FOMIN	Fondo Multilateral de Inversiones del BID
LMV	Ley del Mercado de Valores
MEF	Ministerio de Economía y Finanzas
MIENM	Mecanismo Centralizado de Negociación de Instr. de Emisión no Masiva
NIC	Norma Internacional de Contabilidad
NIIF	Norma Internacional de Información Financiera
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
ONP	Oficina de Normalización Provisional
OTC	<i>Over-the-counter</i>
PBI	Producto Bruto Interno
PYME	Pequeña y Mediana Empresa
ROPP	Reglamento de Oferta Pública Primaria
ROPPIA	Reglamento de Oferta Pública Primaria para Inversionistas Acreditados
RPMV	Registro Público del Mercado de Valores
SAB	Sociedad Agente de Bolsa
SAFI	Sociedad Administradora de Fondos de Inversión
SAFM	Sociedad Administradora de Fondos Mutuos
SBS	Superintendencia de Bancos, Seguros y Administr. de Fondos de Pensión
SPP	Sistema Privado de Pensiones
SRO	<i>Self-Regulated Organizations</i>
TUO	Texto Único Ordenado
VAC	Valor Adquisitivo Constante

## RESUMEN EJECUTIVO

### A. Antecedentes

El propósito de este trabajo es analizar la evolución reciente del mercado de valores del Perú y de su marco normativo relativo a “*benchmarks*” internacionales y posteriormente con los marcos normativos de otros mercados de la región. La metodología del trabajo consistió en la revisión del material disponible consistente en el conjunto de informes y estudios realizados en años recientes sobre el mercado de capitales peruano, y en el análisis de la información estadística sobre la evolución del mercado y de entrevistas realizadas a funcionarios de la Bolsa de Valores, Caja de Valores y Liquidaciones (CAVALI), los entes reguladores, los intermediarios y otros participantes del mercado.

Asimismo, se revisaron las principales leyes y normas que afectan directa e indirectamente el mercado de capitales del país y se compararon con estándares internacionales. Se revisaron: (i) temas legales y regulatorios del mercado en sí utilizando como parámetro los Treinta Principios de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (*International Organization of Securities Commissions, IOSCO*); (ii) el marco contable y de auditoría utilizando los parámetros del Consejo Internacional de Normas de Contabilidad (*International Accounting Standard Board, IASB*), las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC), y las Normas Internacionales para Instrumentos Financieros (NIIF); (iii) el marco cambiario; (iv) el marco sobre movimiento de capitales; y (v) el marco impositivo (incluyendo tratamiento para nacionales y extranjeros y convenios bilaterales de doble imposición, entre otros).

El informe se ha dividido en cuatro capítulos que cubren la descripción del mercado y los grandes temas que originan trabas al desarrollo del mercado: el primer capítulo incluye una breve reseña del desempeño reciente del mercado de capitales peruano; el segundo capítulo presenta una evaluación del marco normativo que rige dicho mercado; el tercer capítulo cubre aspectos vinculados a barreras de Entrada/Salida al mercado y el análisis de los costos de transacción y operación en el mercado de capitales; y el cuarto capítulo presenta una propuesta de políticas para que el marco normativo se aproxime a Estándares Internacionales.

El importante crecimiento en los mercados financieros y las presiones por mayores utilidades, combinados con nuevos reglamentos que facilitan el traslado de flujos de negocio entre mercados y la internacionalización, están transformando las bolsas de valores mundiales; y Latinoamérica no se verá excluido de esta tendencia. Ya se empieza a ver una consolidación a nivel mundial y un aumento del número de alianzas entre las principales plazas bursátiles; el objetivo es aumentar la competitividad vía economías de escala y de conocimiento, a través del aprovechamiento compartido de tecnologías innovadoras. Por ello la importancia de estudios comparativos de varios países de la región para determinar que tan lejos están los unos de los otros y de los marcos normativos de mercados más desarrollados, y tratar de identificar que cambios hay que introducir para facilitar una integración de mercados en el corto o mediano plazo.

La centralización de los mercados de valores traería varias ventajas, tales como:

- a) Las bolsas de mayor tamaño disfrutan de economías de escala que reducen los costes de las transacciones.

- b) Esto atrae a más empresas y también a más compradores y vendedores. Y a medida que el volumen de intercambios aumenta, es más fácil que compradores y vendedores se encuentren.
- c) La mayor liquidez contribuye a que los precios de las acciones reaccionen con mayor rapidez y precisión ante los cambios en la oferta y demanda.
- d) Una mayor informatización y una menor intervención humana que en los mercados tradicionales, evita prácticas ilegales como la denominada *front-running*.

Las principales bolsas del mundo son de capital abierto lo que permite las adquisiciones y los intercambios de acciones entre Bolsa, que a su vez facilitan la tendencia de consolidación que ya comenzó por el mundo. No debe sorprender que en un futuro no muy lejano se asocien o integren las principales bolsas de valores de la región, para posteriormente fusionarse en el largo plazo. El aumento en crecimiento y las presiones de utilidades están transformando las bolsas financieras mundiales. Las bolsas latinoamericanas no se verán excluidas de esta tendencia.

Las bolsas locales deben prepararse para buscar alianzas y posibles intercambios accionarios para fortalecerse *vis-a-vis* las grandes bolsas de valores y evitar el riesgo de la fragmentación, en la que la consolidación de las grandes bolsas de valores lleva a una pérdida de negocios si los emisores deciden cambiar el volumen de operación a otros mercados. Estas alianzas no son sencillas ya que implica no sólo igualar sus modelos de negocios y su tecnología de información y llevar a cabo actividades de integración cultural, pero también implica trabajar para que exista una convergencia regulatoria, impositiva y de normatividad contable en los distintos mercados. Se tendría que avanzar también en uniformar los requisitos de inscripción en cada país y adoptar una misma plataforma tecnológica que sirva de base para las transacciones intrarregionales.

La velocidad con que se avance en este proceso dependerá del interés que tengan las bolsas de valores y los entes reguladores para integrar sus operaciones mediante la unificación de sus mercados. Contar con un solo mercado, con suficiente profundidad y liquidez, sin duda despertará el interés de un mayor número de posibles inversionistas y emisores para decidirse a participar activamente en el nuevo mercado.

## **B. Descripción y Evolución Reciente del Mercado de Capitales Peruano**

El desempeño económico y financiero internacional, caracterizado por un dinamismo de la economía mundial que no se experimentaba en décadas así como niveles de liquidez y apetito por riesgo sin precedentes, ha sido muy favorable. En este contexto internacional, el mercado de capitales peruano muestra un importante desarrollo: los activos financieros se han revalorado, la liquidez ha aumentado, y se ha ampliado y sofisticado la oferta de instrumentos financieros.

A pesar de estos desarrollos positivos del mercado, se está haciendo cada vez más evidente el exceso de demanda de valores que resulta fundamentalmente de la combinación de los siguientes factores: (i) el acelerado crecimiento de los inversionistas institucionales, especialmente los fondos privados de pensiones; y (ii) la reticencia de empresas a diversificar sus fuentes de financiamiento tradicionales incursionando en el mercado de valores. Como resultado de ambos factores, entre otros que comentamos más adelante, hay una inmensa disponibilidad de fondos que no fluyen eficientemente a empresas y proyectos alternativos a los tradicionales. Existe mucha liquidez en los mercados y pocos instrumentos financieros en donde invertir. En el Perú se está viviendo una coyuntura de exceso de ahorristas (o de demanda por instrumentos financieros) aunado a una escasez de oferta de títulos valores, tanto de deuda como de acciones, en los cuales invertir.

Existe un conjunto de razones que explican el poco interés de las empresas medianas por ingresar al mercado. Un problema fundamental se relaciona con el tamaño relativamente pequeño de las empresas peruanas que origina que los costos de una emisión sean altos relativos al tamaño de emisión que una empresa mediana podría requerir. Otras razones que explican el poco interés de las empresas por financiarse a través del mercado de capitales incluyen: el temor a abrir las empresas a terceros, la falta de una cultura empresarial que acepta buenas prácticas de gobierno corporativo (contabilidad y control), la percepción de que el proceso para realizar una emisión es muy lento y burocrático, y el temor a recibir un trato distinto por la autoridad tributaria, entre otras.

Los inversionistas institucionales locales mantienen un comportamiento cauteloso, siendo reacios a invertir en instrumentos de menor calidad de riesgo. Ello, sin duda plantea una limitación directa a la incursión de las pequeñas y medianas empresas, tomando en consideración el tamaño de los montos de emisión con los que éstas podrían acceder potencialmente al mercado. Por lo tanto es importante trabajar tanto por el lado de la demanda como de la oferta de instrumentos de inversión.

En años recientes se ha avanzado en lo que respecta al manejo de la deuda pública lo que ha permitido generar una curva de rendimiento en moneda nacional a plazos cada vez más largos. Asimismo, el financiamiento con bonos ha sustituido en parte al tradicional crédito bancario, pero este último aun representa más del 70% de la estructura del financiamiento de las empresas no financieras.

El mercado de capitales peruano ha progresado en los últimos quince años como resultado de un conjunto de reformas legales y regulatorias, aunadas a un contexto macroeconómico estable y más favorable a la inversión privada en el país. No obstante, su desarrollo continúa siendo muy incipiente. La actividad se concentra en un número reducido de emisores, particularmente en el mercado accionario, y en un número pequeño de grandes inversionistas institucionales. El crecimiento de la demanda de fondos institucionales (AFP, administradoras de fondos mutuos y empresas de seguros, principalmente) ha excedido largamente la oferta de títulos valores a los que pueden acceder. Esto podría haber resultado en valoraciones excesivas de algunos de estos instrumentos financieros, además de limitar la liquidez en los mercados secundarios, ya que dichas instituciones prefieren mantener los instrumentos financieros al no tener alternativas de inversión comparables. Un mercado como el peruano, con exceso de fondos y marcada concentración de oferta y demanda de títulos, requiere una reforma urgente. Por otro lado, existen problemas en la legislación y regulación que traban la

formación de nuevos inversionistas institucionales, limitan o traban innecesariamente una serie de inversiones, afectando el mercado. El Gobierno y el sector privado son concientes de la necesidad de implementar una reforma legal y regulatoria para resolver algunos de los problemas identificados. El Gobierno del Perú a fines del año pasado anunció que trabajaría en una reforma del mercado de capitales conjuntamente con el sector privado, para ayudar a desarrollar la oferta de instrumentos y a profundizar el mercado. Esta reforma se realizaría por etapas y empezaría en el 2008.

### **C. Marco Normativo**

Marco legal y regulatorio. El marco legal y regulatorio actual del mercado de capitales es producto de una evolución que se produjo principalmente a partir de principios de los años noventa. Los principales hitos de la historia reciente de la legislación peruana en esta materia se presentan en el Capítulo II. Asimismo, se describen las principales leyes y normas que regulan el mercado de capitales del país. De su lectura se desprende que se trata de un marco normativo bastante frondoso que está en constante evolución.

El marco normativo que regula el Mercado de Valores del Perú incluye una gran variedad de normas, siguiendo la siguiente estructura:

- a) Normas con rango de Ley.
- b) Normas que regulan la oferta en el mercado de valores.
- c) Normas que regulan la demanda en el mercado de valores.
- d) Normas que regulan la negociación en el mercado de valores.
- e) Normas que regulan la transparencia en el mercado de valores.

La conclusión general del análisis, es que el marco legal y regulatorio del mercado de capitales peruano en líneas generales es bastante bueno y se asemeja a estándares internacionales, aunque siempre hay espacio para ajustes. Un buen instrumento para analizar la suficiencia del marco institucional de un mercado de valores sería el informe sobre el grado de cumplimiento de los objetivos y principios de IOSCO que a mediados del año 2006 la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) preparó con el apoyo de funcionarias de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España, quienes actuaron como asesoras para apoyar a la entidad supervisora peruana en su proceso de auto-evaluación. El informe no se ha hecho público, por lo que no se puede utilizar para validar el grado de eficiencia del marco institucional, incluyendo el del ente regulador del mercado CONASEV.

Por lo tanto se hizo un análisis sobre el grado de cumplimiento de los principios de IOSCO sobre la base de la opinión de consultor validada con entrevistas a un grupo de participantes del mercado que incluye a funcionarios de la Bolsa de Valores de Lima (BVL), de Sociedades Agentes de Bolsa (SAB) y de la CONASEV. Este análisis concluye que no hay problemas mayores en cuanto al marco legal y regulatorio y que los problemas están más en las limitaciones del ente regulador por falta de autonomía financiera y presupuestal. Las conclusiones más importantes se relacionan con la necesidad de fortalecer y modernizar a la autoridad regulatoria del mercado, la CONASEV, y con clarificar el papel autorregulador de la BVL y de la CAVALI.

Igualmente, se hizo evidente la necesidad de modificar algunos aspectos de la Ley del Mercado de Valores (LMV) para que no sea tan reglamentaria y permita que las regulaciones se puedan ir adecuando al desarrollo del mercado sin necesidad de mayores cambios legales.

Marco Contable y de Auditoria. En el Perú el marco de normas contables y de auditoria se asemeja mucho a lo que podríamos considerar estándares internacionales. El Perú está entre aquellos países que han optado por armonizar sus normas contables con las emitidas por la IASB. Al 31 de diciembre de 2007, el Consejo Normativo de Contabilidad ha aprobado la aplicación en el Perú de casi todas las normas vigentes a esa fecha a nivel internacional, excepto por seis normas que se describen en el texto del informe. Asimismo, a nivel internacional se han aprobado cinco normas adicionales que deberán ser aplicadas en forma obligatoria en el 2008, 2009 y 2010, respectivamente pero que no han sido aún aprobadas en el Perú.

Aparte de estas normas contables internacionales que todavía no aplican en el Perú y que conforman un grupo reducido, existen diferencias, en algunos casos bastante importantes, entre ciertas normas contables aplicadas a empresas reguladas por la Superintendencia de Bancos, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensión (SBS) y las NICs/NIIFs. En el cuerpo del informe se listan las más importantes para empresas financieras y empresas de seguros y se comparan con las NIIFs correspondientes. Cabe resaltar que la SBS está trabajando en la armonización de sus normas con los parámetros internacionales, tal como se describe más adelante en el informe. En el 2006 se elaboró un programa de armonización que ha

previsto que la entrada en vigencia de las normas contables alineadas a las NIIF en su totalidad sea a más tardar en el 2011.

Por tanto, existe bastante convergencia entre las normas peruanas de contabilidad y las NIIFs, con excepción del marco normativo contable para empresas financieras y de seguros. Se espera que el Consejo Normativo de Contabilidad implemente a la brevedad los cambios para poner en vigencia aquellas normas de aplicación obligatoria a nivel internacional lo antes posible.

En lo concerniente a las auditorías, en el Perú rigen los pronunciamientos que emite la Federación Internacional de Contadores (*International Federation of Accountants*, IFAC), denominadas Normas Internacionales de Auditoría – NIA las mismas que deben ser aplicadas en toda auditoría independiente que se realice en entidades siempre y cuando esté dirigido para expresar una opinión. En el Perú, tales Normas Internacionales han sido adoptadas para el ejercicio profesional por los correspondientes órganos representativos de Contadores Públicos, por lo que constituye un requisito formal su observancia en todo trabajo profesional de auditoría independiente. No existe por lo tanto la necesidad de hacer cambios en las normas referidas a auditorías en el Perú ya que actualmente se ciñen a las que se podrían considerar prácticas o estándares internacionales.

Marco Cambiario. El mercado cambiario es libre en el Perú a partir de principios de la década de los noventa, y se rige por la oferta y la demanda. El mercado es unificado y completamente libre de restricciones sobre operaciones cambiarias vinculadas a adquisición de bienes y servicios o transacciones en la cuenta de capitales. No existe obligación para convertir a moneda local los aportes provenientes del exterior ni los flujos generados por la actividad empresarial. Existe libre acceso a las divisas y total libertad para mantener depósitos en el exterior. Está reconocido el derecho del inversionista extranjero a transferir al exterior sus utilidades y dividendos, las regalías derivadas del uso de las licencias y tecnología y el producto de la liquidación parcial o total de su inversión, utilizando el mejor tipo de cambio que ofrezca el mercado. Las remesas al exterior se realizan libremente a través del sistema financiero.

No existen controles cambiarios en Perú. No se requiere autorización del gobierno para realizar operaciones cambiarias. La posesión de divisas es libre. Las personas naturales o las empresas pueden remitir la moneda extranjera al exterior o conservarla en el país.

Las inversiones en moneda fuerte hechas por inversionistas extranjeros pueden ser cambiadas en moneda nacional al mejor precio de compra a través del sistema cambiario o depositadas en dichas entidades.

Los residentes y no-residentes en el Perú pueden abrir y mantener depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario local, en cuentas corrientes, de ahorro y a plazo fijo. En el caso de no-residentes se han establecido encajes que en la actualidad ascienden a 45% en el caso de depósitos en dólares y 120% en caso de depósitos en soles. Las personas naturales y las empresas están permitidas de tener cuentas en moneda extranjera en el exterior.

En conclusión, no se considera que sea necesaria ninguna modificación en el marco cambiario del Perú para aproximarlo a estándares internacionales.

Marco sobre movimiento de capitales. Los distintos gobiernos del Perú desde principios de la década de los noventa se mantienen firmemente comprometidos con un régimen económico con libertad de comercio y con el libre movimiento de capitales y de las operaciones de cambio. El marco legal fue cambiado para promover la inversión nacional y extranjera, brindando garantías y asegurando el libre movimiento de los capitales. Esto implica tener una economía abierta y comprometida en el proceso de globalización, plena libertad en los movimientos de capital y un marco de inversiones basado en principios internacionales, estable, y previsible.

En conclusión, no existen barreras directas o prohibiciones a la entrada o salida de capitales del Perú, tanto para inversiones de portafolio como inversiones directas en empresas. Este marco no requiere que los inversionistas, tanto nacionales o extranjeros, implementen mecanismos de elusión y no hay ningún costo implícito vinculado a estas políticas ya que no establecen barrera alguna al libre movimiento de capitales en el país.

Existen algunas regulaciones que pueden considerarse controles indirectos sobre los flujos de capital que buscan desincentivar o modificar la composición de ciertos flujos de capitales del exterior, pero no se considera que dichas medidas puedan tener un impacto sobre una posible consolidación de mercados bursátiles o convergencia regulatoria, ya que afectan más los flujos de capital entre instituciones financieras y no la entrada y salida de inversiones en los mercados de capital.

Marco Tributario. El análisis del marco tributario en el informe se concentró en el tratamiento tributario aplicable, a los tenedores de “valores mobiliarios” emitidos por personas jurídicas domiciliadas en el país, y se consideró las modificaciones al régimen

del Impuesto a la Renta aprobadas a fines del 2006 y principio del 2007 que entrarán en vigencia a partir del año 2009. Se considera el tratamiento de los intereses y de las ganancias de capital.

Los cambios que entrarán en vigencia a partir de enero del 2009 incluyen modificaciones muy importantes tanto en el tratamiento de los intereses como de las ganancias de capital. En el caso de los intereses, el marco todavía vigente exoneraba del impuesto a la renta cualquier tipo de interés que se pague con ocasión de un depósito conforme a la Ley de Bancos y Empresas de Seguros (Ley 26702). Asimismo, cualquier tipo de interés de tasa fija o variable, en moneda nacional o extranjera, así como los incrementos o reajustes de capital, provenientes de valores mobiliarios emitidos por personas jurídicas, constituidas o establecidas en el país, siempre que su colocación se efectúe mediante oferta pública, al amparo de la LMV. Igualmente, cualquier tipo de interés de tasa fija o variable, en moneda nacional o extranjera, e incrementos de capital, provenientes de Cédulas Hipotecarias y Títulos de Crédito Hipotecario Negociable.

Como resultado de la promulgación del Decreto Legislativo N° 972<sup>3</sup>, a partir del 1° de enero de 2009, algunos de los referidos intereses estarán gravados con el Impuesto a la Renta tal como se describe en el cuerpo del informe. Los intereses generados por bonos emitidos por el Gobierno continuarán sin estar afectos a Impuesto a la Renta. Asimismo los depósitos bancarios no estarán afectos a impuestos sobre los intereses generados en los mismos. Estas normas generan mayores distorsiones entre los distintos instrumentos de deuda y depósitos de las que existían anteriormente, ya que hasta fines del 2008 todos los intereses sobre instrumentos de deuda, indistintamente de la naturaleza del emisor, que se transaban en la Bolsa de Valores estaban no afectos a impuestos. Por lo tanto había neutralidad tributaria entre los distintos tipos de instrumentos, incluyendo los depósitos en empresas del sistema financiero.

En el caso de las ganancias de capital proveniente de “la enajenación de valores mobiliarios inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores a través de mecanismos centralizados de negociación a los que se refiere la LMV; así como la que proviene de la enajenación de valores mobiliarios fuera de mecanismos centralizados de negociación siempre que el enajenante sea una persona natural, una sucesión indivisa o una sociedad conyugal que optó por tributar como tal existe una exoneración del impuesto a la renta que el Decreto Legislativo N° 970 decidió se termine el 31 de diciembre de 2008.

---

<sup>3</sup> Publicado en el Diario Oficial “El Peruano” el 10 de marzo del presente año y vigente a partir del 1° de enero de 2009.

El Decreto Legislativo N° 972 asimismo establece un nuevo régimen de impuesto a la renta para la ganancia de capital derivada de la enajenación de valores mobiliarios emitidos por personas jurídicas domiciliadas que se genere a partir del 1° de enero de 2009. Dicho régimen se describe en el cuerpo del informe. Dicho Decreto en el caso específico de ganancias de capital establece distintas tasas dependiendo de la naturaleza de la ganancia, el tipo de inversionista (persona natural o jurídica; domiciliado o no domiciliado), su habitualidad como inversor, y el emisor (público o privado).

La norma introduce una serie de problemas: (i) no promueve la transparencia, (ii) es compleja en su aplicación debido a las diferentes tasas por tipo de inversionista, (iii) no promueve el incremento del número de contribuyentes, (iv) no incrementa la recaudación en forma significativa ni en comparación con los gastos de implementación para SUNAT, y (v) introduce distorsiones entre distintos instrumentos financieros.

La exoneración de las ganancias de capital en los bonos del Estado (soberanos) frente al 30% ó 5% de los bonos corporativos (una modalidad de financiamiento), va en desmedro de las empresas que quieran financiarse a bajo costo (los inversionistas preferirán bonos soberanos sin impuesto). Asimismo, los inversionistas extranjeros verán que en el Perú se paga impuesto mientras que en otros países se exonera la compra de bonos y de acciones.

El esquema aprobado es especialmente nocivo para la industria de capital de riesgo, para la promoción de inversiones de personas naturales en valores mobiliarios y para la industria de fondos mutuos.

El impuesto a las ganancias de capital promulgado por el gobierno, que empezará a aplicarse el 1 de enero del 2009, es asimétrico, grava a las ganancias de capital brutas y no distingue entre acciones líquidas e ilíquidas. Es decir, ignora el fundamento principal de los impuestos a las ganancias de capital al no diferenciar el tratamiento tributario de rentas y utilidades.

Por último, existe una retención en la fuente en el caso de dividendos y otras formas de distribución de beneficios pagados por empresas peruanas. Esta retención se vincula al impuesto a la renta, lo que implica una doble tributación ya que la empresa que está distribuyendo los dividendos ya tributó sobre sus ingresos. Esta retención asciende a 4.1% y se cobra cuando el dividendo se va a pagar a un accionista individual domiciliado o no domiciliado en el Perú o a una empresa no domiciliada. Las empresas domiciliadas no están afectas a esta retención en la fuente ya que estos ingresos los incluyen en el total de ingresos sobre los cuales tributan.

#### **D. Barreras de Entrada/Salida al Mercado y Análisis de los Costos de Transacción y Operación en el mercado de capitales**

Barreras de Entrada/Salida al Mercado. En el Perú no existen barreras de entrada y salida al mercado de valores, distintas a aquellas que son típicas en cualquier mercado desarrollado que está bien regulado y supervisado. Si un grupo de personas desea constituir una sociedad para constituir una bolsa de valores, una caja de valores y de liquidaciones, una sociedad intermediaria o una sociedad administradora de fondos mutuos (SAFM) o fondos de inversión lo puede hacer siempre y cuando cumpla con los requisitos que para estos efectos se establecen en la legislación pertinente y regulaciones complementarias. No existen diferencias entre nacionales y extranjeros en este respecto.

Con respecto a barreras de entrada para la compra y venta de instrumentos financieros, los inversionistas extranjeros están sujetos a las mismas normas que los inversionistas domésticos con respecto a las inversiones que quieran realizar en instrumentos financieros en el Perú. Como ya se indicó no hay restricciones a la entrada o salida de capitales de ningún tipo, incluyendo obligación de inscribirse en

alguna entidad regulatoria, de pedir autorización de algún ente público o tener que invertir en un plazo mínimo para evitar algún impuesto o limitación a la transferencia de fondos al exterior.

Costos de Operar o Emitir Valores en el Mercado de Capitales. Es difícil hacer una comparación detallada de las tarifas de distintas bolsas o mercados de valores debido a que hay una gran diversidad en cuanto a la estructura y tamaño de los mercados, esquemas de fijación de tarifas, y variedad de productos y servicios que se ofertan.

El reciente Reporte de Estabilidad Financiera del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) incluye un análisis de los costos de emisión de instrumentos de deuda en el mercado peruano, considerando distintos tamaños de emisión de bonos a 5 años de plazo.<sup>4</sup> Se consideraron cuatro tamaños de emisión (US\$ 5, US\$ 10, US\$ 20 y US\$ 50 millones). Los cálculos se incluyen en el Cuadro 3.1. Como era de esperar el reporte concluye que los costos de emisión como porcentaje del monto total emitido disminuyen a medida que aumenta el tamaño de la emisión, debido al impacto de los costos fijos: estructuración, gastos legales, calificadoras de riesgos, y representantes bursátiles, entre otros. El costo total para efectuar una emisión de US\$5 millones ascendía US\$ 113,170, lo que equivale al 2.26% de la emisión. Este porcentaje se reduce a 0.44% en el caso de una emisión de US\$ 50 millones.

Como es lógico debido a la importancia de los costos fijos, los costos de transacción en el mercado de valores peruano son relativamente altos para transacciones pequeñas y sólo se justificaría emisiones mayores a US\$ 10 millones (para empresas que ofrecen un riesgo conservador), lo cual limita el acceso de empresas medianas y pequeñas. Sólo será posible incrementar el número de emisores en la medida en que el mercado, la legislación o la normativa aplicable contribuyan a reducir los costos de transacción.

No es fácil demostrar que las tarifas que cobran la BVL, CAVALI y CONASEV son altas y es difícil hacer comparaciones internacionales, pero lo que es evidente es que estas no se han reducido a la par del fuerte incremento que ha habido en la negociación de valores en el mercado de capitales peruano desde principio de la década. Como resultado, estas tres instituciones muestran un incremento muy fuerte en sus superávits o utilidades, lo que es un indicador de que existe margen para reducir tarifas, tasas o comisiones para hacer más competitivo el mercado de capitales y promover su uso.

Alternativamente, la BVL, CAVALI y CONASEV podrían acelerar la implementación de una serie de programas, tales como el desarrollo de un mercado de derivados y la difusión y promoción del mercado de valores para nuevos emisores, entre otros. Estas tres instituciones también podrían establecer condiciones promocionales que exoneren a nuevos emisores de las comisiones y tasas respectivas en los dos primeros años de ingreso al mercado. El impacto financiero de esta medida sobre los ingresos de estas tres instituciones sería mínimo, y estarían dando un importante mensaje al mercado.

Sara Zervos en un estudio del Banco Mundial realizó un análisis comparativo de costos de emisión en Chile, México y Brasil en el 2004.<sup>5</sup> El estudio encontró que cada país tiene particularidades que origina diferencias en sus costos de emisión, tanto de instrumentos de deuda como de acciones, así como en términos de los distintos tipos o categorías de costos. Su estudio comparó los costos de emisión en estos tres países para un tamaño de emisión de US\$ 100 millones. En el caso de una emisión de bonos, el estudio encontró que el menor costo de emisión lo tenía México con 1.18% del monto emitido, comparado con 2.39% en Brasil y 2.74% en Chile. Es interesante notar que los costos en el Perú para una emisión de títulos de deuda de US\$50 millones (la más grande que se analizó en el estudio del BCRP) son

---

<sup>4</sup> BCRP (2007)

<sup>5</sup> Zervos, Sara (2004) "The Transaction Costs of Primary Market Issuance: The Case of Brazil, Chile and Mexico, World Bank Policy Research Paper 3424, Washington, D.C.

significativamente menores que en estos tres países de la región. La razón principal es el peso de los gastos de estructuración (bancos de inversión), que en esos tres países equivalía a más del 90% del costo mientras que en el Perú asciende a alrededor del 25% para una emisión grande. Considerando que en dichos países existen mucho más emisiones de deuda corporativa que en el Perú, se puede concluir que existen otros factores en el Perú, distintos a los costos, que representan las mayores trabas o desincentivos a las emisiones.

En cuanto a los costos vinculados a CONASEV, CAVALI y la BVL, el impacto de estos sobre los costos totales de emisión son relativamente bajos, como se aprecia en el cuerpo del informe, pero de todas formas ayudaría una reducción, particularmente de los costos de registro de CONASEV, así como los costos anuales por supervisión de una oferta pública. Por otro lado, en la medida en que continúen las mejoras de rentabilidad y se aprovechen las economías de escala que trae el mayor volumen de negocios, se debería evaluar una reducción de tasas o tarifas de estas instituciones o por lo menos cierta racionalización, por ejemplo estableciendo topes sobre ciertas tasas o fijarlas en términos de costos y no como porcentajes de una emisión o del monto transado como ocurre en muchos casos.

## I. BREVE RESEÑA DEL DESEMPEÑO RECIENTE DEL MERCADO DE CAPITALES PERUANO<sup>6</sup>

### A. El Contexto Macroeconómico Internacional

No se puede analizar el desempeño del mercado de capitales del Perú sin ponerlo en el contexto macroeconómico internacional en los últimos años. La evolución del mercado de capitales internacional en los últimos 7 años ha sido muy positiva, aunque la reciente crisis del mercado hipotecario estadounidense ha deteriorado sus perspectivas en el futuro cercano. Subyace a esta favorable evolución el positivo desempeño de la economía mundial, explicado en gran medida por el cambio estructural que ha significado la integración de algunas economías asiáticas y europeas –China, India y Rusia, entre otras– al mundo, así como la difusión del uso de las tecnologías de información. Las entradas de capitales netas a las economías emergentes aumentaron considerablemente en los últimos años, principalmente debido a los incrementos de la Inversión Extranjera Directa (IED), el superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y los préstamos al sector privado como muestran las cifras del Banco Mundial.<sup>7</sup>

En el caso del Perú, ha habido un desempeño similar, ya que el aumento de la inversión extranjera directa y la notable mejora de la balanza en cuenta corriente, que pasó de un déficit de 5.9% del Producto Bruto Interno (PBI) en 1998 a un superávit de 2.8% del PBI en 2006<sup>8</sup> permitieron una importante acumulación de reservas internacionales netas. La integración de las economías emergentes de Asia y Europa del Este al mundo generó una mayor demanda por los productos que el Perú exporta, la cual se reflejó tanto a través del incremento de las cotizaciones de los productos primarios de exportación como de un mayor volumen exportado de bienes tradicionales y no tradicionales. El dinámico crecimiento de la economía internacional también influyó en un incremento de las remesas a países como el Perú. En resumen, las economías en desarrollo como la peruana pasaron a ofertar ahorro externo al mundo en vez de ser demandantes netos del mismo hace solo unos años.

### B. Evolución Reciente del Mercado de Capitales del Perú

El sistema financiero peruano presenta una situación distinta a la que experimentaba a principios de la década y en los dos últimos períodos electorales, que se caracterizaba por una fragilidad en el sistema como resultado de un deterioro de la cartera crediticia de la mayor parte de instituciones financieras, lo que llevó al cierre o a la fusión de varias de estas. En primer lugar, el mercado financiero y de capitales cuenta ahora con altos niveles de liquidez lo cual implica un escenario distinto al que existía a finales del 2000 con las secuelas de la crisis asiática y la recesión económica que le siguió. En segundo lugar, el sistema financiero se encuentra mucho más sólido como resultado de una combinación de factores, incluyendo: (i) los ajustes y políticas de los bancos y de las otras empresas que operan en el sistema para reforzar sus provisiones para malos créditos, fortalecer sus patrimonios y adoptar estándares y prácticas internacionales; (ii) la promoción de una mayor transparencia y (iii) la salida del mercado de una serie de instituciones débiles, la mayor parte de ellas como resultado de fusiones y adquisiciones por otras empresas que operaban en el mercado. En tercer lugar, a diferencia del proceso de restricción crediticia y reducción del mercado de capitales tras la crisis asiática, los problemas de oferta han dejado de ser centrales en la discusión de las reformas prioritarias del sistema financiero. Por último, se ha mantenido un marco de regulación prudencial y de supervisión del sistema financiero y del mercado de capitales conducente a su desarrollo.

---

<sup>6</sup> Este capítulo se basa en el análisis de la evolución del mercado de capitales peruano realizado en el documento de trabajo “Análisis y Propuesta de Modernización del Mercado de Capitales en el Perú” que preparó el autor en Febrero de 2008 conjuntamente con el Sr. Pablo Secada y el Dr. Javier Tovar.

<sup>7</sup> *Global Development Finance 2007: "The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries"*

<sup>8</sup> Cuadros y gráficos adicionales, que describen algunos aspectos de la situación macroeconómica de nuestro país, además de la evolución del mercado de valores, están en el anexo estadístico de este informe.

A pesar de esta situación favorable, el sistema financiero peruano aún presenta dificultades para atender de manera adecuada los requerimientos de financiamiento de la mayor parte de empresas, consumidores y agentes productivos. El problema central se puede resumir en la existencia de una demanda insatisfecha por financiamiento, particularmente en los segmentos de pequeña y mediana empresa y zonas rurales, que se da en un contexto de recursos excedentes en los mercados financieros domésticos. Existen limitaciones que llevan a un incremento en la apreciación del riesgo de prestar a distintos segmentos y en los costos del otorgamiento de crédito, que impiden que los recursos financieros lleguen de manera eficiente de los agentes que poseen excedentes hacia aquellos que necesitan financiamiento. Este problema se podría agravar en caso que la economía se vea afectada por *shocks* exógenos producto de un deterioro en la economía internacional o por el impacto de la coyuntura política electoral, los cuales no son parte del presente diagnóstico.

La principal limitación se encuentra relacionada con la *debilidad patrimonial del sector privado real y la falta de "sujetos de crédito", emisores de títulos y participantes en los mercados primario y secundario de valores*. A pesar que el número de participantes del sistema y sus recursos disponibles han aumentado (una mayor liquidez en el sistema bancario y mayores fondos de los inversionistas institucionales), aún es baja la cobertura del sistema financiero y por lo tanto existe un amplio margen para la expansión del financiamiento en el sector informal de la economía y de las empresas más pequeñas.

La segunda limitación es que *el mercado financiero peruano es segmentado y fragmentado* (por tamaño de empresas, sector económico, tipo de agentes y ámbito geográfico), lo que no permite evaluar y asignar los riesgos de manera adecuada en todos los segmentos y se incurre en costos adicionales para canalizar los recursos. Esto se relaciona con el hecho que los mecanismos de competencia funcionan mejor en algunos segmentos, mientras que en los otros existen importantes barreras y costos que deben ser superados<sup>9</sup>.

En tercer lugar, *las reformas del sistema financiero que se propiciaron en los noventa han ido perdiendo impulso*, e incluso algunas de ellas están en proceso de reversión o bajo un fuerte riesgo de ser revertidas. Ha habido cierto avance en la implementación de una serie de propuestas o cambios que se han venido discutiendo por varios años, los cuales se están aplicando de manera gradual, tales como la mejora de los derechos de propiedad y la administración de justicia, protección de los derechos del acreedor, mejora del sistema de garantías, promoción de la transparencia y flujo de información hacia los usuarios y el regulador, diseño de instrumentos financieros innovadores para permitir la emisión de valores en las PYMEs, entre otros. Sin embargo, en un contexto donde la demanda y la oferta de crédito bancario e instrumentos financieros del mercado de capitales se encuentran segmentadas, existe la tentación de proponer medidas legislativas que buscan intervenir en mercados y proveer de soluciones parciales. Como resultado de esto se han implementado algunos cambios que no favorecen la libre competencia, incluyendo un rol más activo del Banco de la Nación como proveedor de crédito, la creación del Banco Agropecuario y la reciente promulgación de una ley que le permite otorgar créditos directos como intermediario financiero de primer piso (Ley 28590) e incluso captar depósitos del público (previa aprobación de la SBS).

El financiamiento para los agentes productivos del sector privado se puede dar principalmente a través de tres canales, los cuales en conjunto componen el sistema financiero peruano: (i) *la intermediación directa*, a través del mercado de valores, en el cual las empresas emiten valores mobiliarios (acciones, bonos,

---

<sup>9</sup> En un sistema financiero competitivo, la tasa de interés local en moneda extranjera debería igualarse a la tasa de interés internacional más una prima por riesgo país. A su vez, la tasa de interés en moneda nacional debería igualarse con la suma de la tasa en moneda extranjera y la devaluación esperada (Consejo Nacional de la Competitividad, *Sistema financiero y mercado de capitales*, 2003).

instrumentos de corto plazo, entre otros); (ii) *la intermediación indirecta*, a través del sistema bancario y de las empresas financieras y el uso de instrumentos de crédito; y (iii) *el financiamiento de proveedores* que es un tercer canal, sobre el cual no existe mucha información. Tanto el canal de intermediación directa como el de intermediación indirecta han mostrado un crecimiento importante desde el año 2000. Sin embargo, en ambos casos el Perú está rezagado con relación a otros países.

El mercado de valores peruano se ha desarrollado notablemente como resultado de una serie de reformas adoptadas fundamentalmente a inicios de la década del noventa en el marco legal del sistema financiero, y de los cambios adicionales en la LMV en 1996 y 2001 y las distintas modificaciones subsiguientes al marco regulatorio. El marco legal y regulatorio se describe en el siguiente capítulo.

El contexto de estabilidad macroeconómica y el proceso de integración financiera mundial —a pesar de las crisis financieras internacionales y el listado de acciones de empresas peruanas en mercados mucho más profundos como las bolsas de Nueva York y más recientemente Londres y otras bolsas europeas— también contribuyeron a su desarrollo. En los primeros dos tercios de los noventa la participación extranjera en el mercado de valores peruano, junto con los grandes procesos de privatización, fueron factores que tuvieron gran relevancia en el desempeño de los mercados de capitales del país, especialmente en los de renta variable, donde las empresas de servicios públicos explicaron una parte relevante del movimiento y volumen de negociación.

Sin embargo, al final de los noventa, después de la crisis rusa, la participación extranjera se redujo considerablemente, lo que fue compensado por el aumento en las inversiones de las Administradoras de Fondos de Pensión (AFP), con un perfil distinto y con un marco de regulación más estricto. Al final de los noventa y comienzos de esta década, la oferta pública de instrumentos de renta fija creció de manera muy importante, con especial relevancia de las AFP por el lado de la demanda, así como por una mayor sofisticación de las operaciones de financiamiento, incluyendo la aparición de las primeras titulizaciones. Asimismo resurgieron los fondos mutuos, las empresas de seguros y aparecieron los fondos de inversión, como otros importantes inversionistas institucionales y se presenció cierto crecimiento del negocio “*retail*”. En la primera mitad del año 2007 el mercado de renta variable, empujado principalmente por el auge de las empresas mineras y de otras empresas favorablemente afectadas por el crecimiento económico del país de los últimos cinco años, tuvo un extraordinario desempeño.

La capitalización bursátil, que era casi inexistente a fines de los ochenta, ascendió a US\$ 108,220 millones a fines del 2007, casi 1 vez el PBI y casi 6 veces la inversión privada acumulados durante el periodo comprendido entre el tercer trimestre del 2006 y el segundo del 2007. El volumen negociado en la BVL, en acciones fundamentalmente, aumentó sostenidamente desde el 2003 hasta alcanzar un record histórico en el 2007. El *stock* de bonos del sector privado a setiembre del 2007 equivalió a US\$ 4.8 mil millones o el 13.8% del crédito del sistema financiero al sector privado. Más de 5 millones de peruanos están afiliados a los dos regímenes previsionales y, por tanto, son los principales tenedores de las acciones en circulación y dueños del 41% del *stock* de la deuda emitida en el mercado. En el pasado reciente, además, se ha ampliado la oferta de fondos de inversión: ya hay algunos administradores de fondos de capital privado, por ejemplo, además de haberse empaquetado y colocado a agentes financieros obligaciones de pequeñas empresas, lo que les ha permitido seguir creciendo. Asimismo, ya salió al mercado un fondo dedicado a la agroindustria y el sector forestal, lo cual mejorará notablemente el acceso al capital de dichas industrias y contribuirá al desarrollo rural.

Cuadro 1.1: Principales Indicadores del Mercado de Valores Peruano, 2000-2007  
(En Millones de Dólares de EE.UU. ó %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Mercado Primario</b>								
Emisiones inscritas de Oferta Pública Primaria	1,219	1,368	1,218	1,759	2,060	2,086	3,084	3,451
Emisiones autorizadas del Sector Público	900	477	2,518	2,258	2,446	3,202	1,888	n.d.
<b>Total Colocación de Oferta Pública</b>	<b>943</b>	<b>1,095</b>	<b>827</b>	<b>1,451</b>	<b>1,218</b>	<b>1,475</b>	<b>1,564</b>	<b>1,661</b>
<b>Mercado Secundario</b>								
Negociado en Bolsa	3,596	3,433	2,874	2,255	2,467	3,628	6,309	12,399
Negociado fuera de Bolsa	758	451	2,362	845	382	485	661	1,812
<b>Capitalización Bursátil</b>	<b>10,511</b>	<b>10,861</b>	<b>12,593</b>	<b>16,084</b>	<b>20,108</b>	<b>36,196</b>	<b>60,020</b>	<b>108,220</b>
<b>% PBI</b>	<b>19.7</b>	<b>20.1</b>	<b>22.1</b>	<b>26.2</b>	<b>28.9</b>	<b>45.6</b>	<b>64.4</b>	<b>99.2%</b>
<b>Variación del IGBVL en Soles (%)</b>	<b>-34%</b>	<b>-3%</b>	<b>18%</b>	<b>73%</b>	<b>49%</b>	<b>29%</b>	<b>168%</b>	<b>36%</b>

n.d. No disponible.

Fuentes: BVL, CONASEV y BCRP.

Pese a que, como puede observarse en el siguiente cuadro, hay casi cincuenta instituciones participando en el mercado de valores peruano, cuatro grupos financieros concentran el 94% de los activos domésticos, 77% del crédito al sector privado y 54% de la inversión de los fondos de pensiones. Otros grupos nacionales o internacionales no han tenido la masa crítica, red de distribución, relaciones, mandato de sus accionistas o combinaciones de estos factores para alterar la segmentación del mercado financiero.

Cuadro 1.2: Instituciones del Mercado de Valores Peruano  
(a Diciembre del 2007)

Tipo de Institución	Total	Vinculados a Bancos	No vinculados a Bancos
Agentes de Intermediación	21	5	16
Sociedad Administradora de Fondos	7	4	3
Sociedad Administradora de Fondos de Inversión	12	0	12
Sociedad Titulizadora	8	6	2

Fuente: BVL y CONASEV.

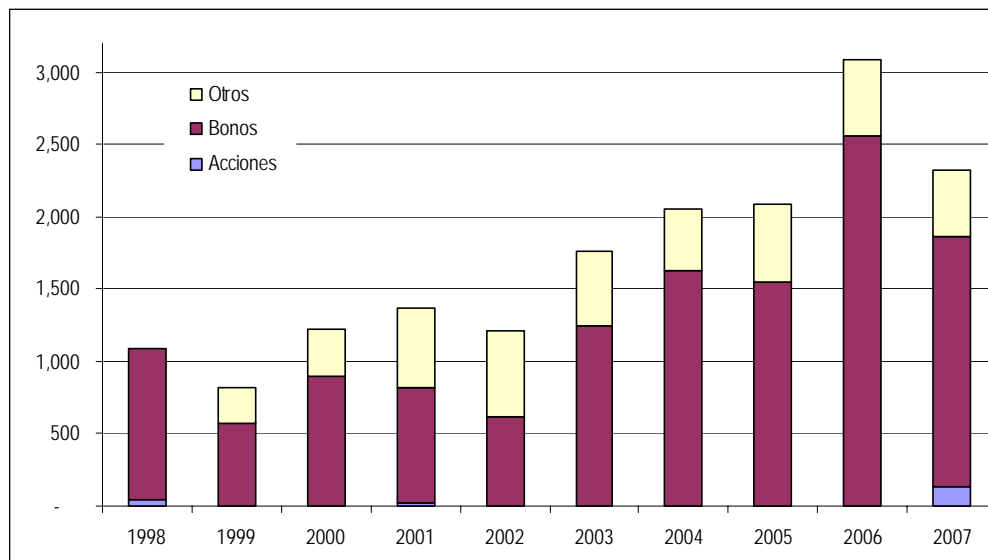
En el Perú la legislación del mercado de valores contempla la existencia de dos tipos de agentes de intermediación. Las SABs y las sociedades de inversionistas en valores (SIVs), las primeras de éstas son las predominantes en el mercado. Es importante indicar también que existen dos tipos de SABs: aquellas vinculadas a bancos y las que no están vinculadas a bancos. Más de tres cuartos de la intermediación total en la BVL se realiza por SABs vinculadas. Las no vinculadas sólo superaron a las vinculadas en las operaciones de Reporte y en el rubro "otros", que es muy pequeño. Existe un claro predominio de SABs vinculadas tanto en la negociación de operaciones de renta fija y renta variable en el mercado como en la estructuración de emisiones.

En cuanto a la naturaleza de las operaciones o clase de valores que intermedia cada uno de los dos tipos de SABs, las cifras muestran que las SABs vinculadas a bancos concentran sus operaciones en la intermediación de instrumentos de renta variable y obligaciones, pero casi no participan en operaciones de reporte. Lo inverso ocurre en el caso de las SABs no vinculadas. Es evidente por lo tanto que las SABs bancarias y las no bancarias trabajan en negocios y segmentos de mercado muy diferentes.

El mercado accionario ha tenido un desempeño bastante pobre ya que ha habido un número limitado de nuevas emisiones si se excluyen las adquisiciones de empresas y otras reorganizaciones societarias. Las emisiones de instrumentos de deuda han constituido las principales ofertas públicas primarias, en particular las emisiones de deuda del gobierno, que han dominado dicho mercado. El siguiente gráfico ilustra estos puntos.

A pesar de que existe mayor movimiento, el mercado de valores enfrenta varias limitaciones de importancia que exigen una revisión profunda del marco legal y normativo que rige el funcionamiento del mercado y de sus principales participantes. Prácticamente no hay un mercado primario de acciones ni un mercado secundario de renta fija, por ejemplo. El mercado se caracteriza por un exceso de demanda de instrumentos con respecto a la oferta de los mismos. Esta “sobredemanda” emana principalmente de las AFP que tienen una restricción legal de invertir no más del 30% de los activos en el exterior, a su vez limitada por el BCRP a un tope regulatorio que actualmente está en 20%.

Gráfico 1.1: Montos Inscritos de Oferta Pública Primaria (1998-2007<sup>1/</sup>)  
(En Millones de Dólares de EE.UU.)



1/ Información a setiembre de 2007.

Fuente: CONASEV.

Este tope regulatorio era más bajo aún en la administración anterior del BCRP, reflejando en parte, el conflicto de interés que tenían directores de la autoridad monetaria que a su vez eran funcionarios públicos encargados de la política de endeudamiento soberano. Por otro lado, las AFPs tampoco han estado muy interesadas en invertir en el exterior ya que están por debajo del tope vigente del 16%.<sup>10</sup> Diversos factores podrían explicar este comportamiento, incluyendo las normas de la Superintendencia que les impide tener un manejo diversificado de sus carteras, el temor a ser penalizados por sus afiliados si el rendimiento del respectivo Fondo se separa del rendimiento de otros Fondos, el temor a exceder los límites en caso que los precios de activos en el exterior aumenten más rápido que sus activos domésticos, las altas rentabilidades que se han obtenido en el mercado peruano en los últimos años, y la posibilidad de tener Directores en las principales empresas del país.

El Gráfico 1.2 muestra un estimado de la evolución del exceso de la demanda de valores entre fines del 2001 y junio del 2007. En los últimos meses la cifra fluctúa alrededor de US\$ 3,000 millones. La gran

<sup>10</sup> Este tope lo aumentó el Banco Central de 15% a 16% a mediados de diciembre del 2007.

incógnita es en que medida esta exposición excesiva al riesgo soberano peruano y este persistente exceso de demanda de valores pueda resultar en una sobrevaloración de instrumentos financieros.

Gráfico 1.2: Exceso de Demanda de Valores<sup>1/</sup>, Diciembre 2001-Junio 2007  
(En Miles de Millones de Dólares de EE.UU.)



<sup>1/</sup> Resultado de restarle el encaje bancario y el *stock* de valores negociables a la liquidez del sistema financiero.

Fuente y elaboración: Banco de Crédito del Perú (BCP).

El exceso de demanda ha llevado a que por momentos la valoración de la BVL sea relativamente alta cuando se la compara con otras bolsas más profundas que, en algunos casos, tienen fundamentos más sólidos y sectores empresariales más pujantes. En los últimos meses ha habido una corrección importante ya que la BVL ha caído más del doble de la caída que se ha experimentado en bolsas de mercados desarrollados y de otros países emergentes. Esto se ha debido a la predominancia de acciones de empresas mineras en los índices del mercado bursátil peruano. Por otro lado, la curva de tasas de rendimiento de los bonos emitidos en el mercado primario, de otro lado, ha estado consistentemente debajo de curvas similares de países que tienen grado de inversión y empresas que han globalizado sus operaciones y, por ello, diversificado los riesgos a los que están expuestas.

Cuadro 1.3: Volúmenes Negociados en las Principales Bolsas de Valores de América Latina a Diciembre del 2007(En Millones de Dólares de EE.UU.)

País	RV <sup>1/</sup>	RF <sup>1/</sup>	RV + RF	RV / PBI	(RV+RF) / PBI
Perú	11,247	1,094	12,341	10.3%	11.3%
México	123,914	138	124,052	13.9%	13.9%
Brasil	608,432	493	608,925	46.3%	46.3%
Argentina	7,372	47,679	55,051	2.8%	21.1%
Chile	49,900	139,997	189,897	30.4%	85.4%
Colombia	16,857	526,613	543,470	9.8%	316.0%
			<b>Promedio</b>	18.9%	82.3%

RV: renta variable. RF: renta fija.

Fuente: Reporte Estadístico Mensual, Diciembre 2007, Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB), Bancos Centrales.

En cuanto a los inversionistas, los institucionales han ido aumentando su importancia, no sólo por su rápido crecimiento en los últimos años, pero también porque la presencia de bancos de inversión

internacionales, finalmente, nunca recuperó el nivel que tenía antes de las crisis internacionales de fines de la década pasada. Ello ha reducido la competencia que el mercado de capitales representa para la banca nacional, altamente concentrada, además de haber reducido el nivel de exigencia que los fondos de inversión internacionales imponían a los analistas financieros locales y, por ello, tanto la cantidad como la calidad del análisis financiero. Los inversionistas individuales, especuladores en buena medida, han recuperado parte del terreno que perdieron ante los fondos de inversión internacionales, que prefieren invertir en bolsas más líquidas, con valoraciones relativamente más atractivas o mercados en los que la información es más simétrica, oportuna y completa.

### C. Evolución de los Inversionistas Institucionales

En el Perú los principales inversionistas institucionales incluyen a las AFPs, los bancos, las sociedades administradoras de fondos mutuos y las empresas de seguros. Como puede apreciarse en el Cuadro 1.4, los fondos privados de pensiones (AFP) son los principales inversionistas institucionales del país, no solo porque administran la cartera de inversiones más importante, sino porque la misma crece al mayor ritmo.

Cuadro 1.4: Inversiones de los Inversionistas Institucionales  
(En Millones de Nuevos Soles)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Fondos de Pensiones</b>	12,357	15,885	21,914	25,766	32,421	45,586	60,300
<b>Bancos</b>	8,935	9,135	10,960	11,758	13,412	12,349	18,443
<b>Fondos Mutuos</b>	2,677	3,279	4,404	3,888	4,634	5,663	9,762
<b>Seguros</b>	2,265	2,849	4,035	4,818	6,060	6,729	7,867

La información de Fondos Mutuos de 2007 es a Julio.

Fuentes: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, SBS y CONASEV.

Efectivamente, los activos que administran las AFP, seguidos por los fondos mutuos y las compañías de seguros, han crecido al mayor ritmo: registraron tasas de crecimiento anual promedio de 23%, 18% y 17% entre el 2002 y fines de julio del 2007. A fines del 2007 las AFPs representaban 63% del total de inversiones de los inversionistas institucionales en comparación con 47% en el 2001. Esta tendencia va a continuar en el futuro cercano, lo que implica que al haber sólo cuatro administradores de fondos de pensión, cada uno de ellos tiene un papel muy preponderante en el funcionamiento del mercado, con la posibilidad de afectar la liquidez del mismo o incluso la valorización de algunos instrumentos.

Las cuatro AFPs manejaban alrededor de US\$20.1 mil millones al mes de septiembre del 2007, lo cual equivalía a 84% del ahorro interno, 117% de la inversión privada y 20% del PBI del país. Otros fondos de inversión, fondos mutuos esencialmente, administraban US\$ 3.1 mil millones a julio del 2007. Las compañías de seguros, principalmente las de vida, quienes más actúan en función del largo plazo, tenían invertidos US\$ 2.3 mil millones en el mercado de valores a fines del mes de julio del presente año. En el mismo periodo, los bancos tenían US\$ 4.7 mil millones invertidos en valores. Tesoreros de instituciones públicas, básicamente la Oficina de Normalización Previsional (ONP), tenían US\$1.2 mil millones de activos financieros locales en sus carteras de inversión a agosto del 2007. Igualmente, los inversionistas extranjeros, incluyendo a los fondos, bancos de inversión y empresas *offshore* que utilizan con alguna frecuencia los inversionistas nacionales, poseían US\$ 19.9 mil millones del capital y deuda emitidos en el mercado de valores local a setiembre del 2007.

La teoría financiera sugiere que para minimizar la exposición al riesgo soberano que se puede diversificar, un fondo de inversión en acciones peruanas debería exponerse al riesgo soberano por el equivalente a la

participación de la capitalización bursátil (o el valor de las acciones en circulación, es decir, el *float*) de las acciones de empresas peruanas sobre la capitalización (o el *float*) de las acciones que negocian en el mercado global: 0.0644% según el Morgan Stanley Capital Index Barra (MSCI Barra), una de las dos familias de índices más utilizadas como referencia por los administradores de fondos de inversión internacionales junto con los índices de Standards & Poors (S&P). La exposición al riesgo Perú de un fondo de inversión en renta fija debería ser igual a la participación de valor de mercado de la deuda emitida por el sector público o empresas peruanas sobre el valor de mercado de la deuda emitida por todos los gobiernos y empresas del mundo, es decir, el 0.11%. Para estimar ese dato, utilizamos otros dos procedimientos: la participación de la deuda peruana en el Índice de Bonos de Mercados Emergentes de JP Morgan (EMBI Global), 2.23%, así como la exposición a la deuda soberana emergentes de un portafolio diversificado en deuda global, 5.1%.

La sobre-exposición de las AFP y de otros fondos de inversión domésticos al riesgo Perú responde principalmente al marco normativo que ha limitado su capacidad de invertir en el exterior, pero también al hecho que el mercado de capitales peruano no es eficiente. Los administradores de fondos nacionales aprovechan su acceso privilegiado a la información (así como, en la mayoría de los casos, su mejor capacidad para interpretarla que los administradores de fondos internacionales) para exponerse a los riesgos que les parecen más atractivos. De todos modos, se acepta generalmente que la exposición de las AFPs y los fondos mutuos al riesgo Perú es exagerada. Paradójicamente, la cartera del fondo público de pensiones está menos expuesta al riesgo soberano, reflejando, posiblemente, la mayor aversión al riesgo de quienes lo diseñaron dado que los aportes previsionales de los peruanos de edad media en adelante fueran diezmos por la hiperinflación y el mal manejo de las finanzas públicas de los años setenta y ochenta.

La introducción de los multifondos en el Sistema Privado de Pensiones (SPP) hace un par de años ha sido positiva ya que ha permitido a las AFP diferenciar, en alguna medida, el manejo de sus inversiones.

La participación de la deuda pública en el fondo privado de pensiones, que prácticamente se redujo a cero en 1996-97 reflejando la mejora fiscal y un manejo bastante conservador de la política de endeudamiento del país, aumentó sostenidamente desde entonces llegando a poco más de un quinto del fondo el 2006. Aunque la mejora de las finanzas públicas justifica el mayor atractivo de la deuda soberana, no es obvio que sea prudente tal exposición al riesgo político, fundamentalmente por la fragilidad política del país, con una democracia todavía incipiente y poco representativa. Sin embargo, las AFPs peruanas tienen menor exposición al riesgo soberano de su propio país que sus equivalentes en países vecinos.

Entre 2001 y 2006, la participación de depósitos y valores emitidos por el sistema financiero en la cartera del SPP se redujo sostenidamente en 26 puntos porcentuales, reflejando parcialmente la mejora en los resultados de las empresas financieras, el castigo de los malos préstamos y el aumento de los depósitos. Durante el periodo mencionado, por el contrario, aumentó continuamente la importancia de los valores emitidos por empresas no financieras y los fondos de inversión expuestos a activos domésticos o internacionales. El desempeño mencionado refleja el exceso de liquidez en el sistema financiero que, en términos relativos, ha requerido menos recursos de las AFP.

En el caso de los bancos, la participación de la deuda pública en sus carteras de inversiones aumentó sostenidamente entre el 2003 y el 2006 hasta llegar a representar el 66.9% del total. A lo largo del periodo mencionado, los bancos redujeron sostenidamente su exposición a fondos mutuos y de inversión nacionales, mientras que no han comprado cuotas de fondos de inversión internacionales desde el 2004.

Las empresas de seguro también aumentaron sostenidamente la participación de la deuda pública en sus carteras de inversiones entre el 2001 y el 2006 hasta llegar a representar el 24.1% del total el 2006. Fue

similar la evolución de su exposición relativa a bonos empresariales calificados. La importancia relativa de la inversión en acciones de las compañías de seguros se redujo a alrededor de la mitad durante el 2004-06, en comparación al 2001-03. Es interesante mencionar que las aseguradoras empezaron a prestarles a los asegurados de vida en el 2003, si bien la importancia relativa de dicho activo aún es relativamente pequeña. Estas empresas han solicitado autorización a la SBS para que les permita hacerles préstamos a los pensionistas que adquirieron rentas vitalicias, pero hasta el momento no se les otorga dicha autorización.

#### **D. Características y Evolución del Mercado Primario**

La oferta pública de valores emitidos por el sector privado, compuesta principalmente por instrumentos de deuda, ha aumentado sostenidamente entre 2002 y 2006, particularmente en el 2003 y el 2006. Los montos colocados de oferta pública llegaron a un record de US\$ 1,560 millones en el 2006, tras recuperar durante el año 2005 el nivel observado el año 2003. El 2002, en cambio, fue el año en que menos ofertas públicas se colocaron, reflejando tanto la sucesión de crisis observadas en los mercados emergentes (1997-2001) como la crisis política vivida en nuestro país durante los años 2000 y 2001.

Aparte de algunos factores citados anteriormente con respecto a la demanda, varias características asociadas a la forma de funcionar que tiene el sector empresarial explican que éste no haya aprovechado en mayor medida el exceso de demanda de valores. Estas incluyen: (i) la informalidad en la gestión de algunas empresas, que no tienen estructuras de gobierno corporativo adecuadas ni, en algunos casos, información contable confiable; y (ii) la debilidad de los derechos de los acreedores, que han permitido a algunas empresas operar con niveles de capitalización inadecuados.

Otros factores que explican esta situación de poca oferta de títulos valores en el mercado son: (i) la falta de información para muchos empresarios sobre las oportunidades de financiamiento que el mercado de capitales ofrece, (ii) el tamaño pequeño de gran parte de las empresas que hace costoso emitir, (iii) la alta informalidad en el país que desincentiva las emisiones, y (iv) la falta de flexibilidad en el marco regulatorio para promover y facilitar esquemas alternativos de financiamiento a través del mercado de capitales. Todos estos son problemas estructurales que toma tiempo resolver.

#### Mercado de Deuda

Como se ha mencionado anteriormente, el Perú es un país donde coexisten dos monedas, el dólar americano y el sol, y en el cual durante mucho tiempo el dólar tuvo un rol predominante. Esto ha ido cambiando en el tiempo a medida en que se iba restableciendo la confianza en el nuevo sol. En los últimos años, se ha ido privilegiando el endeudamiento en Nuevos Soles, con lo que se ha reducido la exposición al riesgo cambiario además de extenderse el plazo de las emisiones de deuda.

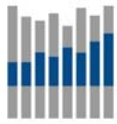
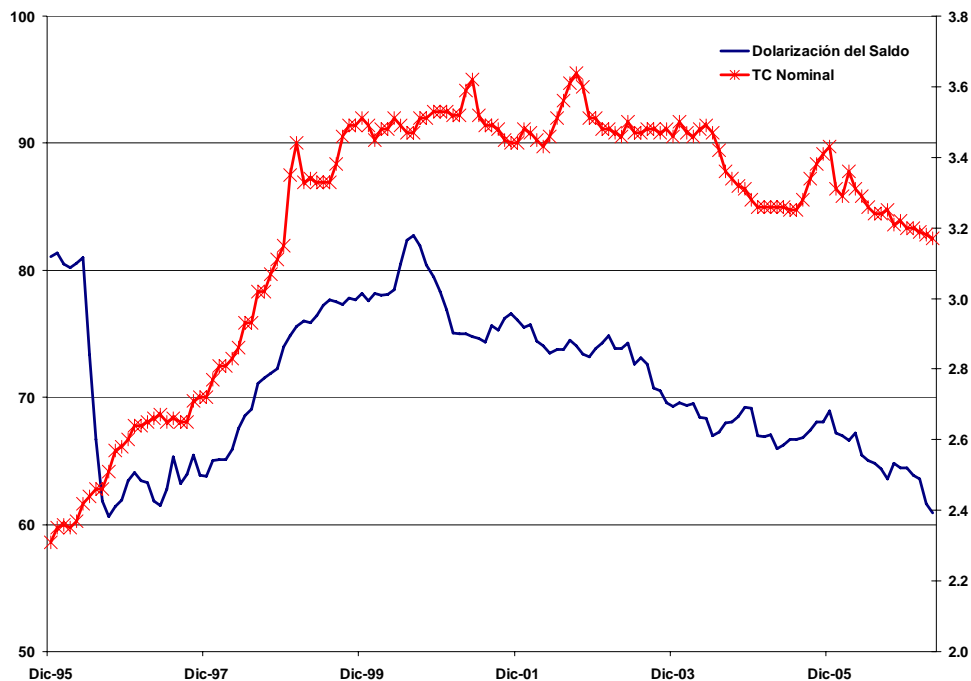


Gráfico 1.3: Dolarización del Saldo de Bonos Privados y Evolución del Tipo de Cambio Nominal, 1995-2006  
(En % y Nuevos Soles por Dólar de EE.UU.)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

La solarización de los bonos del sector privado aumentó sostenidamente, pasando de 31% del total en el 2005 a 41% en agosto del 2007. Se regresó, así, al nivel de dolarización de bonos del sector privado registrado en 1995. En comparación, la solarización de la liquidez de las empresas bancarias y el crédito del sistema bancario al sector privado ascendieron a 26% y 40% del PBI en agosto del 2007, respectivamente. La mayor emisión de bonos en Nuevos Soles nominales, que pasaron a representar el 31.1% del total en agosto del 2007 frente a 12.3% en el 2004, más que compensó la redención neta de bonos indexados (VAC) que sólo representaron el 9.8% del *stock* de bonos del sector privado a agosto de este año. Esta tendencia puede revertirse en algo en la medida que continúa la revaluación del sol y los potenciales deudores intentan aprovecharse de esto.

Otra característica que cabe resaltar en el mercado de deuda es la extensión de los plazos de los bonos del sector privado. En efecto, 60.6% de los bonos del sector privado se emitieron a plazos mayores a los cinco años en agosto del 2007, frente a 54.9% el 2005. La participación de los bonos del sector privado emitidos a plazos menores a tres años ascendió a 12.1% del total en agosto del 2007, seis puntos porcentuales debajo del nivel observado el 2005.

Asimismo, el gobierno se ha constituido en un actor sumamente relevante en el mercado de capitales peruano: durante el periodo 2002-06, el sector privado sólo ofertó más valores negociables que el gobierno en el 2006. El año 2005, el gobierno ofertó más de una vez y media lo que el sector privado.

El aumento del *stock* de bonos corporativos, especialmente en el 2006 cuando creció en US\$ 1, 760 millones, explicó el 92% del incremento total de bonos del sector privado entre agosto del 2007 y el año 2005. El aumento del *stock* de bonos de titulización (52.9% entre 2004 y 2005, para luego crecer moderadamente), de otro lado, ha ayudado a reducir el apalancamiento de las empresas.

Cabe resaltar también que la brecha entre oferta y demanda de instrumentos también afecta al mercado de deuda, generando una presión a la baja de las tasas de interés, lo cual afecta la rentabilidad de los inversionistas y favorece principalmente a las empresas más grandes con capacidad de emitir en el mercado. A pesar de estas tasas relativamente bajas, las empresas medianas han estado reacias a financiarse en el mercado debido a los costos de emisión (muchos de ellos relacionados con la necesidad de mejorar sus gobiernos corporativos) y a la facilidad de obtener financiamiento a tasas competitivas en el sistema bancario.

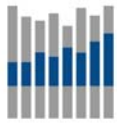
### Mercado de Acciones

Previamente a la reciente oferta de acciones de Intercorp (perteneciente al Grupo Interbank) en junio del 2007 y dos ofertas públicas de acciones de alrededor de US\$ 2 millones, una de las cuales estuvo asociada a un intercambio de acciones, no había habido listados relevantes de acciones en la BVL desde que la empresa constructora Graña y Montero lo hizo en 1997. Siguiendo la tendencia de otros países de la región en años recientes, importantes empresas peruanas han colocado acciones por varios miles de millones de dólares en otros mercados bursátiles. Para más detalles sobre emisiones de empresas latinas en otros mercados se sugiere revisar el informe *“Emerging Capital Markets and Globalization: The Latin American Experience”* de Augusto de la Torre y Sergio Schmukler. Por otro lado, aprovechando el exceso de demanda de valores en nuestro país, algunas empresas del exterior han ofrecido títulos por casi US\$350 millones en el mercado local desde el 2003.

Dicho informe resalta que la falta de liquidez es una de las restricciones más importantes de los mercados bursátiles latinoamericanos. La iliquidez es generalizada y refleja la concentración en la oferta y demanda de valores. Esto también ocurre en el Perú donde por el lado de la oferta sólo un número reducido de empresas tienen el tamaño y las características para realizar emisiones y en el caso de la demanda, ésta está dominada por un grupo reducido de inversionistas institucionales, principalmente las AFPs que tienden a implementar estrategias de *“buy and hold”* que restan liquidez al mercado y dificultan la valorización de los instrumentos que se negocian en el mismo.

### **E. Mercado Secundario**

El mercado secundario en el Perú es bastante pequeño, particularmente en el caso de instrumentos de deuda. El Cuadro 1.5 muestra el promedio de operaciones en la BVL en los últimos años para distinto tipo de transacciones. Ese indicador nos proporciona una idea del tamaño relativo del mercado secundario de acciones y de deuda. El mercado accionario es mucho más activo que el mercado de deuda que es prácticamente inexistente, y ha crecido en forma muy importante en los últimos tres años en número de transacciones. En el caso del mercado de deuda, en los últimos tres años solo se negociaron, en promedio, ocho instrumentos al día en la BVL. Peor aún, considerando que algunas de estas operaciones fueran efectuadas entre empresas vinculadas para “marcar precios”, la situación es en realidad aún más preocupante.



**CEF**

Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

Cuadro 1.5: Promedio de Operaciones en la BVL, 2000-2007  
(En número de Operaciones Diarias)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Acciones	523	290	264	389	550	622	1255	2141
Deuda	10	12	11	9	7	8	8	8
Reporte	27	19	15	16	26	37	45	63
Colocación primaria	0	0	0	0	0	0	0	2
<b>Total</b>	<b>559</b>	<b>322</b>	<b>290</b>	<b>415</b>	<b>582</b>	<b>667</b>	<b>1308</b>	<b>2214</b>

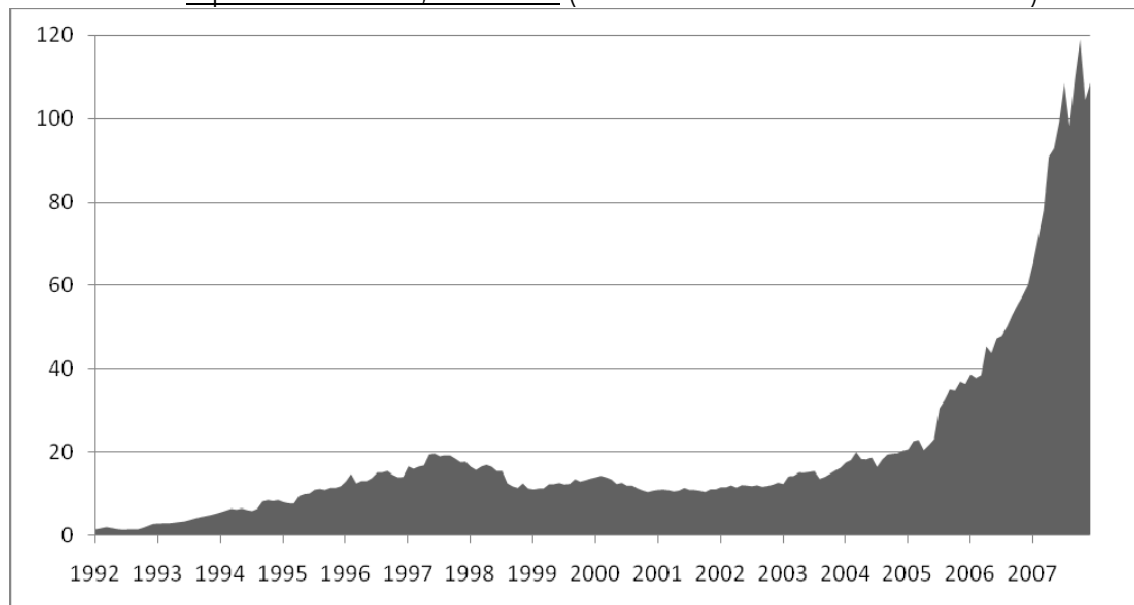
Fuente: BVL.

### Acciones

A fines del 2007, el valor de las empresas listadas en bolsa ascendió a US\$ 108 mil millones, 6 veces la inversión privada y 1 vez el PBI, respectivamente. La capitalización de cualquiera de las principales empresas listadas en bolsa en el 2007 era superior a la de todo el mercado bursátil a fines de 1989.

La capitalización bursátil total de la BVL aumentó casi 200% entre diciembre del 2005 y fines del 2007. Gran parte del incremento mencionado ha estado asociado al *boom* de los precios de los metales. En efecto, la capitalización bursátil de las empresas mineras aumentó en 257% entre diciembre del 2005 y setiembre del 2007, pasando a representar el 64% de la capitalización de la BVL en setiembre del 2007 en comparación a 49% en diciembre del 2005. La capitalización del resto de sectores económicos aumentó en casi el 100% durante el periodo mencionado. Del resto de sectores económicos, la capitalización de las empresas diversas fue la que más subió (201%), seguida por la de las empresas agroindustriales (184%) e instituciones financieras (AFP, bancos, financieras y seguros, 112%), entre las que destacaron los bancos y las aseguradoras.

Gráfico 1.4: Capitalización Bursátil, 1992-2007 (En Miles de Millones de Dólares de EE.UU.)



Fuente: BCRP.

Si se hace el ejercicio de agregar la capitalización del sector minero y agrario en lo que sería el valor de las empresas del “sector primario” listadas en bolsa, se puede afirmar que el desempeño del resto de

sectores económicos depende principalmente de la demanda interna. En este sentido, la capitalización bursátil de los “sectores primarios” aumentó 255% entre septiembre del 2007 y diciembre del 2005, mientras que la de los sectores vinculados a la demanda interna creció en 97%. La capitalización de empresas de estos dos sectores primarios pasó a representar el 65% del valor de mercado de la BVL en agosto del 2007 frente a 51% en diciembre del 2005.

Usando los datos de fines del 2006, se puede afirmar que la capitalización bursátil en el país está muy concentrada. La capitalización bursátil de Southern, la empresa a la que el mercado asigna el mayor valor, representa el 28% de la capitalización de la BVL. La capitalización bursátil de las doce empresas cuyo valor de mercado supera los US\$ 1 mil millones, entre las que hay siete mineras, cuatro instituciones financieras y una generadora eléctrica, representaba el 74% de la capitalización bursátil total.

El volumen negociado en acciones en la BVL cayó continuamente durante el periodo 2000-03 (a una tasa promedio anual de -13.9%) mientras que aumentó sostenidamente (a una tasa anual de 39.9% en promedio) desde entonces. El año pasado, el volumen negociado en acciones en la BVL fue 75% mayor que en el año 2005 y poco más del doble del promedio del periodo 2000-06.

La mayor parte de la negociación de las acciones más líquidas (Buenaventura, Southern Perú, Credicorp y Cementos Lima, en ese orden) se hace en las Bolsas de Nueva York o Londres, es decir, fuera de la BVL. Esto se debe a una serie de razones, incluyendo costos de transacción más bajos en esos mercados que para operaciones similares en la BVL y a una mayor familiaridad de los inversionistas extranjeros con los sistemas de compensación y liquidación de dichos mercados y la posibilidad de poder realizar préstamos de valores, que no es posible en el Perú.

El cuadro 1.6 presenta la información sobre la intermediación en el mercado de valores, desagregada por agente de intermediación durante el año 2007. Como puede observarse, cuatro de las seis SABs que más intermediaron valores en el mercado peruano en el año 2007 están vinculadas a bancos. Las cuatro SABs mencionadas intermediaron alrededor del 67% de la negociación total<sup>11</sup>.

Cuadro 1.6: Intermediación de las SABs en la Bolsa de Valores de Lima, Diciembre del 2007 (En Millones de Nuevos Soles)

SAB	Total	Participación
CENTURA S.A.B.	17,656.59	27.49%
CREDIBOLSA S.A.B.	14,409.94	19.09%
S.A.B. SEMINARIO & CIA.	10,938.75	15.23%
CONTINENTAL BOLSA S.A.B.	10,264.71	10.50%
SCOTIA BOLSA S.A.B.	7,785.15	10.05%
INVESTA S.A.B.	6,349.31	4.85%
Otros	10,302.52	12.78%
<b>Total</b>	<b>77,706.98</b>	<b>100.00%</b>

Fuente: BVL.

### Deuda

El mercado secundario de deuda en el país es casi inexistente. Sólo se registraron un promedio de ocho operaciones de deuda al día en el mercado secundario durante el año 2006, lo cual ilustra claramente que el mercado de deuda es esencialmente un mercado primario en nuestro país. Este número de

<sup>11</sup> Centura, Credifondo, Scotia y Continental Bolsa.

transacciones diarias no difiere grandemente del número de operaciones semejantes que se realizaron en la BVL en los cinco años anteriores.

Las tasas de los bonos del sector privado en Nuevos Soles nominales subieron, en promedio, en 160 puntos básicos entre el 2004 y el 2006, mientras que aumentaron en 20 puntos básicos entre el 2006 y agosto del 2007.

Las tasas de los bonos del sector privado en dólares estadounidenses se mantuvieron básicamente estables entre el 2004 y julio del 2007, pese a la marcada y sostenida reducción del riesgo soberano observada durante dicho periodo. Desde agosto, el riesgo soberano subió ligeramente, en línea con el aumento de la aversión al riesgo asociada a la crisis hipotecaria estadounidense.

El costo de la deuda soberana en Nuevos Soles, sin embargo, se redujo hasta en 200 puntos básicos entre mayo del 2006 y 2007, especialmente en los plazos mayores a cinco años. Así, la curva cupón cero de largo plazo del soberano se ha aplanado: el diferencial del costo de la deuda soberana de 20 años frente a la de 1 se redujo a 160 puntos básicos en octubre del 2007, frente a 270 puntos básicos un año antes.

En el 2006 Credibolsa concentró el 67% del volumen negociado en instrumentos de deuda. Las otras dos mayores SAB en este mercado, Centura y Continental, representaron el 28% de la negociación en instrumentos de deuda en el mismo año.

## **F. Conclusiones**

La evolución reciente del mercado de capitales peruano muestra que a pesar del buen desempeño de la economía peruana en años recientes y de las reformas que se han hecho en la legislación y regulación, este todavía sigue presentando una serie de deficiencias que no permiten que se constituya en una importante fuente de financiamiento para el sector empresarial del país. Las distintas reformas realizadas, que se podrían denominar de primera generación, han creado un marco legal, regulatorio e institucional que otorga confianza a los inversionistas y ha permitido un crecimiento del mercado, pero este todavía es incipiente.

El mercado de capitales peruano tiene problemas estructurales que no son fáciles de corregir en el corto plazo. El mercado financiero del Perú adolece de una serie de trabas o limitaciones que impide la canalización efectiva y eficiente de recursos desde los agentes superavitarios de la economía a los agentes deficitarios, con lo que se inhibe la inversión.

Paradójicamente el Perú es un país pobre en el que sobra dinero en los mercados financieros. Existe mucha liquidez en los mercados y pocos instrumentos financieros en donde invertir. En el Perú se está viviendo una coyuntura de exceso de ahorristas (o de demanda por instrumentos financieros) aunado a una escasez de oferta de títulos valores, tanto de deuda como de acciones, en los cuales invertir. No se ha logrado que las empresas medianas accedan al mercado de capitales.

Existe un conjunto de razones que explican el poco interés de estas empresas por ingresar al mercado. Un problema fundamental se relaciona con el tamaño relativamente pequeño de las empresas peruanas que origina que los costos de una emisión sean altos relativos al tamaño de emisión que una empresa mediana podría requerir. El "Informe de Estabilidad Financiera" publicado en junio del 2007 por el BCRP presenta un análisis muy interesante al respecto. Encuentra que, en promedio, para una emisión de bonos a cinco años por US\$ 5 millones, el costo de la emisión ascendería a casi la quinta parte del costo efectivo total (1.36 puntos porcentuales de los 7.36% anuales que terminaría costándole la emisión). Esos costos son

bastante altos y disminuyen a medida que el tamaño de la emisión aumenta, pero empresas medianas no tienen la capacidad de hacer emisiones mayores.

El mercado local es pequeño, poco profundo, concentrado y poco dinámico. Si bien la relación capitalización bursátil a PBI creció 140% entre 2003 y 2006, el saldo de los bonos de las empresas financieras creció sólo de 2.5% a 2.8% del PBI en el mismo plazo. En el caso del mercado de acciones, no ha habido muchas emisiones en los últimos cinco años. Otras razones que explican el poco interés de las empresas por financiarse a través del mercado de capitales incluyen: el temor a abrir las empresas a terceros, la falta de una cultura empresarial que acepta buenas prácticas de gobierno corporativo (contabilidad y control), la percepción de que el proceso para realizar una emisión es muy lento y burocrático, el temor a recibir un trato distinto por la autoridad tributaria, entre otras.

Por otro lado, los inversionistas institucionales locales mantienen un comportamiento cauteloso, siendo reacios a invertir en instrumentos de menor calidad de riesgo. La situación económica y política por la que actualmente atraviesa el país, así como la alta sensibilidad de los precios y tasas de mercado a los movimientos que se presentan en el contexto internacional, hace suponer justificadamente que este comportamiento cauteloso que se expresa en una “demanda selectiva” por valores se mantenga por un tiempo adicional, hasta que el mercado cuente con claras señales de que la situación en efecto ha mejorado y ello se vea reflejado en sus percepciones. Mientras lo anterior no ocurra, va a ser difícil que se puedan colocar emisiones por debajo de los US\$ 10 millones, que es el monto tope que la gran mayoría de empresas medianas peruanas pudiera emitir en una primera instancia.

Ello, sin duda plantea una limitación directa a la incursión de las pequeñas y medianas empresas, tomando en consideración el tamaño de los montos de emisión con los que éstas podrían acceder potencialmente al mercado tal como se concluye en diversos estudios recientes sobre este tema que se han realizado en el país.<sup>12</sup>

Adicionalmente, es importante señalar que la experiencia internacional no ha mostrado resultados positivos en cuanto a normas orientadas a reducir los costos de transacción mediante la flexibilización de requerimientos de inscripción o registro de valores emitidos por oferta pública primaria. Factores como la falta de información contable o resistencia de los empresarios para publicitar sus estados financieros por temores impositivos se presentan en Perú y otros países en desarrollo. En el caso de los emisores, la obligación de informar, la falta de cultura de mercado y los costos asociados a la emisión y cotización de los valores,<sup>13</sup> son todos factores que desalientan su participación en el mercado. Por el lado de los inversores, estos factores se centran básicamente en la reducida cantidad de la oferta (costos fijos de análisis de inversión y bajos niveles de liquidez), los altos niveles de riesgo que tienen asociados a la pequeña y mediana empresa (falta de transparencia en la información y alta dependencia del ciclo económico) y la ausencia de intermediarios especializados que pudieran otorgar liquidez a la negociación de los valores emitidos por las pequeñas y medianas empresas, los cuales estarían poco dispuestos a soportar los riesgos de dar contrapartida.

Por lo tanto es importante trabajar tanto por el lado de la demanda como de la oferta de instrumentos de inversión. En cuanto a la demanda, está se concentra en un número pequeño de inversionistas institucionales, principalmente las AFPs, las que deberían de tener mayor flexibilidad para invertir en el exterior, reduciendo presiones en el mercado interno. Por el lado de la oferta, se debe trabajar en reducir las trabas a las emisiones, fomentar el desarrollo de instrumentos alternativos como los Fondos de Inversión y de Capital de Riesgo, los mercados de derivados y trabajar programas de capacitación o

---

<sup>12</sup> Por ejemplo ver los estudios de Macroconsult (2002) y BCC y Asociados (2004).

<sup>13</sup> En el caso de la emisión de acciones, se presentaría además el temor a la pérdida de control.

educación para hacer ver a los empresarios medianos los beneficios de financiarse a través de los mercados de capitales.

En años recientes se ha avanzado en lo que respecta al manejo de la deuda pública lo que ha permitido generar una curva de rendimiento en moneda nacional a plazos cada vez más largos. Asimismo, el financiamiento con bonos ha sustituido en parte al tradicional crédito bancario, pero este último aun representa más del 70% de la estructura del financiamiento de las empresas no financieras.

En una exposición reciente en un seminario sobre mercados de capitales la Presidente de CONASEV mencionó que en su opinión los principales problemas del mercado de valores son los siguientes:<sup>14</sup>

- a) Escala reducida de la mayoría de empresas locales.
- b) Falta de ordenamiento en la información financiera y prácticas de buen gobierno corporativo
- c) Demanda Institucional concentrada en riesgos bajos (AAA y AA).
- d) Mercado secundario de valores ilíquido y altamente concentrado.
- e) El incremento en la participación de inversionistas institucionales en ofertas privadas limita el desarrollo del mercado público.
- f) Necesidad de simplificar trámites de emisión por Oferta Pública.
- g) Mercado desconocimiento de potenciales emisores e inversionistas de las alternativas que ofrece el mercado de valores.

Coincidimos que todos ellos son problemas, aunque no los únicos y mucho menos los principales. Un mercado así, con exceso de fondos y marcada concentración de oferta y demanda de títulos, requiere una reforma urgente. El Gobierno del Perú a fines del año pasado anunció que trabajaría en una reforma del mercado de capitales conjuntamente con el sector privado, para ayudar a desarrollar la oferta de instrumentos y a profundizar el mercado. Esta reforma se realizará por etapas.

En lo que se refiere al marco regulatorio propiamente dicho, las conclusiones más importantes se relacionan con la necesidad de fortalecer y modernizar a la autoridad regulatoria del mercado, la CONASEV, y con clarificar el papel autorregulador de la BVL y de la CAVALI. Igualmente, es necesario cambiar algunos aspectos de la LMV para que no sea tan reglamentaria y permita que las regulaciones se puedan ir adecuando al desarrollo del mercado sin necesidad de mayores cambios legales.

## II. EVALUACION DEL MARCO NORMATIVO

### A. Evolución y Descripción del Marco Legal y Regulatorio

El marco legal y regulatorio actual del mercado de capitales es producto de una evolución que se produjo principalmente a partir de principios de los años noventa. Los principales hitos de la historia reciente de nuestra legislación en esta materia se presentan en los siguientes párrafos. Asimismo, se describen las principales leyes y normas que regulan el mercado de capitales del país. De su lectura se desprende que se trata de un marco normativo bastante frondoso que está en constante evolución.

En los últimos quince años, el Perú, al igual que otros países de América Latina, ha implementado un conjunto de reformas que han resultado en estabilidad macroeconómica y en generar un medio ambiente propicio para el desarrollo de los mercados financieros. Entre estas reformas se encuentra comprendida la

---

<sup>14</sup> Quinto Evento de Mercados de Capitales del Banco de Crédito del Perú.

modernización del marco legal y regulatorio que afecta al mercado de capitales. Esta modernización se realizó en distintos momentos a partir del año 1991 cuando hubo una modificación importante del marco legislativo correspondiente. En el aspecto regulatorio, fue de particular importancia la promulgación de la LMV<sup>15</sup> la cual sentó las bases para el posterior desarrollo del mercado. Dicha norma fortaleció los mecanismos de revelación de información y reguló por primera vez a instituciones que llegarían a asumir un rol protagónico, tales como los fondos mutuos de inversión en valores, las empresas clasificadoras de riesgo y las instituciones de compensación y liquidación.

Posteriormente en el año 1996 se modificó la LMV a través del Decreto Legislativo N°861 que conforma la nueva LMV. Igualmente se promulgó el Decreto Legislativo N°862, Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras. Ambas leyes perfeccionaron los mecanismos introducidos en la ley de 1991, permitiendo la adecuación de la regulación a estándares internacionales y alentando la creación de nuevos mecanismos para la canalización de los excedentes a las actividades productivas. Finalmente, en el año 2001 luego de un proceso de Consulta Ciudadana, se modificaron varias leyes y regulaciones del mercado de valores para continuar el proceso de reforma.

La modernización del mercado de capitales ocurrió a través de una serie de instrumentos legales que afectaron al mercado de valores y al sistema de pensiones. Estas leyes estuvieron destinadas a revolucionar el mercado, permitiendo el desarrollo de nuevos instrumentos e instituciones, profundizando los mercados financieros y creando el ambiente propicio para que aparezcan y se desarrollen inversionistas institucionales.

La LMV fue modificada sucesivamente en los últimos 15 años como ya se mencionó.<sup>16</sup> La primera de éstas se produjo en noviembre de 1991. Esta Ley liberalizó el mercado y normó sus mecanismos, las bolsas, las instituciones intermediarias y emisoras, los instrumentos de oferta pública y los mercados secundarios en que se negocian, así como el organismo encargado de supervisar y controlar sus operaciones, la CONASEV.

Uno de los aspectos más importantes de dicha Ley fue el conjunto de normas para garantizar la transparencia del mercado y aquéllas que obran contra el uso indebido de información privilegiada. En este sentido, se definieron los actos que implican uso indebido de información y las sanciones correspondientes, lo cual no estaba legislado anteriormente. La Ley también incluyó una serie de normas para proteger al inversionista minoritario, tales como la obligación de entregar información periódica y el establecimiento de un Fondo de Garantía (reglamentado recién en 1994). Se prescribió que toda Sociedad de Agentes de Bolsa debe mantener un Fondo de Garantía con el fin de respaldar la reposición de los valores entregados para su intercambio en la mesa de negociación.

La norma también privatizó el manejo de las bolsas de valores, ya que anteriormente sus directorios estaban controlados por el Estado. Al desaparecer la participación estatal en los directorios, se eliminó toda posibilidad de interferencia por parte del Estado. Además, la Ley decretó la desaparición del Agente de Bolsa como persona natural y obligó a que se constituyan en personas jurídicas (empresas), bajo la denominación de Sociedad Agente de Bolsa, las cuales deben satisfacer ciertos requisitos de capital mínimo.

La Ley facultó a las Sociedades Agentes no sólo a comprar y vender valores por cuenta de terceros y brindar asesoría, sino también a realizar operaciones que tienen como efecto expandir el mercado, aspecto que es esencial para el desarrollo no sólo del mercado sino de la economía, y que afecta principalmente al

---

<sup>15</sup> Decreto Legislativo No. 755 (en el año 1991).

<sup>16</sup> Para más detalles referirse a Morris y Muñoz (2000) y a las Memorias de CONASEV y la BVL.

sector productivo del país. Estas operaciones son, entre otras, colocar en el país valores emitidos en el exterior, colocar papeles en el país o en el exterior de acuerdo a condiciones pactadas con el emisor, suscribir emisiones primarias de valores para su posterior recolocación, promover lanzamientos de valores públicos y privados, actuar como fideicomisarios en la emisión de obligaciones, otorgar créditos con el objeto de facilitar la adquisición de valores y realizar operaciones por cuenta propia.

Por otro lado se liberalizó el mercado de valores, permitiendo que cualquiera que reúna los requisitos estipulados pueda formar una Sociedad Agente de Bolsa, eliminando de esta forma el cartel que antes ejercían los Agentes de Bolsa. Anteriormente, el Colegio de Agentes de Bolsa fijaba un número máximo de agentes que podían intermediar en el mercado, lo que limitaba la competencia al impedir la entrada de nuevos participantes.

Asimismo, se decretó la liberalización de aranceles y tarifas cobrados por los Agentes por la intermediación de transacciones y, en el mismo sentido, se eliminan los acuerdos para fijar aranceles, los cuales son considerados como prácticas monopólicas.

Otra medida orientada a la protección del inversionista fue la introducción de las Empresas Clasificadoras de Riesgos, que tienen como fin orientar a los agentes a través de un análisis técnico de la situación financiera de las empresas emisoras y de las condiciones en que emiten sus obligaciones o valores, dando indicaciones simples al mercado inversionista para distinguir la calidad de los distintos títulos de deuda.

La eliminación de las "barreras de acceso" a las actividades de intermediación bursátil y la liberalización de los aranceles y tarifas cobradas por los intermediarios generó un mayor nivel de competencia en este mercado. El ingreso de los bancos a esta actividad mejoró la calidad y variedad de los servicios de intermediación. El mayor respaldo patrimonial de estas instituciones permitió también aumentar la confianza de los inversionistas en el mercado. Asimismo, las normas referidas al fortalecimiento patrimonial de los intermediarios y a su constitución como sociedades anónimas, promovió el surgimiento de entidades no vinculadas a empresas bancarias comprometidas con el crecimiento de largo plazo del mercado. En base a su conocimiento del mercado y un servicio más personalizado, estos intermediarios bursátiles pudieron competir con las entidades bancarias en algunos segmentos del mismo.

Asimismo, las normas sobre "reserva bursátil", uso de la "información privilegiada", y revelación al mercado de "hechos de importancia", crearon gradualmente una mayor transparencia en la información que se difunde en el mercado para una adecuada formación de precios. La creación de un sistema privado de clasificación de riesgos contribuyó a que los inversionistas pudieran contar con mejores elementos de juicio para la toma de sus decisiones.

Aparte de la LMV, otra ley importante es la Ley Orgánica de CONASEV define a la Comisión Nacional Supervisora de Empresa y Valores como una institución pública del sector Economía y Finanzas que tiene como finalidad promover el mercado de valores, gozando en teoría de autonomía funcional, administrativa y económica, estableciendo las funciones que para esto le corresponde asumir. La ley en mención establece como máximo órgano de gobierno al directorio. Asimismo, regula el cargo correspondiente al Gerente General de CONASEV, estableciendo en ambos casos, entre otros aspectos, los requisitos que se deben cumplir para poder acceder a dichos cargos.

En 1996 se decidió introducir nuevas reformas al marco normativo del mercado de capitales tomando en consideración las innovaciones financieras que se habían producido en los mercados internacionales durante los últimos cinco años y para dotar de mayor flexibilidad a las instituciones del mercado de valores, y brindar mayor seguridad y confianza a los inversionistas. Se promulgó una nueva LMV (Decreto Legislativo No.861) que reordenó la ley de 1991 y le introdujo algunos aspectos novedosos, tales como

reglamentar la transparencia del mercado, tanto primario como secundario, las bolsas y sus asociados, las instituciones de compensación y liquidación, las empresas clasificadoras y los mecanismos de inversión colectiva. Otros aspectos importantes de la ley son los de la autorregulación (dotando de mayor libertad a las Bolsas para que se autorregulen) y normas más contundentes para evitar el mal uso de información reservada e información privilegiada.

Igualmente, se definió y normó el funcionamiento de los Fondos Mutuos y Fondos de Inversión, los cuales deben ser administrados obligatoriamente por sociedades especiales denominadas SAFM o de Fondos de Inversión. Las instituciones bancarias y financieras que quieren administrar fondos mutuos y fondos de inversión deben establecer subsidiarias especializadas para hacerlo. Las SABs están prohibidas de administrar ambos tipos de fondos. En el caso de los Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, se dictó una Ley especial para ellos (Decreto Legislativo No. 862).

Otro cambio importante que se introdujo en 1996 es la separación de las actividades de compensación y depósito de valores de las operaciones de la Bolsa de Valores. Se obligó la escisión de la CAVALI de la BVL, con lo que aquella se constituyó como una entidad independiente jurídica y administrativamente.

La nueva LMV también incluyó un título especial sobre titulización (“securitización”). Así, se buscaría crear instrumentos de oferta pública que estén amparados en los flujos de pago y en la calidad crediticia de una cartera de activos específica (por ejemplo, una cartera de créditos de consumo, créditos hipotecarios, contratos de leasing, cuentas por cobrar) y no en la calidad crediticia de la empresa que posee dicha cartera. Esto permitiría establecer un nuevo mecanismo de financiamiento para todas las sociedades que posean activos susceptibles de ser titulizados.

En 1997, en virtud de lo dispuesto en la nueva LMV, la asamblea general extraordinaria de la BVL acordó constituir una sociedad anónima independiente que preste los servicios de registro, custodia, transferencia, compensación y liquidación de valores. Esta institución es CAVALI S.A. que nace como resultado de una escisión de la BVL.

Entre 1997 y 1999 CONASEV expidió una serie de Reglamentos para implementar la nueva LMV (Reglamentos de Oferta Pública y de Venta, OPA, Propiedad Indirecta y Grupo Económico, SAB, Operaciones en Rueda, entre otros).

En el año 2001 en el marco de un trabajo sobre *“Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores Peruano”* encargado por el Ministerio de Economía y Finanzas para intentar resolver de manera técnica el problema de acceso al crédito que sufren las empresas en el Perú, se desarrolló un proceso de Consulta Ciudadana tendiente a una nueva reforma de la normativa del mercado de valores del Perú. Como resultado de dicha consulta se hicieron un conjunto de reformas legales y normativas en el año 2002, incluyendo la expedición de la Ley 27649 que modifica la LMV en lo podemos llamar la Segunda Reforma de la LMV, permitiéndose a CONASEV establecer excepciones de carácter general a la obligación de contratar los servicios de clasificadoras de riesgo. Entre el 2003 y 2006 se expiden los reglamentos derivados de la Consulta Ciudadana y la Segunda Reforma de la LMV.

## **B. Marco Normativo<sup>17</sup>**

El marco normativo que regula el Mercado de Valores del Perú es bastante frondoso ya que incluye una gran variedad de normas, siguiendo la siguiente estructura:

---

<sup>17</sup> Esta sección se redactó con la colaboración del Dr. Javier Tovar del Estudio Echeopar.

- f) Normas con rango de Ley.
- g) Normas que regulan la oferta en el mercado de valores.
- h) Normas que regulan la demanda en el mercado de valores.
- i) Normas que regulan la negociación en el mercado de valores.
- j) Normas que regulan la transparencia en el mercado de valores.

Esta sección describe el marco normativo regulatorio del mercado de capitales del Perú utilizando como *benchmark* los 30 principios de IOSCO. Un buen instrumento para analizar la suficiencia del marco institucional de un mercado de valores es el informe sobre el grado de cumplimiento de los objetivos y principios de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO por sus siglas en inglés). IOSCO ha establecido treinta principios que se dividen en los siguientes temas: (i) Principios relativos al Regulador, (ii) Principios de Autorregulación, (iii) Principios para la aplicación de la regulación de valores, (iv) Principios de cooperación en la regulación, (v) Principios para los emisores, (vi) Principios para las instituciones de inversión colectiva, (vii) Principios para los intermediarios del mercado y (viii) Principios relativos a los Mercados Secundarios.

A mediados del año 2006 CONASEV preparó un Informe de Evaluación Asistida del Grado de Implementación de los Objetivos y Principios de IOSCO con el apoyo de funcionarias de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España, quienes actuaron como asesoras para apoyar a la entidad supervisora peruana en su proceso de auto-evaluación. Lamentablemente el informe no se ha hecho público, por lo que no se puede utilizar para validar el grado de eficiencia del marco institucional, incluyendo del ente regulador del mercado (CONASEV).

El análisis que sigue sobre el grado de cumplimiento de los principios de IOSCO se ha hecho sobre la base de la opinión de consultor validada con entrevistas a un grupo de participantes del mercado que incluye a funcionarios de la BVL, de SAB y de la Comisión Nacional de Valores.

#### *A. Principios relativos al Regulador*

- 1 Las responsabilidades del regulador deberán ser claras y estar expresadas con objetividad.*
- 2 El regulador deberá ser operativamente independiente y responsable en el ejercicio de sus funciones y poderes.*
- 3 El regulador deberá tener los poderes adecuados, los recursos apropiados y la capacidad para desempeñar sus funciones y ejercer sus poderes.*
- 4 El regulador deberá adoptar unos procedimientos de regulación claros y consistentes.*
- 5 El personal del regulador deberá observar las más elevadas normas profesionales, incluyendo deberes de confidencialidad.*

La CONASEV es la entidad encargada de regular el mercado de valores del Perú dentro del marco establecido en la LMV. La LMV fue modificada sucesivamente en los últimos 15 años. La primera de éstas se produjo en noviembre de 1991. Esta Ley liberalizó el mercado y normó sus mecanismos, las bolsas, las instituciones intermediarias y emisoras, los instrumentos de oferta pública y los mercados secundarios en que se negocian, así como el organismo encargado de supervisar y controlar sus operaciones, CONASEV. Las competencias y funciones de la CONASEV se encuentran reguladas por la versión vigente de la LMV modificada por última vez a principio de la década.<sup>18</sup> La referida norma regula las diversas funciones de CONASEV, entre las que se encuentran el estudio, promoción y reglamentación del mercado de valores, así como el control y supervisión de las personas naturales y jurídicas que en él intervienen.

---

<sup>18</sup> TUO de la Ley de Mercado de Valores D.S. No. 93-2002

La Ley Orgánica de CONASEV<sup>19</sup> define a la Comisión Nacional Supervisora de Empresa y Valores como una institución pública del sector Economía y Finanzas que tiene como finalidad promover el mercado de valores, gozando de autonomía funcional, administrativa y económica, estableciendo las funciones que para esto le corresponde asumir.

La ley en mención establece como máximo órgano de gobierno al directorio, no contemplando la figura del tribunal administrativo de CONASEV. Asimismo, regula el cargo correspondiente al Gerente General de CONASEV, estableciendo en ambos casos, entre otros aspectos, los requisitos que se deben cumplir para poder acceder a dichos cargos.

La Ley Orgánica de CONASEV se complementa con el Reglamento de Organización y Funciones (ROF) de CONASEV, aprobado por Decreto Supremo No. 038-2007-EF el 31 de marzo de 2007, quedando derogado el antiguo reglamento de organización y funciones de CONASEV. El ROF establece la estructura orgánica, las funciones y facultades de cada uno de los órganos de CONASEV.

Asimismo, se encuentran entre sus funciones velar por la transparencia del mercado de valores, la correcta formación de los precios en dicho mercado y la protección a los inversionistas, procurando difundir toda la información que resulte necesaria para alcanzar tales objetivos. La función supervisora de CONASEV alcanza a las empresas organizadas conforme a la Ley General de Sociedades que, aun cuando no participan en el Mercado de Valores como empresas emisoras, sus niveles de ingresos justifican cierto grado de control<sup>20</sup>. Adicionalmente, la Ley regula la organización interna de CONASEV, las funciones que corresponden a cada uno de sus órganos (Directorio y Gerente General), así como el régimen económico y financiero al cual se encuentra sujeta.

El marco legal le otorga suficientes poderes a CONASEV para regular el mercado, el problema está en que no le dio autonomía financiera y presupuestal, lo que afecta su funcionamiento. Los participantes en el mercado de valores, tanto por el lado de la oferta como la demanda, mencionan que en muchos casos CONASEV se constituye en un factor que traba el desarrollo del mercado. Las críticas al funcionamiento de CONASEV son variadas: es muy burocrática y se toma mucho tiempo en aprobar nuevas emisiones, instrumentos o fondos; tiene una estructura tarifaria que no coadyuva al desarrollo del mercado; a pesar de tener tarifas altas, se la percibe como una entidad rezagada con respecto a la industria, que no tiene la capacidad de liderar el desarrollo del mercado; se la caracteriza como una institución carente de una visión de desarrollo del mercado en el mediano plazo; asimismo, se critica el funcionamiento de su Directorio, que no ha podido convencer a las autoridades relevantes de la necesidad de adoptar cambios estructurales para modernizar la institución. Puede que algunas de dichas afirmaciones no sean del todo ciertas o, en todo caso, no generen problemas tan serios como los que se mencionan, pero definitivamente CONASEV no parece preparada para contribuir a que el mercado de capitales peruano se desarrolle y crezca al ritmo que sería necesario si el país continuara por una senda de crecimiento económico dinámico como se espera. En particular, es problemática su poca agilidad para aprobar nuevos productos o propuestas: lo novedoso genera “dudas burocráticas”.

Como se indicó anteriormente, se podría validar el grado de cumplimiento de CONASEV con los principios de IOSCO que le competen, si fuera público el informe de Evaluación Asistida del Grado de Implementación de los Objetivos y Principios de IOSCO que se hizo en el año 2006. Si bien no se conoce el detalle de la evaluación del caso peruano, como mencionó una de las evaluadoras en una entrevista en la Revista Valores de CONASEV en el año 2006, respecto a los países que ha visitado, en su gran mayoría de

---

<sup>19</sup> Decreto Ley 26126-1992

<sup>20</sup> En tales casos, CONASEV se limita al requerimiento de información financiera. En la actualidad el INEI se está haciendo cargo de esa función.

América Latina, aparte del tamaño de los mercados, un problema serio que casi siempre encuentran es el propio regulador, debido a la falta de independencia o de recursos para cumplir con sus funciones.<sup>21</sup> Si bien no lo mencionó específicamente para el caso peruano, la falta de independencia y de recursos son problemas conocidos en el caso de CONASEV. Como resultado de esto, en muchos casos sus procesos operativos son obsoletos y ninguno de ellos ha sido sometidos a estándares internacionales de medición de calidad como los ISO 9000.

Existen también algunos Principios de IOSCO relativos a la aplicación de la regulación de valores que son importantes: (i) el regulador tendrá extensos poderes de inspección, investigación y supervisión; (ii) el regulador tendrá amplios poderes para la aplicación de la ley y (iii) el sistema regulador garantizará un uso efectivo y creíble de los poderes de inspección, investigación, supervisión, aplicación de la ley y la implantación de un programa efectivo de cumplimiento. No es claro que la aplicación del marco regulatorio resulte en un puntaje alto para CONASEV, particularmente con respecto al último de estos principios.

A pesar de mejoras recientes, es evidente que CONASEV tiene problemas más de fondo. En este sentido, hay un amplio consenso, en que es necesario promover cambios estructurales en la organización y funcionamiento de la Comisión. Un problema muy serio en CONASEV es la falta de autonomía presupuestal, que ha llevado a una situación de carencia de recursos para implementar cambios y mejoras en la institución, incluyendo aspectos claves como la contratación de recursos humanos o la adquisición de infraestructura (tecnológica y física). Además, CONASEV está sujeta, como el resto del sector público, al tope de sueldos impuesto como parte de las normas de austeridad adoptadas por este gobierno, el cual dificulta (o impide) atraer (o retener) a los profesionales más capaces, particularmente en un segmento del mercado laboral en el que se pagan sueldos relativamente altos, que incluyen bonificaciones por resultados en algunos casos. Este es un tema neurálgico, indispensable si se quiere modernizar la institución y redefinir su rol institucional. CONASEV depende administrativamente del Ministro de Economía y Finanzas quién elige a todos los miembros de su Directorio, incluyendo al propio Presidente de la institución. La remoción de los Directores y Presidente Ejecutivo de CONASEV la puede realizar el Ministro con un simple Decreto Supremo.

Lo paradójico es que, debido al fuerte incremento en la negociación de valores en la BVL en años recientes, los ingresos de CONASEV han aumentado considerablemente. Al no disponer de autonomía presupuestal, no obstante, los recursos se quedan congelados en fondos de reserva sin poder utilizarse e, incluso, si pudiera utilizarlos no podría contratar personal calificado debido a las limitaciones salariales mencionadas. Por ello, de un lado, CONASEV se percibe como una institución cara, con tarifas altas, y, de otro, es una entidad que carece de los recursos necesarios para modernizarse. Es el peor de los mundos.

Otro problema con respecto al regulador, es la poca coordinación que ha existido en el pasado entre CONASEV y la Superintendencia de Bancos, Seguros y AFPs que tiene ingerencia sobre una serie de actividades que realizan importantes jugadores en el mercado (particularmente bancos, empresas administradoras de fondos de pensión y empresas de seguros). No existe un mecanismo formal de cooperación entre CONASEV, la SBS y el BCRP, pero recientemente el Gobierno ha formado un grupo de trabajo conformado por funcionarios de dichas instituciones para trabajar una propuesta de reforma del mercado de capitales. No existe un esquema formal de coordinación tal como *Conselho Monetário Nacional* (CMN) de Brasil que supervisa las actividades de regulación y coordina los asuntos en los que la cooperación entre autoridades es necesaria.

---

<sup>21</sup> Revista Valores, Mayo 2006 Entrevista a Isabel Pastor de la Comisión Nacional de Mercado de Valores de España.

Igualmente, los miembros del Directorio de CONASEV y sus altos funcionarios no tienen protección legal como existe en otros mercados o como tienen los altos funcionarios de la SBS.

Sobre la transparencia de los procesos de la CONASEV, es claro que no son lo suficientemente transparentes. El regulador no ha sido calificado de alguna forma por la calidad de los procedimientos, por ejemplo por las certificaciones de calidad tipo ISO 2000 o comparables.

Sin embargo, cabe resaltar que en la mayoría de casos CONASEV pone a disposición del público o de las entidades supervisadas los borradores de nuevas normas para recibir comentarios y sugerencias. Asimismo ha establecido dos mesas de trabajo con participación del sector privado para discutir problemas que afectan la operativa del mercado de capitales.

En lo que respecta a principios de confidencialidad, CONASEV ha implementado algunos mecanismos para evitar conflictos de interés y asegurar la confidencialidad, como un código de buenas practicas que tienen que aceptar todos los empleados de la institución.

#### *B. Principios de autorregulación*

*6 El régimen regulador deberá hacer un uso apropiado de las Organizaciones Autorreguladas (self regulatory organizations, SRO) que ejercen alguna responsabilidad directa de supervisión en sus respectivas áreas de competencia, en la medida apropiada a la dimensión y la complejidad de los mercados.*

*7 Las SRO estarán sujetas a la supervisión del regulador y observarán normas de justicia y confidencialidad cuando ejerzan poderes y responsabilidades delegadas.*

En el Perú, la LMV establece que la BVL y la CAVALI se autorregulan en un proceso supervisado por CONASEV. Así, la BVL es parcialmente responsable del listado y deslistado de valores, sujeta a la decisión de CONASEV, incluyendo la propuesta de estándares de listado y normas que también aprueba CONASEV; regula la suspensión y exclusión de valores mobiliarios; determina derechos y obligaciones de emisores e intermediarios, así como los requisitos de admisión para nuevos miembros; regula la condiciones en las que se negocian los valores; norma la constitución, aplicación, reposición y funcionamiento del Fondo de Garantía; supervisa el mercado de valores, inspeccionando y disciplinando a sus miembros; soluciona disputas entre sus miembros y entre éstos y sus comitentes; impone sanciones en caso se incumplan las normas del mercado de valores; y garantiza la difusión de información sobre emisores y sus valores, agentes de intermediación y operaciones bursátiles.

Por lo tanto, la BVL y CAVALI operan en teoría bajo el principio de la autorregulación. En la práctica la autorregulación no funciona muy bien en el Perú. No existen mecanismos que se utilizan para evitar conflictos de interés y existe superposición de funciones regulatorias entre las entidades supuestamente autorreguladas y la CONASEV. La BVL no está facultada para sancionar a los emisores, por lo que se limita a reportar eventuales infracciones de la LMV a la CONASEV. Sí tiene, en cambio, la facultad de sancionar a los agentes de intermediación. En tal caso, la Cámara Disciplinaria de la BVL actúa en primera instancia y el ámbito administrativo de CONASEV en una eventual segunda instancia. Las Cámaras Arbitral y de Controversias resuelven controversias entre los intermediarios o entre ellos y sus comitentes.

La BVL está facultada para sancionar a las SAB (las intermediarias) pero debido a conflictos de interés, rara vez lo hace. Los expertos de IOSCO que asistieron a CONASEV en la Auto-evaluación asistida indicaron que la LMV no otorga un adecuado mandato de autorregulación a las entidades.

La impresión que tienen los partícipes del mercado es que en el caso peruano, se recibiría una evaluación por debajo de regular en lo que respecta al grado de cumplimiento de los dos principios de autorregulación de IOSCO. La conclusión es que la autorregulación no ha funcionado en el Perú, por una serie de motivos que se analizan en los próximos párrafos, incluyendo la necesidad de una mayor profesionalización de los funcionarios de los intermediarios, del ente regulador y de las entidades administradoras de fondos.

La desmutualización de la BVL, adoptada en enero de 2003, podría agudizar los conflictos de interés que enfrenta dicha empresa como gestora de los mecanismos de negociación, de un lado, y como reguladora del mercado y las SAB, de otro. Es evidente que la transición de una Bolsa de Valores sin fines de lucro a la actual Sociedad Anónima aún no ha concluido efectivamente ya que el proceso de desmutualización de la BVL solo conllevó un cambio de su forma legal (de una Asociación Civil sin fines de lucro a una Sociedad Anónima) y, en ningún caso, implicó un cambio significativo en su estructura de gobierno.

Existen tres principales tipos de estructura de regulación adoptadas por bolsas en el mundo:

- a) Alternativa 1: Las bolsas, teniendo fines de lucro, mantienen las actividades de regulación en sus mercados.
- b) Alternativa 2: Las bolsas crean una subsidiaria o unidad autónoma que se dedica exclusivamente a las actividades reguladoras: se crea una entidad sin fines de lucro (gestión independiente), pero permanece dentro de la estructura de la bolsa desmutualizada.
- c) Alternativa 3: Se tercerizan las actividades regulatorias. Dos posibilidades: (i) se crea una entidad privada sin vínculos con la bolsa; y (ii) se atribuyen estas funciones exclusivamente al regulador estatal.

La tendencia mundial es que las bolsas se dediquen a administrar y a promover los mercados de valores y no a la regulación por una serie de razones. Dado que las bolsas ahora son empresas con fines de lucro existe el riesgo de que sus accionistas, al buscar maximizar el valor de la compañía, sacrifiquen recursos que deberían ser destinados a la regulación del mercado para invertirlos en actividades comerciales que rindan mayores retornos. Por otro lado, la sofisticación del mercado hace conveniente tener a una entidad que cuente con gran *expertise* en temas regulatorios, cuya razón de ser sea únicamente la regulación y que se dedique exclusivamente a estas labores. Estas entidades resultarían capaces de identificar y comprender los problemas complejos en una fase temprana, y podrán responder con una solución o aproximación para el caso específico de esa situación problemática, o de ese desarrollo.

El ejercicio de la autorregulación conlleva el desarrollo de un sistema de inspecciones y análisis del desenvolvimiento de los regulados, en nuestro caso las SAB y/o sus representantes, los cuales resultarán menos reacios de informar de sus actividades a una organización autorreguladora independiente que respecto de aquella entidad - Bolsa de Valores - con la que mantiene una relación comercial.

En general, al tener una entidad independiente se gana eficiencia en la asignación de recursos existentes y se obtiene independencia financiera lo que evita potenciales conflictos de intereses entre accionistas de las bolsas, *brokers* y otros partícipes del mercado.

Se sugiere organizar la reforma del esquema de autorregulación de la BVL sobre dos líneas maestras: eliminar la barrera a la entrada que constituye el límite legal que impide que alguna empresa o institución

tenga más del 5% del capital de la BVL y CAVALI, además de introducir reformas de buen gobierno corporativo en ambas instituciones.<sup>22</sup>

La reforma de gobierno corporativo debería incluir medidas como las siguientes:

- a) Requerir la participación de directores independientes de la gestión de la BVL y CAVALI. Recordemos, en este sentido, que la mayoría de directores de la Bolsa de Valores de Colombia son independientes.
- b) Creación de un comité de ética independiente.
- c) Creación de espacios de opinión para los eventuales accionistas minoritarios, incluyendo instancias para dirimir conflictos.
- d) Monitorear el cumplimiento de los requisitos de listado y transacción de parte de los emisores. Respecto del requisito para transar, Lefort indica que “la principal herramienta que tiene una bolsa para disciplinar a los emisores de títulos en ella, es la suspensión de sus transacciones”.
- e) Requerir información periódica adicional a la que exige la ley a las empresas listadas en Bolsa como, por ejemplo, los volúmenes y precios de venta de los principales productos que proveen las mismas.
- f) Eliminar la exigencia legal de que las acciones inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores deban listar en alguna rueda de bolsa, es decir, la BVL.
- g) Explicitar los costos de regulación.

Idealmente, la BVL y CAVALI deberían centrarse en detectar tempranamente las debilidades de los participantes del mercado para proceder a solucionarlas. Parafraseando a Lefort (2005), la BVL podría “por ejemplo, jugar un rol más activo en incentivar la aplicación de las mejores prácticas de gobierno corporativo en las empresas listadas”.

Por otro lado se debe definir claramente cuál es la institución que es responsable de fiscalizar y detectar malas prácticas relacionadas con el uso de información privilegiada o de abusos por parte de SAB inescrupulosas. La BVL indica que carece de las herramientas para detectar y facultades para penalizar a infractores, y que estas deberían ser tareas exclusivas de CONASEV. El rol de la BVL sería informar a CONASEV si aprecia algún movimiento extraño en la negociación de algún valor. La sugerencia es que las SABs sean supervisadas por CONASEV exclusivamente y no por la BVL. Igualmente se debe sancionar a las empresas que no cumplen con el envío de información oportuna al mercado sobre sus estados financieros. En teoría CONASEV debería obligarlas a hacer una oferta pública de compra para luego “deslistarse” de la BVL.

La autorregulación debe eliminar también la duplicidad de roles entre CONASEV y la BVL que debe resolverse con respecto a una serie de temas, tales como: el registro de emisores, difusión de información, supervisión del mercado y resolución de controversias. Por ejemplo sólo una entidad debería aprobar la inscripción de un valor y no dos como ocurre en la actualidad entre la BVL y CONASEV. Igualmente las aprobaciones previas de CONASEV sólo deberían limitarse a productos y su operatoria y no a la infraestructura y desarrollos de la BVL. Se debe aprobar también un reglamento de sanciones para Directores y oficiales de la BVL. Es un tema pendiente entre la BVL y CONASEV.

Este problema de conflictos de interés en la autorregulación de los mercados ha ocurrido en varios mercados en años recientes, donde se han tomado medidas correctivas hacia dos direcciones:

---

<sup>22</sup> En una primera instancia se podría incrementar a un 10% como en Chile o España. Esto también facilitaría la posibilidad de que se integren distintas Bolsas mediante un intercambio de acciones que pueda llevar luego a un listado común de valores.

transfiriendo ciertas funciones al regulador estatal en forma exclusiva o constituyendo una tercera entidad privada independiente de las bolsas (NASDAQ, BOVESPA, AMEX, NYSE, entre otras). En el Perú se tiene que optar por alguno de estos dos caminos.

### *C. Principios para la aplicación de la regulación de valores*

*8 El regulador tendrá extensos poderes de inspección, investigación y supervisión.*

*9 El regulador tendrá amplios poderes para la aplicación de la ley.*

*10 El sistema regulador garantizará un uso efectivo y creíble de los poderes de inspección, investigación, supervisión, aplicación de la ley y la implantación de un programa efectivo de cumplimiento.*

En cuanto a los principios para la aplicación de la regulación de valores, CONASEV tiene amplios poderes de inspección, investigación y supervisión. También tiene poderes para solicitar una gran variedad de información a las entidades reguladas, pero no tiene capacidad de pedir el levantamiento del secreto bancario, lo que requiere una orden judicial que toma mucho tiempo. Estos poderes nacen de la LMV y de la Ley Orgánica de CONASEV y de una serie de reglamentos complementarios emitidos por CONASEV. CONASEV no tiene los poderes discrecionales amplios que tiene la SBS en el caso del sistema financiero y no es percibido como una institución que aplica un programa efectivo de cumplimiento de la ley y normas. Sus falencias no se relacionan a falta de poderes sino a limitaciones para hacer seguimiento del mercado y aplicar sanciones.

El marco legal le otorga al regulador extensos poderes de inspección, investigación y supervisión, tanto a través de la LMV como de la Ley Orgánica. Asimismo el Reglamento de Agentes de Intermediación (RAI) establece las obligaciones de estos con respecto a las actividades de inspección y supervisión de CONASEV. El marco legal también otorga al regulador amplios poderes para la aplicación de la ley.

Igualmente, es relevante señalar la Directiva No. 001-2002-EF/94.20 de la Gerencia de Asesoría Jurídica de CONASEV que establece que el mercado de valores es íntegro en la medida que se garantice la inexistencia de conductas fraudulentas, manipulaciones o conductas abusivas por parte de sus diversos participantes y exista transparencia en la información y operaciones, una formación de precios confiable y un trato equitativo a los inversores.

Es claro que en la medida en que CONASEV tenga una mayor disponibilidad de recursos para modernizar sus sistemas de cómputo y sus esquemas de supervisión, podrá mejorar sus sistemas de seguimiento y realizar una labor más efectiva en el control de los posibles conflictos y en el cumplimiento general de lo establecido en la Norma Integradora propuesta o aplicando el marco normativo vigente.

La supervisión que ejerce CONASEV sobre las instituciones intermediarias combina visitas de campo (in situ) con monitoreo remoto. En cuanto a la supervisión de las SABs cabe anotar lo siguiente: (i) los programas de inspección anuales no cubren a la totalidad de las SABs, posiblemente por falta de recursos; (ii) las inspecciones no suelen ser integrales sino específicas a cierta temática seleccionada. Para ello los inspectores usan los manuales únicamente de guías debiendo adaptarlo a la situación específica; (iii) las inspecciones tienden a avocarse en revisar el cumplimiento de las normas, distinto por ejemplo a un enfoque de control de riesgos o de la verificación de existencia de suficientes esquemas preventivos (como en el caso de manejo de información privilegiada). En general, la atención que recibe los aspectos sobre conflictos de interés en las inspecciones es reducida.

### *D. Principios de cooperación en la regulación*

*11 El regulador tendrá autoridad para compartir información tanto pública como no pública con homólogos nacionales y extranjeros.*

*12 Los reguladores establecerán mecanismos para compartir la información, que determinen cuándo y cómo compartirán dicha información, tanto pública como no pública, con sus homólogos nacionales y extranjeros.*

*13 El sistema regulador permitirá que se preste asistencia a reguladores extranjeros que tengan que realizar investigaciones en el desempeño de sus funciones y en el ejercicio de sus poderes.*

La LMV define claramente la autoridad que tiene CONASEV para compartir información con otros reguladores, sean nacionales o extranjeros. Existe una percepción en el mercado de que no hay una coordinación estrecha entre CONASEV y la SBS en temas del mercado de capitales. Si bien existe una instancia de interacción entre las entidades reguladoras, esta tiende a ser una reunión de alto nivel de las autoridades de ambas instituciones, y no se han conseguido grandes avances en temas importantes, tales como: la unificación de criterios de calificación de riesgo, reglas de valoración de instrumentos y desarrollo de precios para valorización de carteras, y supervisión conjunta de conglomerados financieros.

La falta de coordinación se traduce en duplicación de procedimientos entre CONASEV y la SBS que hace más engorroso el proceso de obtener autorizaciones. Un caso en particular son instrumentos de inversión autorizados por CONASEV que luego tienen que seguir un proceso en la SBS para que sean elegibles para inversión por parte de las AFPs.

Esta necesidad de mayor coordinación se hace más evidente cuando se observa que existe una tendencia creciente hacia la emisión de instrumentos de deuda por la vía de la oferta privada, las que normalmente van dirigidas hacia las AFPs y se amparan en regulaciones de la SBS. Se estaría dando una especie de “arbitraje regulatorio” entre la oferta pública y la oferta privada.

Reaccionando a los reclamos del mercado en el sentido que los procesos de registro en CONASEV eran muy largos, CONASEV emitió el Reglamento de Oferta Pública dirigida a Inversionistas Acreditados (ROPPIA) que contempla un proceso de inscripción “*fast track*” que intentaba combinar las ventajas de una colocación por oferta pública con la rapidez de aprobación de las ofertas privadas. La utilización del ROPPIA todavía es reducida. Esto se puede deber al temor que tienen los emisores de que cuando CONASEV revise la documentación “*ex post*” a la emisión, pueda objetar la información presentada y suspender la colocación.

Esta instancia de coordinación continua podría analizar con mayor detenimiento las funciones de CONASEV y de la SBS en una serie de temas vinculados al mercado de capitales. En muchos casos hay superposición o duplicidad de funciones, y en otros, la institución equivocada podría estar a cargo de la regulación o supervisión de determinadas instituciones e instrumentos. Ayudaría a identificar áreas donde hay duplicidad de regulaciones o trámites y a asegurar que la entidad más competente en cierta función se encarga de dicha tarea. Por ejemplo, la SBS es el que aprueba ofertas privadas de emisiones (debido a que AFPs y otras instituciones financieras son principales compradores). ¿No debería de hacerlo CONASEV? ¿No sería mejor que SBS supervise a las Administradoras de Fondos Mutuos y de Inversión en vez que CONASEV? ¿Quién hace el “*market watch*”? En teoría CONASEV debe controlar la manipulación del mercado, pero los principales demandantes son las AFPs que están reguladas por SBS.

También se debe simplificar el proceso de aprobación de instituciones, incluyendo Fondos y SABs. Se debe buscar la agilización de las aprobaciones y la unificación de algunos procesos. Por ejemplo, la organización y funcionamiento de una institución se podría aprobar simultáneamente. ¿Cuántos casos ha habido que se autoriza organización y luego no se autoriza funcionamiento? No deben ser muchos. Los requisitos entre

uno y otro son muy similares. Este esquema de doble autorización también se presenta en la SBS. Todos estos temas se podrían discutir y resolver mediante una coordinación institucional más estrecha.

Con respecto a compartir información con entidades regulatorias del exterior, la LMV determina que CONASEV tiene capacidad de compartir información de carácter general sobre el desarrollo del mercado peruano, pero no puede compartir su información sobre investigaciones en curso o efectuadas a no ser que involucre temas de lavado de dinero y narcotráfico. No existe información pública sobre investigaciones abiertas por CONASEV o sobre los casos en los cuales ha compartido información con sus contrapartes del exterior.

#### *E. Principios para los emisores*

*14 Se realizará una difusión completa, puntual y exacta de los resultados financieros y otra información que sea relevante para la toma de decisiones por parte de los inversores.*

*15 Los accionistas de una sociedad serán tratados de una manera justa y equitativa.*

*16 Las normas de contabilidad y auditoría serán de una calidad elevada y aceptable a escala internacional.*

La LMV es la base de toda la regulación del mercado de valores y es en ella donde se norman expresamente los principios de (i) transparencia (asegura el flujo de información de manera clara, veraz, suficiente y oportuna entre todos los inversionistas por igual), (ii) protección al inversionista (frente a las actuaciones fraudulentas), (iii) igualdad (en el uso de la información, sancionándose a aquellos que utilicen información privilegiada), (iv) imparcialidad (relacionado con la actuación de los intermediarios, en cuanto estos deben mantener un comportamiento leal, diligente e imparcial frente a sus clientes), entre otros.

También es importante mencionar que la LMV establece que el registro de un determinado valor o programa de emisión acarrea para su emisor la obligación de informar a CONASEV y, en su caso a la bolsa respectiva o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado, de los hechos de importancia, calificados según la influencia que éstos puedan ejercer sobre un inversionista sensato, para modificar su decisión de invertir o no en el valor. También establece la obligación de publicar estados financieros anualmente siguiendo principios contables y de auditoría que se ciñen a estándares internacionales como se describe ampliamente en una sección posterior de este informe.

Existen varias normas de tipo reglamentario que contienen principios para los emisores referidos a difusión de información, justo trato a inversionistas y aplicación de normas de contabilidad y auditoría con estándares internacionales. Una de ellas es el *Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios (ROPP)*<sup>23</sup> que en su artículo 2 constituye una de las mejoras sustanciales en el marco legal del mercado de valores ya que al establecer como finalidad del mismo la tutela de los inversionistas en el mercado público de valores mobiliarios a través de la revelación, en forma veraz, suficiente, oportuna y clara, de toda aquella información que sea relevante a efectos de entender las implicancias positivas y negativas de las transacciones que les sean propuestas, se evita la generación de incertidumbre y costos innecesarios para las partes que participan.

A efectos de la realización de una oferta pública primaria y/o de venta de valores mobiliarios se debe cumplir necesariamente con el requisito previo de inscripción del valor a ofertar y/o registro del prospecto informativo a utilizar en el registro correspondiente, la entrega del mencionado prospecto a los potenciales inversionistas y, en los casos que corresponda, la clasificación de riesgo previa de los valores a ofertar.

Para lograr la inscripción referida en el párrafo precedente, el artículo 12 del ROPP establece que el emisor y/o el oferente deberán presentar una serie de documentación e información exigida de manera

---

<sup>23</sup> Resolución CONASEV No. 141-1998-EF/94.10

específica para cada caso, teniendo en cuenta si se trata de un emisor nacional o extranjero, público o privado, así como si los derechos que confieren los valores son de participación, de crédito u otro, entre otros factores.

En lo referido a la inscripción de valores adicionales pertenecientes a una clase inscrita en el registro, en caso que su colocación se vaya a efectuar a través de una oferta pública, el ROPP concede la facilidad de tener que presentar únicamente la información complementaria correspondiente.

Por otro lado, el ROPP contempla la posibilidad de poder realizar un trámite anticipado en los casos en que se pretenda efectuar una o más ofertas primarias o de venta en un período de tiempo dado otorgándose la posibilidad de realizar un trámite único anticipado para todas ellas y la posterior presentación de la información complementaria.

Otra norma importante es el *Reglamento de Hechos de Importancia, Información Reservada y otras Comunicaciones*<sup>24</sup> que establece el régimen de comunicación y revelación de hechos de importancia, información reservada y otras comunicaciones, al cual se someten los emisores de valores inscritos en el RPMV.

De igual forma, desarrollando lo establecido en el artículo 28 del Texto Único Ordenado de la LMV, la norma comentada detalla a los sujetos obligados a comunicar los hechos de importancia, establece los parámetros generales para definir si un determinado acontecimiento debe ser considerado o no como un hecho de importancia, regula el tratamiento de la información reservada, entre otros aspectos.

El reglamento contiene un anexo en el cual se incluye una lista enunciativa más no limitativa de hechos, acuerdos, acontecimientos o decisiones que necesariamente deben ser considerados como hechos de importancia.

Dado que el velar por la transparencia en el mercado de valores no supone únicamente que la información se encuentre disponible de modo veraz, suficiente y oportuno en el público inversionista, sino que además se debe buscar impedir que dicha información pueda ser utilizada con carácter de privilegio, en beneficio propio o de terceros, por quienes por razón de su cargo o actividad tuvieran acceso a ella antes de su divulgación al público, CONASEV regula el uso de la misma, así como el deber de reserva que debe ser cumplido por quienes tengan acceso a ella a través de una norma que regula la Información Privilegiada.<sup>25</sup>

El *Reglamento de Información Financiera y Manual para la Preparación de la Información Financiera*<sup>26</sup> ayuda a CONASEV a velar por la transparencia de los mercados de valores y controlar el cumplimiento de la normatividad contable de las personas jurídicas a las que supervisa, al obligar y regular la presentación de los estados financieros de las mismas.

Existe también una norma que regula el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno Corporativo en las Sociedades Peruanas<sup>27</sup> que se aprobó por Resolución de Gerencia General de CONASEV en el 2005. Esta norma incluye los principios de buen gobierno corporativo que deben seguir las sociedades peruanas. En este sentido, se aprobó un cuestionario que las empresas deben incluir en su memoria anual y sus

---

<sup>24</sup> Resolución CONASEV No. 107-2002-EF/94.10

<sup>25</sup> 1a Resolución CONASEV No. 359-1993-EF/94.10

<sup>26</sup> Resolución CONASEV No. 103-1999-EF/94.10

<sup>27</sup> Resolución Gerencia General CONASEV No. 140-2005-EF/94.11

prospectos, en el cual las empresas deben hacer una autoevaluación sobre el cumplimiento de los principios sugeridos por CONASEV revelando el nivel de cumplimiento de estos veintiséis (26) principios en una escala del cero (0) al cuatro (4) de acuerdo al nivel de cumplimiento del principio.

La regulación requiere que se haga una difusión oportuna de información de empresas emisoras a los inversionistas. Sin embargo, esto no se cumple siempre y no existen sanciones automáticas y precisas para las empresas infractoras.

La impresión generalizada en el mercado es que no existe mucha transparencia en la disseminación de información y que esto permite en muchos casos que se pueda realizar ganancias en la Bolsa a través del uso de información de carácter privilegiado al no difundirse esta de manera oportuna en el mercado. Si se mejorara la difusión de información se lograría una mayor transparencia en el mercado. Por ejemplo, no existe la obligación de hacer pública la información de las compras y ventas de acciones por personas relacionadas a la respectiva empresa. Habiendo implementado un esquema de “*disclosure*”, se podría flexibilizar la prohibición actual sobre los Directores y funcionarios de CONASEV, BVL y CAVALI que están impedidos de invertir en instrumentos que se transan en la BVL. Se sugiere regular estos aspectos mediante autorizaciones previas y “*disclosure*” como en el mercado americano.

En cuanto a las normas de contabilidad, existe un marco bien definido con estándares altos de calidad internacional. En el caso de las auditorías también existen estándares internacionales pero CONASEV carece de poderes para controlar la calidad del trabajo de las firmas auditoras o para establecer a un auditor de firmas auditoras para cerciorarse de la buena calidad de los trabajos efectuados.

Otra norma importante es el *Reglamento de Clasificadoras de Riesgo*<sup>28</sup> que establece los requisitos que deben cumplir las clasificadoras y sus integrantes, complementando el Título X, capítulos I y II del TUO de la LMV y así, poder lograr el desarrollo ordenado del sistema de clasificación para que se constituya como un instrumento relevante para la toma de decisiones de inversión en el mercado. Considerando que la clasificación de riesgo es una opinión independiente respecto al nivel de riesgo de la inversión en determinado valor, y tiene por propósito contribuir a la transparencia del mercado, este reglamento es muy importante.

#### *F. Principios para las instituciones de inversión colectiva*

*17 El sistema regulador fijará normas para conceder autorizaciones y regular a aquellos que deseen comercializar o gestionar una institución de inversión colectiva.*

*18 El sistema regulador estipulará normas que rijan la forma legal y la estructura de las instituciones de inversión colectiva y la segregación y la protección de los activos de los clientes.*

*19 La regulación exigirá la difusión, según se expone en los principios para los emisores, que sea necesaria para evaluar la idoneidad de una institución de inversión colectiva para un inversor concreto y el valor de la participación del inversor en dicha institución.*

*20 La regulación asegurará que exista una base conveniente y públicamente conocida para la valoración de los activos y la fijación del precio y el rescate de participaciones en una institución de inversión colectiva.*

El marco normativo legal y regulatorio que rige la formación y funcionamiento de las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos y de Fondos de Inversión es bastante razonable ya que establece los requisitos y prohibiciones de los organizadores de este tipo de instituciones, su marco de acción y prohibiciones, y las capacidades para regulación y fiscalización por parte de CONASEV, entre otras. Donde existe una limitación importante es en cuanto a las normas para asegurar que las inversiones de estas

---

<sup>28</sup> Resolución CONASEV No. 74-1998-EF/94.10

instituciones estén adecuadamente valorizadas. No existe una norma que asegure una valorización homogénea de las inversiones por parte de las distintas sociedades administradoras.

Los Fondos Mutuos son regulados sobre la base de la LMV, mientras que existe una *Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras*<sup>29</sup> que busca modernizar el mercado de valores y dinamizar el proceso ahorro-inversión, y por lo tanto crea los fondos de inversión como vehículos para canalizar el ahorro hacia el financiamiento de inversiones menos líquidas y de mayor plazo de maduración, lo cual permite a su vez ampliar las posibilidades de inversión en la economía. La LMV regula de manera genérica el tratamiento regulatorio que se le debe dar a los fondos mutuos de inversión, entendidos estos como los patrimonios autónomos integrados por aportes de personas naturales y jurídicas, para su inversión en instrumentos y operaciones financieras, respetando ciertos criterios de diversificación de riesgo y efectuándose sobre ciertas clases de inversiones.

Por otro lado, el fondo de inversión es un patrimonio autónomo integrado por aportes de personas naturales o jurídicas para su inversión en instrumentos, operaciones financieras y demás activos, bajo la gestión de una sociedad anónima denominada Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, por cuenta y riesgo de los partícipes del fondo. Los fondos de inversión, a diferencia de los fondos mutuos, son de capital cerrado, lo que quiere decir que sus cuotas no son susceptibles de rescate antes de la liquidación del fondo.

Las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión deben tener como objeto social exclusivo la administración de uno o más fondos de inversión, pudiendo desempeñar también la administración de los fondos mutuos de inversión en valores.

La ley que las norma establece que las sociedades administradoras de los fondos deben constituir una garantía a favor de CONASEV, en respaldo de los compromisos contraídos con los partícipes a su cargo, pudiendo ser bajo cualquiera de las siguientes modalidades (i) depósito bancario a la orden de CONASEV, (ii) carta fianza bancaria a favor de CONASEV y (iii) póliza de caución emitida por empresas de seguros a favor de CONASEV.

Existe también un *Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión y sus Sociedades Administradoras*<sup>30</sup> que establece las normas a las que deben sujetarse los fondos mutuos de inversión en valores y sus sociedades administradoras a que se refiere el Título IX del TUO de la LMV, así como el comité de vigilancia, los custodios y las personas que directa o indirectamente están relacionadas con ellos.

Aparte del cumplimiento de las normas generales de conductas a las que están sujetas las sociedades administradoras y todas las personas que directa o indirectamente estén relacionadas a ella, el Reglamento las obliga a acreditar ante CONASEV que se cuenta con manuales escritos de funciones, procedimientos y sistemas de control interno que le permiten a la sociedad administradora cumplir adecuadamente con sus funciones, debidamente aprobados por una sociedad de auditoría.

Asimismo, la sociedad administradora y el custodio deberán elaborar y presentar a CONASEV sus normas internas de conducta que se encuentran destinadas a evitar el flujo indebido de información privilegiada y su uso.

También es importante mencionar que las sociedades administradoras deben contar con autorización de organización y autorización de funcionamiento para poder operar como tales.

---

<sup>29</sup> DL 862 promulgado en el año 1996

<sup>30</sup> R.C. No. 26-2000-EF/94.10

Teniendo en consideración que los fondos mutuos de inversión se han convertido en una real alternativa de inversión, en el año 2005 el reglamento se modificó incorporando productos financieros que se adecuaron a la demanda de los inversionistas en el mercado, y por ende se incorporó un título de fondos mutuos estructurados.

Sin embargo, a pesar de la existencia de un marco normativo frondoso con respecto a las instituciones de inversión colectiva, conversaciones con funcionarios de estas instituciones lleva a la conclusión de que CONASEV no dispone de los recursos para realizar una supervisión concienzuda de las distintas industrias. En particular, está el caso de las administradoras de fondos y las administradoras de fondos mutuos y la falta de un vector de precios uniforme. Esto obliga a que cada administradora valore sus papeles con una amplia libertad y luego reporte estas valorizaciones a CONASEV en forma diaria. La libertad que tienen las administradoras de fondos en definir la metodología de valorización de los instrumentos, introduce un mayor riesgo en hacer transferencias a precios distintos de mercado (lo que obviamente no existiría si hubiere una buena supervisión). Funcionarios de CONASEV también indicaron que en la revisión de los precios a los que valúan las diferentes sociedades administradoras se pueden apreciar diferencias para un mismo instrumento. Esto implica que es indispensable introducir un sistema de vector de precios uniforme como el de la SBS para las AFPs. Se debería tratar de acelerar este proyecto que ya lleva años bajo estudio.

Si bien es cierto que en tanto, la SAFI sea a la vez administradora y valorizadora, se podría presentar situaciones de conflictos de interés, más aún cuando el administrador del Fondo podría estar realizando operaciones con sus vinculadas. Este se puede minimizar exigiendo que se informe las transacciones intra-grupo, y sus precios.

Existe la percepción en el mercado que CONASEV no tiene las herramientas técnicas ni profesionales para hacer seguimiento a un sistema de esta naturaleza. Esto podría generar la posibilidad de que pudiera haber transacciones entre vinculadas a precios fuera de mercado, lo que se minimiza al pasar por Bolsa estas operaciones, pero no necesariamente se elimina. Es claro, por lo tanto, que indistintamente del marco normativo existente, las capacidades de monitoreo y supervisión de CONASEV podrían mejorarse si se le dotara de los recursos necesarios.

#### *G. Principios para los intermediarios del mercado*

*21 La regulación estipulará normas mínimas de entrada para los intermediarios del mercado.*

*22 Se fijarán requisitos de capital mínimo inicial y requerimientos de recursos propios mínimos acordes con los riesgos asumidos de manera continua, así como otros requisitos prudenciales para los intermediarios que actúen en el mercado.*

*23 Los intermediarios del mercado estarán obligados a cumplir unas normas de organización interna y normas de conducta encaminadas a proteger los intereses de los clientes y asegurar una adecuada gestión del riesgo. La Dirección del intermediario deberá ser el principal responsable del cumplimiento de estas normas.*

*24 Existirán procedimientos para los casos de quiebra de un intermediario del mercado con el fin de minimizar los perjuicios y las pérdidas de los inversores, así como controlar el riesgo en el sistema.*

En cuanto a los principios que rigen a los intermediarios del mercado, la ley y las regulaciones correspondientes son bastante completas al incluir los siguiente: (i) requisitos que deben cumplir los accionistas y organizadores de los intermediarios del mercado para poder obtener una licencia de funcionamiento, (ii) normas para suspensión o retiro de licencias por fallas graves, (iii) normas que exigen prácticas éticas y conocimiento del mercado y (iv) requerimientos de capitales mínimos para poder operar, entre otros.

CONASEV ha emitido el *Reglamento del Registro Público del Mercado de Valores*<sup>31</sup> dado que la LMV dispone que con el fin de velar por la transparencia en el mercado se necesita un registro donde se inscriban los valores, los programas de emisión de valores, los fondos mutuos, los fondos de inversión y los participantes en el mercado de valores. El Reglamento del Registro Público del Mercado de Valores precisamente regula los aspectos necesarios para alcanzar un manejo ordenado del registro respectivo y de esa manera lograr el acceso adecuado a la información.

Este reglamento también contiene un capítulo referido exclusivamente a la inscripción de las bolsas de valores en el registro, donde se detallan todos los requisitos que deben cumplir para obtener la respectiva autorización de organización y funcionamiento por parte de CONASEV.

Las normas también le otorgan a CONASEV suficientes poderes para realizar las supervisiones, inspecciones e investigaciones de las distintas instituciones de intermediación.

Donde existe una debilidad importante es en cuanto a la falta de un marco normativo claro que regula que se debe hacer en el caso de una situación de insolvencia de un intermediario. Se maneja caso por caso y muchas veces de manera discrecional y discriminatoria a los distintos inversionistas que no reciben un tratamiento homogéneo.

En el Perú existe la figura del Fondo de Garantía de la BVL establecido por la LMV que indica que toda bolsa debe mantener un fondo de garantía con la finalidad exclusiva de respaldar hasta el límite de dicho fondo todas las operaciones de las sociedades agentes frente a sus comitentes en relación con las operaciones y actividades realizadas dentro y fuera de los mecanismos centralizados que operan en dicha bolsa. Está normado por el *Reglamento del Fondo de Garantía de la BVL*<sup>32</sup> emitido por CONASEV. La existencia del Fondo de Garantía es criticado por muchos ya que encarece el costo de negociar en la BVL y muchas veces se ha utilizado como un mecanismo para que se eluda responsabilidades y se “democratizen” las pérdidas ocasionadas por malos manejos en determinada SAB.

El Fondo incluye los aportes de las SAB, el rendimiento de la inversión de sus recursos y las multas impuestas en los procesos administrativos iniciados en la Bolsa. Las SAB no podrán solicitar, en ningún caso, la restitución de sus aportes al Fondo. El aporte mensual de las SAB es fijado por el Directorio de la Bolsa, que puede modificarlo en cualquier momento. En la práctica, la principal fuente de recursos del Fondo es la tasa de 0.0075% que se cobra al comprador o vendedor de valores en la Rueda de Bolsa o el mercado extrabursátil. En otras palabras, los aportes de las SAB son indirectos: realmente los pagan los comitentes (tanto el comprador como el vendedor) como una comisión más en cualquier operación de compra-venta. Hace algunos años se desdobló la comisión que cobraba la BVL en dos. Antes se cobraba 0.090% por transacción a cada comitente (que incluía el aporte de 0.0075% al Fondo). Ahora se cobran las mismas tasas (0.0825% para la BVL y 0.0075% al Fondo), pero por separado.

El reglamento en mención detalla los siguientes aspectos acerca del fondo de garantía: (i) cuál es su finalidad, (ii) cómo está conformado su patrimonio y los recursos del mismo, (iii) cómo y cuándo se ejecuta el fondo y (iv) cuál es la información financiera que debe ser presentada por el fondo, entre otros.

Por otro lado no existe la figura de asesores de inversión en la legislación peruana, y estos son realmente informales ya que no existen estándares ni normas que regulan sus actividades.

---

<sup>31</sup> Resolución CONASEV No. 79-1997-EF/94.10

<sup>32</sup> BVL y R.C. 25-2007-EF/94.10

La norma principal que regula a los intermediarios del mercado es el *Reglamento de Agentes de Intermediación (RAI)*<sup>33</sup>. A efectos que un agente de intermediación pueda actuar como tal, el RAI establece que previamente debe obtener la autorización de organización y la autorización de funcionamiento correspondiente. Asimismo, cabe señalar que según lo establecido en el RAI, los agentes de intermediación también deben contar con un representante debidamente autorizado por CONASEV e inscrito en el registro correspondiente. Para la negociación de Futuros, Opciones y demás derivados, los agentes de intermediación deben contar con autorización previa por parte de CONASEV

Por último, es importante destacar que el marco de actuación de los agentes de intermediación se circunscribe exclusivamente a:

- a) Mercado Primario de Valores e Instrumentos Financieros, emitidos únicamente por personas jurídicas, determinando de forma previa si constituye oferta pública.
- b) Mercado Secundario de Valores e Instrumentos Financieros, emitidos únicamente por personas jurídicas y observando las condiciones específicas dependiendo de cada segmento de este mercado: (i) Mecanismos Centralizados de Negociación, observando los requisitos establecidos en los reglamentos y disposiciones aplicables a cada uno de dichos mecanismos; (ii) Fuera de Mecanismos Centralizados de Negociación, solo pueden intermediar operaciones al contado y cuando se trate de valores no inscritos en el mecanismo centralizado de negociación del país, el título valor debe tener como obligado principal al pago del mismo a una persona jurídica constituida en el país.
- c) Valores e Instrumentos Financieros Negociados en el Extranjero, sólo pueden intermediar operaciones al contado.

Como consecuencia de la transformación de la BVL de asociación a sociedad anónima, se celebró un convenio para el acceso de las SABs a los Mecanismos Centralizados de Negociación bajo la conducción de la BVL.<sup>34</sup> La resolución en mención, establece que la suscripción del convenio referido en el párrafo anterior es obligatoria tanto para la BVL como para las SABs que cuenten con autorización de funcionamiento expedida por CONASEV.

#### *H. Principios relativos a los Mercados Secundarios*

*25 El establecimiento de sistemas de negociación, incluyendo las bolsas de valores, deberá estar sujeto a autorización y supervisión prudencial.*

*26 Existirá una supervisión prudencial constante de las bolsas y los sistemas de negociación con objeto de asegurar la integridad de la negociación mediante normas justas y equitativas que logren un equilibrio adecuado entre las exigencias de los distintos partícipes del mercado.*

*27 La regulación promoverá la transparencia en la negociación.*

*28 La regulación estará diseñada para detectar e impedir la manipulación y otras prácticas desleales en la negociación.*

*29 La regulación tendrá por objeto asegurar la debida gestión y control de los grandes riesgos, el riesgo de incumplimiento y la distorsión del mercado.*

*30 Los sistemas de compensación y liquidación estarán sujetos a supervisión prudencial diseñados de manera que sean justos y eficientes y que reduzcan el riesgo sistémico.*

En cuanto a las normas que regulan el funcionamiento de los mercados secundarios, el marco peruano es bastante bueno. Las bolsas de valores y los sistemas de compensación y liquidación de valores requieren

<sup>33</sup> Resolución CONASEV No. 45-2006-EF/94.10

<sup>34</sup> Resolución CONASEV 98-2006-EF/94.10

de autorización de la entidad reguladora (CONASEV) y están regulados y supervisados por ésta. El marco regulatorio permite que se controlen los grandes riesgos, que se asegure una adecuada gestión de las instituciones, y contiene los principios generales para impedir la manipulación y otras prácticas desleales de manipulación en el mercado. Esto no significa que hay alguna clase de acercamiento a una regulación de mercados basadas en riesgos.

El problema no es una carencia de regulaciones pero en muchos casos las dificultades que tiene CONASEV para hacerlas cumplir debido a problemas por falta de recursos humanos y tecnológicos para hacer un mejor seguimiento de las operaciones del mercado.

Existen varias normas que regulan el funcionamiento del mercado secundario de valores, incluyendo artículos de la propia LMV. Al respecto, cabe distinguir entre las diferentes clases de negociaciones, para así poder entender las diferentes disposiciones. Se debe distinguir entre la negociación a través de la Rueda de Bolsa o fuera de ella, tratándose de valores inscritos en la misma, y la negociación a través de otros mecanismos centralizados de negociación, en los casos en que se negocien valores no inscritos en rueda de bolsa. Fuera de la propia LMV y del Reglamento de Agentes de Intermediación, otras normas que regulan el funcionamiento del mercado secundario son:

#### 1) *Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa*<sup>35</sup>

Regula los procedimientos operativos para la realización de los mecanismos centralizados de negociación, el registro de las cotizaciones y la divulgación de la información relativa a ella y a los emisores.

En este sentido regula: (i) los sistemas y modalidades de negociación; (ii) las propuestas y (iii) las diferentes modalidades de operaciones.

#### 2) *Reglamento de Operaciones del Mecanismo Centralizado de Negociación de Instrumentos de Emisión no Masiva (MIENM)*<sup>36</sup>

Con el objeto de otorgar mayores opciones de financiamiento a las medianas y pequeñas empresas, CONASEV ha aprobado un nuevo texto del reglamento de operaciones en el MIENM.

El propósito es facilitar la negociación de instrumentos de emisión no masiva que cumplan las condiciones establecidas para ello en los acuerdos del directorio de la BVL, sujetándose a las normas del Reglamento de Operaciones de la Rueda de Bolsa de la BVL.

#### 3) *Normas Relativas a la Negociación Fuera de Rueda de Valores Inscritos de Bolsa*<sup>37</sup>

Estas normas son aplicables a las operaciones de compra o venta de valores inscritos en Bolsa que realicen las SAB fuera de rueda. Las normas en mención regulan las obligaciones de las sociedades que intervienen en las operaciones, y las diferentes formas de operaciones fuera de rueda que se pueden realizar al amparo de las mismas.

#### 4) *Reglamento de Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores*<sup>38</sup>

<sup>35</sup> Resolución CONASEV No. 21-1999-EF/94.10

<sup>36</sup> Resolución CONASEV No. 24-2007-EF/94.10

<sup>37</sup> Resolución CONASEV No. 27-1995-EF/94.10.0

<sup>38</sup> Resolución CONASEV No. 31-1999-EF/94.10

Establece el marco legal para las instituciones de compensación y liquidación de valores, sus participantes y demás personas que intervienen en el proceso de compensación y liquidación, y emisores de valores representados por anotaciones en cuenta y de otros valores inscritos en el registro contable, precisando las responsabilidades que les alcanzan, de modo que se ofrezca seguridad al sistema.

En la actualidad, la única Institución de Compensación y Liquidación de Valores es CAVALI S.A., ICLV la que brinda a los emisores el servicio de registro y transferencia de valores derivados de las operaciones realizadas en la BVL o en forma extrabursátil, y a los participantes, el servicio de liquidación de operaciones realizadas en los distintos mercados de la BVL, tanto de fondos como de valores, así como el servicio de control y administración de márgenes de garantía de las operaciones de reporte.

#### 5) *Reglamento del Registro Público del Mercado de Valores*<sup>39</sup>

CONASEV ha emitido este reglamento debido a que la LMV dispone que con el fin de velar por la transparencia en el mercado se requiere un registro donde se inscriban los valores, los programas de emisión de valores, los fondos mutuos, los fondos de inversión y los participantes en el mercado de valores.

Este reglamento también contiene un capítulo referido exclusivamente a la inscripción de las bolsas de valores en el registro, donde se detallan todos los requisitos que deben cumplir para obtener la respectiva autorización de organización y funcionamiento por parte de CONASEV.

### **C. Marco Contable-Auditoria.**

#### **Normas Contables**

Desde 1973, el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (*International Accounting Standards Board*, IASB) y su antecesor el IASC (*International Accounting Standards Committee*) atienden el interés público desarrollando un solo grupo de normas de alta calidad, comprensibles, susceptibles de implementación y útiles para los inversores, las entidades de crédito y otros usuarios de la información. Estas normas son las IAS (*International Accounting Standards*) o IFRS (*International Financial Reporting Standards*) en su denominación más actual, también conocidas como NICs o NIIFs.

Como menciona Denise Gomez Soto (2004) del Consejo Mexicano para la Investigación y Desarrollo de Normas de Información Financiera (CINIF), uno de los hechos más significativos a favor de la armonización de las normas contables ocurre en mayo del 2000 cuando la IOSCO recomienda a todos sus países miembros la utilización de las NICs, ahora NIIFs emitidas por el entonces *IASC* (ahora *IASB*). Esta sugerencia es aceptada por la Comisión Europea en 2002, estableciendo la utilización obligatoria de las NICs, a más tardar en el 2005, en los estados financieros consolidados de las compañías que coticen o vayan a cotizar en un mercado regulado de la Unión Europea (UE).

Ante este hecho, surge con mayor fuerza que nunca el compromiso entre el *Financial Accounting Standards Board* (FASB) e IASB, por armonizar su normatividad. La IASB es una entidad privada establecida en el 2001 con el objetivo de desarrollar un conjunto de normas contables de aplicación mundial. Por su parte,

---

<sup>39</sup> Resolución CONASEV No. 79-1997-EF/94.10

la FASB es desde 1973 la organización del sector privado en los Estados Unidos que está encargada de establecer las normas de información financiera en dicho país. Sus normas están avaladas por la Comisión de Valores y Cambios (SEC) que regula los mercados de valores en EEUU y por el Instituto Americano de Contadores Públicos (AICPA).

El 18 de septiembre de 2002 FASB e IASB deciden trabajar conjuntamente para acelerar la convergencia de las normas contables a nivel mundial y celebran el “Acuerdo *Norwalk*” donde ambos establecen dos compromisos básicos: a) desarrollar normas de alta calidad, que sean compatibles entre si; y b) eliminar una variedad de diferencias sustantivas entre los IFRS y los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en los Estados Unidos (USGAAP), a través de la identificación de soluciones comunes.

Muchos países se han unido a favor de la armonización de sus normas contables con las emitidas por IASB. Perú está entre los países que han adoptado, casi en forma tajante, las normas emitidas por IASB.

#### Organismos que Norman la Contabilidad en el Perú y aplicación de NIIFs <sup>40</sup>

La Ley N° 28708, Ley General del Sistema Nacional de Contabilidad, promulgada el 12 de abril de 2006 norma la contabilidad de las entidades públicas y privadas en el país y establece el Consejo Normativo de Contabilidad (CNC).

Aparte de esta norma y del CNC, la Ley N° 26702 Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros y la Ley 27328 del Sistema Privado de Pensiones (SPP) y a las AFP, establece que la Superintendencia de Bancos, Empresas de Seguros y Administradoras de Fondos de Pensión dicta las normas para el registro de operaciones, elaboración, presentación y publicación de estados financieros de las entidades que regula.

Asimismo, CONASEV, creada el 28 de mayo de 1968, inició funciones el 2 de junio de 1970 (Decreto Ley N° 18302) y que se rige por su Ley Orgánica, Decreto Ley N° 26126, del 30 de diciembre de 1992 norma la contabilidad de empresas que mantienen valores inscritos en bolsa, a los agentes de bolsa o intermediarios.

El CNC es presidido por un funcionario nombrado por el Ministro de Economía y Finanzas e integrado por un representante de los siguientes organismos que norman la contabilidad en el Perú:

- a) Banco Central de Reserva del Perú;
- b) Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores;
- c) Superintendencia de Banca, Seguros y AFP;
- d) Superintendencia Nacional de Administración Tributaria;
- e) Instituto Nacional de Estadística e Informática;
- f) Dirección Nacional de Contabilidad Pública;
- g) Junta de Decanos de los Colegios de Contadores Públicos del Perú;
- h) Facultades de Ciencias Contables de las Universidades del País, a propuesta de la Asamblea Nacional de Rectores; y,
- i) Confederación Nacional de Instituciones Empresariales Privadas.

---

<sup>40</sup> Esta sección se basa en Rubiños (2007), en una consulta a Juan Paredes, Socio Principal de Ernst & Young en el Perú y en Instituto Pacífico (2007) “Normas Internacionales de Información Financiera NIIFs (Antes NICs) e Interpretaciones SICs, Comentarios y Casuística”, Revista de Investigación y Negocios: Actualidad Empresarial, Lima, Perú

Igualmente, de acuerdo al Artículo 223° de la Ley General de Sociedades, se establece que los estados financieros deben ser preparados y presentados de conformidad con las disposiciones legales sobre la materia y con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en el país.

La aplicación de las NIIFs en el Perú ocurrió a lo largo de un proceso. Inicialmente diversos Congresos Nacionales de Contadores Públicos del Perú adoptaron acuerdos para la aplicación de las NICs según las siguientes resoluciones:

- a) N° 39 del X Congreso de Lima en 1986 (NICS 1 a la 13);
- b) N° 12 del XI Congreso del Cusco en 1988 (NICS 14 a la 23) y;
- c) N° 1 del XII Congreso de Cajamarca en 1990 (NICS 24 a la 29).

Posteriormente el CNC, el 18 de abril de 1994, mediante Resolución N° 005-94-EF/93.01 oficializó la aplicación de las NICs adoptados en los Congresos antes mencionados; precisando que los estados financieros deben ser preparados cumpliendo las mencionadas normas.

El reconocimiento de las NICs también se dio en el campo legal cuando en 1997 la Ley de Sociedades N° 26887, en su artículo 223°, estableció la obligatoriedad de que los estados financieros se preparen y presenten de conformidad con las normas legales y los “Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados”.

La Resolución N° 013-98-EF/93.01 del CNC precisó que los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados a que se refiere la Ley General de Sociedades comprende sustancialmente, a las NICs, oficializadas, y las normas establecidas por Organismos de Supervisión y Control para las entidades de su área siempre que se encuentren dentro del Marco Teórico en que se apoyan las NICs.

La misma Resolución N° 013-98-EF/93.01 precisó que por excepción y en aquellas circunstancias que determinados procedimientos operativos contables no estén establecidos en una NIC, supletoriamente, se podrá emplear los Principios de Contabilidad aplicados en los Estados Unidos de América.

NIIF con Vigencia en el Perú. En el Perú, el Consejo Normativo de Contabilidad (CNC) ha oficializado la aplicación de las NICs modificadas en diciembre de 2003 y marzo 2004, y las NIIFs aprobadas por el IASB, así como dejar sin efecto la aplicación de algunas NICs e Interpretaciones de los SIC que eran utilizadas en la preparación de los estados financieros.

Al 31 de diciembre de 2007, el CNC ha aprobado la aplicación en el Perú de todas las normas vigentes a esa fecha a nivel internacional, excepto por las siguientes normas que si están vigentes a nivel internacional pero que no han sido aprobadas en el Perú y no tienen fecha estimada para su aprobación:

- a) NIIF 7, Instrumentos Financieros, Divulgaciones - Esta norma esta vigente a nivel internacional desde el 1 de enero de 2007 y no modifica ningún tratamiento contable, pero requiere divulgaciones detalladas sobre los instrumentos financieros de una entidad.
- b) NIC 1, Presentación de los Estados Financieros, modificada - que requiere divulgaciones sobre la gestión del capital de las entidades.
- c) CINIIF 8 Alcance de la aplicación de la NIIF 2, vigente a nivel internacional desde mayo del 2006.
- d) CINIIF 9, Evaluación de derivados incorporados, vigente a partir del 1 de junio de 2006.
- e) CINIIF 10, Reportes financieros intermedios y deterioro de activos, vigente a partir del 1 de noviembre de 2006.
- f) CINIIF 11, NIIF2, Transacciones con acciones en tesorería, vigente a partir del 1 de marzo de 2007.

Asimismo, a nivel internacional se han aprobado diversas normas que deberán ser aplicadas en forma obligatoria a nivel internacional en el 2008, 2009 y 2010, pero que no han sido aún aprobadas en el Perú:

- a) NIIF 8, Segmentos operativos,
- b) NIC 23, Costos de préstamos, modificación
- c) CINIIF 13, Programas de fidelización para clientes
- d) CNIIF 14, NIC 19, El límite de un activo para beneficios definidos, los requerimientos mínimos de fondeo y su interacción
- e) NIIF 3 Combinación de negocios y NIC 27 Consolidación, modificadas.

Normas Contables para empresas reguladas por la SBS. Existen diferencias en algunos casos significativas entre ciertas normas contables aplicadas a empresas reguladas por la SBS y las NICs/NIIFs. En los próximos párrafos se listan las más importantes para empresas financieras y empresas de seguros. Cabe resaltar que la SBS está trabajando en la armonización de sus normas con los parámetros internacionales, tal como se describe más adelante.

#### Diferencias de Normas Contables para Empresas Financieras

##### 1. Provisión específica para colocaciones

Según regulaciones de la SBS: Las provisiones específicas se determinan según los porcentajes establecidos por la SBS y se registran en los resultados del período. De contar con autorización previa de la SBS, las provisiones se pueden registrar con cargo al patrimonio.

Según las NIIFs: La diferencia entre el valor en libros y el monto a recuperar (valor presente esperado de flujos de caja descontados a la tasa de interés efectiva original del préstamo) se registra contablemente. El valor esperado a recuperar de las garantías se debe disminuir de la provisión en caso que se estime que el crédito será recuperado mediante la ejecución de la misma.

##### 2. Provisiones genéricas para colocaciones

Según regulaciones de la SBS: Aquella cartera clasificada como normal requiere de provisión y se registra en los resultados del período. En algunos casos la SBS autoriza el registro de esta provisión debitando los resultados acumulados (patrimonio). Es permitido registrar provisiones genéricas voluntarias con cargo a los resultados del período o con cargo a patrimonio.

Según las NIIFs: Según la NIC 30, provisiones adicionales efectuadas por requerimiento del ente regulador se registrarán en el patrimonio como apropiación de utilidades retenidas (débito a resultados acumulados y crédito a una cuenta especial de reserva).

##### 3. Provisión para Bienes Adjudicados

Según la SBS: Se registra en resultados provisiones según las normas de la SBS con porcentajes que obligan el registro de una provisión del valor del costo registrado en un plazo máximo de 60 meses. En adición, es necesario tener valuaciones realizadas por peritos autorizados, las mismas que no podrán tener una antigüedad mayor a un año, debiendo constituirse una provisión por desvalorización en caso el valor neto de realización sea inferior a su respectivo valor neto en libros.

Según las NIIFs: Deben ser registrados al menor valor entre el valor en libros y el valor razonable menos los costos necesarios para ponerlo a la venta. La provisión por el deterioro se registra en los resultados del período.

#### 4. Goodwill (Crédito Mercantil)

Según las regulaciones de la SBS: El Goodwill se amortiza en un plazo máximo de cinco años. Plazos adicionales de amortización son permitidos previa autorización de la SBS.

Según las NIIFs: El Goodwill no se amortiza. Se registran provisiones por evaluación anual de deterioro del Goodwill y en la medida que hayan indicios de deterioro.

#### 5. Otras Provisiones Voluntarias

Según las regulaciones de la SBS: Provisiones adicionales, incluyendo provisiones genéricas voluntarias para colocaciones, se aceptan con previa autorización de la SBS.

Según las NIIFs: No son aceptadas

#### 6. Registro de Gastos o Déficit de Provisiones Con Cargo a Resultados Acumulados o Diferimiento de Provisiones

Según las regulaciones de la SBS: En casos autorizados por la SBS.

Según las NIIFs: No son aceptadas

#### 7. Gasto o Ingresos de Años Anteriores

Según las regulaciones de la SBS: Se registran como gasto o ingreso en el estado de ganancias y pérdidas del período.

Según las NIIFs: Los errores materiales de períodos anteriores, una vez descubiertos, se corrigen retroactivamente en los primeros estados financieros que se emitan.

#### 8. Partidas Extraordinarias

Según regulaciones de la SBS: Incluyen partidas como ingresos y costos por venta de bienes adjudicados y fuera de uso, por venta de cartera crediticia, entre otros. Se muestra en el estado de ganancias y pérdidas como otros ingresos y gastos antes de los resultados, las participaciones e impuesto a la renta.

Según las NIIFs: No está permitido. Requiere la revelación separada de las partidas excepcionales que son de tal incidencia o naturaleza para explicar el rendimiento de la entidad.

#### Diferencias entre las Normas Contables Aplicadas a Empresas de Seguros

##### 1. Contratos de seguros y reaseguros – contabilidad de depósito y descomposición de los componentes del depósito.

Según regulaciones de la SBS: La SBS no ha establecido normas al respecto.

Según las NIIFs: Se requiere el registro de depósitos cuando la medición de componente por depósitos es confiable y cuando los derechos y obligaciones que surgen del mismo no se reflejan en el balance general. Se requiere la descomposición si el depósito puede ser medido razonablemente.

## 2. Reservas matemáticas de vida

Según regulaciones de la SBS: Estas reservas se deben establecer en base a cálculos actuariales utilizando tablas de mortalidad autorizadas por la SBS así como una tasa del 3% como interés técnico anual.

Según las NIIFs: Debe utilizarse tasas de interés del mercado

## 3. Reservas para riesgo catastrófico

Según las regulaciones de la SBS: Se deben constituir en base a normas establecidas por la SBS (obligatorio).

Según las NIIFs: No está permitido

### Sugerencias

Como se aprecia, existe bastante convergencia entre las normas peruanas de contabilidad y las NIIFs, con excepción del marco normativo contable para empresas financieras y de seguros.

En dicho caso, se debe concordar las reglas contables de la SBS con las NIIFs. También se debe iniciar la convergencia y concordancia de las normas legales con incidencia contable y los principios contables, armonizando el tratamiento de las transacciones y evitar que aquellas similares se registren de forma diferente.

El Informe sobre el Cumplimiento de Normas y Códigos en Contabilidad y Auditoría (ROSC), realizado por el Banco Mundial en el año 2004, recomendó a la SBS armonizar los principios contables empleados por los bancos y las empresas aseguradoras en sus informes financieros con las NIIFs. En el 2006 se elaboró un programa de armonización que ha previsto que la entrada en vigencia de las normas contables alineadas a las NIIFs en su totalidad sea a más tardar en el 2011. En el Perú, el CNC ha oficializado la aplicación de las NICs modificadas en diciembre de 2003 y marzo 2004, y las NIIFs aprobadas por el IASB, así como dejar sin efecto la aplicación de algunas NIC e Interpretaciones de los SIC que eran utilizadas en la preparación de los estados financieros.<sup>41</sup>

Asimismo se debe propiciar la capacitación continua a los profesionales contables relacionados en la preparación y examen de la información financiera de acuerdo con NIIF, incluyendo la capacitación en NIIF para funcionarios de organismos reguladores.

La transición a NIC que hoy han pasado a denominarse NIIF requiere que los profesionales tengan que familiarizarse con nuevos conceptos, terminología, y formatos diferentes de presentación de información financiera.

En la actualidad existe una carencia de profesionales que conozcan profundamente las NIIFs y más aún que hayan tenido una experiencia práctica sobre esta temática. Si en la actualidad el conocer sobre las

---

<sup>41</sup> Para más detalle ver Ríos (2007).

Normas se constituye en una ventaja competitiva en el mercado laboral, en breve será una condición indispensable para acceder a puestos relacionados con contabilidad, administración y finanzas.

### **Normas de Auditoria**

En el Perú rigen los pronunciamientos que emite la *International Federation of Accountants* (IFAC), denominadas Normas Internacionales de Auditoria (NIA) las mismas que deben ser aplicadas en toda auditoria independiente que se realice en entidades siempre y cuando esté dirigido para expresar una opinión. Sin embargo, las NIAs no se superponen a las convenciones locales que regulan la auditoria en un país.

Las Normas de Auditoria Generalmente Aceptadas (NAGA) pueden considerarse como los requisitos de calidad que deben observarse para el desempeño del trabajo de auditoria profesional. Por esta razón, durante muchos años han constituido y constituyen en la mayoría de países el soporte obligado de las actividades que conducen Contadores Públicos.

La aparición de las NIAs expedida por la Federación Internacional de Contadores (IFAC), y las actualizaciones que realiza su Comité Internacional de Prácticas de Auditoria anualmente, denotan la presencia de una voluntad internacional orientada al desarrollo sostenido de la profesión contable, a fin de permitirle disponer de elementos técnicos uniformes y necesarios para brindar servicios de alta calidad para el interés público. En el Perú, tales Normas Internacionales han sido adoptadas para el ejercicio profesional por los correspondientes órganos representativos de Contadores Públicos, por lo que constituye un requisito formal su observancia en todo trabajo profesional de auditoria independiente. IOSCO está evaluando si va a recomendar estas normas para uso generalizado a nivel mundial.<sup>42</sup>

Las NAGA es el conjunto de principios, lineamientos, políticas, a tener en cuenta en todo proceso de Auditoria, ya sea en una Entidad o Empresa Pública o Privada. En el Perú, las NAGA, fueron aprobadas para su utilización en el II Congreso Nacional de Contadores Públicos, realizado en el año de 1968, y constantemente se somete a revisión en estos eventos profesionales. Las NAGA establecen lo siguiente: “El dictamen contendrá ya sea la expresión de opinión con respecto a los estados financieros tomados en conjunto, o una aseveración en el sentido de que no puede expresarse una opinión. Cuando no se puede expresar una opinión en que el nombre del auditor esté relacionado con estados financieros, el dictamen debe contener una indicación clara y concisa de la naturaleza del examen del auditor y el grado de responsabilidad que está asumiendo”.

Las NIAs deben ser aplicadas, en forma obligatoria, en la auditoria de estados financieros y deben aplicarse también, con la adaptación necesaria, a la auditoria de otra información y de servicios relacionados. En circunstancias excepcionales, un auditor puede juzgar necesario apartarse de una NIA para lograr en forma más efectiva el objetivo de una auditoria. Cuando tal situación surge, el auditor deberá estar preparado para justificar la desviación.

Desde el punto de vista técnico profesional, la responsabilidad de los “Auditores Externos” está contemplada en las NIAs, y en el Perú está establecida en la Norma 240, que define los límites de la responsabilidad de los Auditores Externos respecto del fraude y el error en las auditorias de Estados Financieros, precisando que no son responsables en estos, en razón de que la elaboración de la contabilidad corresponde a la administración de las personas jurídicas. En el ámbito de las empresas del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros, las auditorias externas se realizan conforme a las normas del Reglamento de Auditoria Externa vigente aprobada por Resolución N° 1042-99, expedida por la SBS, que

---

<sup>42</sup> IOSCO (2007)

dispone en su artículo 6º.- Responsabilidad de la empresa en los exámenes de auditoría externa “El directorio, el comité de auditoría, cuando no exista, y la gerencia son directamente responsables de proporcionar a la sociedad de auditoría contratada, la información y facilidades necesarias para que ésta pueda realizar su labor de manera adecuada, independiente y oportuna. Asimismo, es responsabilidad de dichos órganos velar por el cumplimiento de las disposiciones establecidas en el presente reglamento y conformar un archivo que contenga los antecedentes y respuestas a los pedidos de información que efectúe la sociedad de auditoría”. La Ley General de Sociedades N° 26887, en sus artículos 177º, 190º, 191º y 196º establecen en forma expresa la responsabilidad de los directores y de la gerencia sobre sus acciones administrativas en las personas jurídicas comprendidas y constituidas al amparo de sus normas.

El artículo 25º del Código Penal vigente tipifica la actuación dolosa de los Contadores Públicos en el ejercicio profesional de la “Auditoría Interna” y “Auditoría Externa”, que comprende o incluye, además del autor o sujeto activo, a otros sujetos cuya participación en el hecho punible es también sancionada, en algunos casos con igual pena que la del autor, como cómplice primarios o, con una pena menor, como cómplices secundarios. Los artículos No. 198º y 245º del Código Penal vigente tipifican las actuaciones dolosas de las personas responsables de la administración de las personas jurídicas.

En el Perú existe el Instituto Peruano de Auditores Independientes (IPAI) que es una asociación privada constituida por 11 firmas internacionales de auditoría que operan en el Perú, incluyendo a las empresas de auditoría más grandes del mundo. El propósito del IPAI es asegurar que el marco peruano con respecto a normas contables y de auditoría se base en estándares de aplicación internacional. El IPAI participa en los Comités de Normas Internacionales de Contabilidad de la Junta de Decanos de los Colegios de Contadores Públicos del Perú. El IPAI también integra el Consejo Normativo de Contabilidad y atiende consultas técnicas sobre aplicación de las NIIFs.

#### **D. Marco cambiario.**

La política cambiaria en el Perú se modificó a inicios del primer Gobierno del Presidente Fujimori (1990), luego de la inmediata abolición de los tipos de cambio múltiples. Se implementó un esquema de flotación donde el BCRP sólo intervenía para moderar fluctuaciones de corto plazo, y el tipo de cambio se fijaba de manera libre aunque paulatinamente se fue generalizando el uso de instrumentos de deuda de corto plazo en moneda extranjera emitidos por el BCRP. El sistema cambiario ha podido ser implementado sin grandes variaciones y con una escasa volatilidad del tipo de cambio, durante varios Gobiernos. La unificación de los mercados cambiarios y el inicio del período de flotación ocurrieron el 8 de agosto de 1990 mediante una resolución cambiaria del Ministerio de Economía <sup>43</sup> como parte del paquete de estabilización global de la economía peruana. El régimen cambiario experimentó una serie de cambios y reformas entre agosto de 1990 y marzo del 1991, período en el cual se dictaron un conjunto de medidas de liberalización del mercado cambiario. En febrero de 1991 se eliminó la mayoría de restricciones vigentes para la compra y venta de moneda extranjera (topes máximos, cuotas por persona, cuotas por años, entre otras). También se simplificaron los trámites cambiarios. En marzo de 1991 se derogaron la totalidad de normas que restringían el mercado cambiario y se señaló que el tipo de cambio se vería determinado por la oferta y demanda del mercado de activos. Se dispuso también que el BCRP podría intervenir en el mercado cambiario, cuando lo considerase necesario, a través de las instituciones financieras, y se eliminó el mal llamado Mercado Único de Cambios (MUC).<sup>44</sup>

---

<sup>43</sup> RC 029-90-EF

<sup>44</sup> RC 003-91-EF (26-03-91)

Este régimen cambiario se implementó luego de una importante discusión de las dos opciones que enfrentaba el gobierno que estaba buscando controlar una situación de hiperinflación y serios problemas fiscales: (i) un esquema de tipo de cambio fijo que sirviera como un ancla a las expectativas inflacionarias y (ii) un sistema de flotación del dólar en el cual el BCRP fija las metas monetarias que sirvan de ancla a las expectativas. Se optó por un esquema intermedio, pero que a lo largo de los años ha puesto distintos grados de énfasis sobre los agregados monetarios y el tipo de cambio. El sistema híbrido adoptado consistió en unificar el mercado cambiario y fijar una meta inicial del tipo de cambio, la cual significó una devaluación del orden de 50% con relación al tipo de cambio paralelo tres días antes del programa, pero estableciendo una trayectoria no anunciada del tipo de cambio hacia la meta definida. Luego de ser exitoso en estabilizar las expectativas, este esquema se cambió posteriormente (tres meses después) por el segundo sistema que contemplaba un nivel de tipo de cambio determinado por el mercado dentro de un esquema de flotación suelta con intervención del BCRP.<sup>45</sup>

El Perú reconstruyó su régimen monetario sobre la base de un sistema de libertad cambiaria que luego de la hiperinflación resultó en una dolarización del sistema financiero nacional ya que los agentes económicos optaron por el dólar como moneda para sus operaciones financieras y los bancos tenían, y tienen, plena libertad para ofrecer depósitos y préstamos en moneda nacional o moneda extranjera. Luego de más de diez años de relativa estabilidad de precios e incluso con el Nuevo Sol revaluándose con respecto al dólar, más de la mitad de los activos y pasivos del sistema financiero siguen denominados en dólares, aunque con una tendencia a la “solarización”. Esta desdolarización se acentuó a partir de la introducción de un régimen de metas de inflación a principios del milenio, cuya aplicación ha sido muy positiva en el país en un contexto internacional muy favorable en los últimos años.

En el caso del Perú, el régimen de flotación ha permitido un ajuste gradual del tipo de cambio a los recientes choques externos. El esquema de flotación que sigue el Perú contribuye a que no se presenten desviaciones mayores del tipo de cambio real respecto de su valor de equilibrio en cada momento del tiempo. En un contexto de reformas estructurales, las modificaciones del tipo de cambio real no necesariamente deben interpretarse como un adelanto o un atraso cambiario. El gobierno aplica una política de tipo de cambio flexible y las intervenciones del BCRP buscan moderar las fluctuaciones temporales en el tipo de cambio. El BCRP evalúa de cerca los desarrollos en el mercado cambiario y si las circunstancias ameritan un fortalecimiento ulterior de la competitividad externa, el gobierno está preparado para fortalecer su posición fiscal.

La mejor manera de que el tipo de cambio no se aleje de su equilibrio es a través de un régimen cambiario libre que permita ajustes graduales en el tipo de cambio nominal de acuerdo con la evolución de sus fundamentos.

El mercado cambiario es libre en el Perú y se rige por la oferta y la demanda. El mercado es unificado y completamente libre de restricciones sobre operaciones cambiarias vinculadas a adquisición de bienes y servicios o transacciones en la cuenta de capitales. No existe obligación para convertir a moneda local los aportes provenientes del exterior ni los flujos generados por la actividad empresarial. Existe libre acceso a las divisas y total libertad para mantener depósitos en el exterior. Está reconocido el derecho del inversionista extranjero a transferir al exterior sus utilidades y dividendos, las regalías derivadas del uso de las licencias y tecnología y el producto de la liquidación parcial o total de su inversión, utilizando el mejor tipo de cambio que ofrezca el mercado. Las remesas al exterior se realizan libremente a través del sistema financiero.

---

<sup>45</sup> Rodríguez, Marta; Valderrama, José y Velarde, Julio; “El Programa de Estabilización”, en “La Reforma Incompleta”, Editores Roberto Abusada, Fritz Du Bois, Eduardo Morón y José Valderrama, Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía (2000). Ver también Armas *et.al.* (2001).

No existen controles cambiarios en Perú. No se requiere autorización del gobierno para realizar operaciones cambiarias. La posesión de divisas es libre. Las personas naturales o las empresas pueden remitir la moneda extranjera al exterior o conservarla en el país.

Las inversiones en moneda fuerte hechas por inversionistas extranjeros pueden ser cambiadas en moneda nacional al mejor precio de compra a través del sistema cambiario o depositadas en dichas entidades.

Los residentes y no-residentes en el Perú pueden abrir y mantener depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario local, en cuentas corrientes, de ahorro y a plazo fijo. Igualmente, las personas naturales y las empresas pueden tener cuentas en moneda extranjera en el exterior.

El mercado cambiario es relativamente pequeño, con transacciones diarias que fluctúan alrededor de US\$250 millones, incluyendo operaciones con el público e interbancarias (spot y forwards pactados). Estas cifras no incluyen las operaciones que se realizan a través de las casas de cambio y de los operadores informales (un gran número de cambistas callejeros), que no tienen control alguno y compiten con los bancos en los mercados de personas naturales y de empresas informales.

Algunos participantes del mercado indican que la intervención frecuente del BCRP para evitar mucha fluctuación en el tipo de cambio puede haber afectado la profundización del mercado. El mercado se ha caracterizado por una importante presión apreciatoria desde el 2002 como resultado del incremento en el precio de los *commodities* que el país exporta, el marco macroeconómico estable, continuas ganancias en productividad y un medio ambiente global benigno que ha ayudado a atraer influjos de capital extranjero. El BCRP se ha visto forzado a intervenir fuertemente en el mercado en los últimos años adquiriendo dólares en el mercado cambiario, lo que ha llevado a niveles récord en las reservas internacionales del país que ya se sitúan por encima de los US\$30,000 millones y más de 12 meses de importaciones.

#### **E. Marco sobre movimiento de capitales.**

El control de capitales implica una restricción a la cuenta de capital y se aplica como parte de un conjunto de medidas para enfrentar la volatilidad cambiaria. En distintos países existen diversas formas de establecer controles de capital: (i) administrativas o de control directo (prohibiciones) y (ii) de mercado o de control indirecto (desincentivos tales como: tipos de cambio múltiples, impuestos a los movimientos de capital o encajes sobre recursos recibidos del exterior).

Los distintos gobiernos del Perú desde principios de la década de los noventa se mantienen firmemente comprometidos con un régimen económico con libertad de comercio y con el libre movimiento de capitales y de las operaciones de cambio. Cuando en el año de 1990 asume el Gobierno el Presidente Alberto Fujimori, encuentra un país con una crisis económica, política y social de gran magnitud. En ese contexto, la profunda crisis ofreció la oportunidad de hacer cambios radicales en el modelo de desarrollo, buscando reintegrar al Perú a la economía mundial e implementando políticas económicas de libre mercado que implicaron el abandono de controles sobre precios, tipo de cambio, tasas de interés y movimiento de capitales.

Este nuevo modelo incluye una serie de reformas que liberalizaron la economía, tales como: eliminar las restricciones al movimiento de capitales, reducir aranceles a las importaciones y eliminar otras barreras al comercio exterior, disminuir los aranceles, y dejar flotar el tipo de cambio. Asimismo, se implementaron un conjunto de otras medidas como: estabilizar la economía, disminuir la inflación a niveles internacionales, privatizar las empresas del estado, reconstruir el sistema vial, y combatir al terrorismo, entre otras. Esos cambios sentaron las bases para el crecimiento sostenido que viene experimentando la economía peruana en los últimos años.

El marco legal fue cambiado para promover la inversión nacional y extranjera, brindando garantías y asegurando el libre movimiento de los capitales. Esto último se consideraba indispensable para buscar restablecer la credibilidad en la política económica que se había perdido en el Gobierno anterior. Se promulgaron un conjunto de normas para promover la inversión, incluyendo la Ley de Promoción de la Inversión Extranjera (Decreto Legislativo 662) en 1991, la Ley Marco para el Crecimiento de la Inversión Privada (Decreto Legislativo 757) y la Ley de Promoción de la Inversión Privada en las Empresas del Estado (Decreto Legislativo 674). Este marco normativo, con ligeras modificaciones permanece vigente a la fecha. En 1992 se emitió el Reglamento de los Regímenes de Garantía a la Inversión Extranjera (Decreto Supremo 162-92-EF) que reglamenta este marco legal.

La Ley de Promoción de la Inversión Extranjera y el Reglamento respectivo, determinó los derechos de los inversionistas extranjeros, garantizando las siguientes libertades: para remitir utilidades y dividendos al exterior, para reexportar el capital, para adquirir acciones a nacionales, para acceder al crédito interno y externo y para contratar tecnología y pagar regalías. Esto implica tener una economía abierta y comprometida en el proceso de globalización, plena libertad en los movimientos de capital y un marco de inversiones basado en principios internacionales, estable, y previsible. Adicionalmente establece que la inversión extranjera no requiere de autorización previa del gobierno, y una vez efectuada, sólo requiere un registro ante Proinversión. El marco legal también permite celebrar convenios de estabilidad jurídica con el Estado peruano que les permite garantizar la invariabilidad de las reglas del juego (por ejemplo estabilidad en el marco del impuesto a la renta).

Este marco normativo también consagra el derecho a utilizar el tipo de cambio más favorable, lo que implica que todo inversionista o empresa tiene derecho a acceder a la moneda extranjera en el mercado cambiario al tipo de cambio más favorable que pueda conseguir, sin que pueda obligárseles a realizar sus operaciones cambiarias bajo un régimen o mecanismo que implique un tratamiento menos favorable que el que se aplique a cualquier persona natural o jurídica por la realización de cualquier clase de operación cambiaria, de acuerdo a lo siguiente: (i) cuando se trate de conversión de moneda extranjera a nacional: el inversionista podrá venderla a cualquier persona natural o jurídica al tipo de cambio compra más favorable que encuentre en el mercado cambiario al momento de efectuar la operación cambiaria y (ii) cuando se trate de conversión de moneda nacional a extranjera: el inversionista podrá comprarla a cualquier persona natural o jurídica al tipo de cambio venta más favorable que encuentre en el mercado cambiario al momento de efectuar la operación cambiaria.

En conclusión, no existen barreras directas o prohibiciones a la entrada o salida de capitales del Perú, tanto para inversiones de portafolio como inversiones directas en empresas. Este marco no requiere que los inversionistas, tanto nacionales o extranjeros, implementen mecanismos de elusión y no hay ningún costo implícito vinculado a estas políticas ya que no establecen barrera alguna al libre movimiento de capitales en el país.

El resultado de este marco de libertad cambiaria y de flujos de capitales ha resultado en un incremento importante en los flujos de inversión extranjera directa (IED) en el Perú. A principio de la década de los noventa prácticamente no habían flujos de IED hacia el Perú, incluso el promedio anual en 1992-93 fue de sólo US\$410 millones, cifra que se incrementó a US\$2200 millones anuales en los siguientes cinco años. La IED al Perú totalizó US\$32 mil millones en los 5 años comprendidos entre el 2003 y el 2007, con un promedio anual de US\$6500 millones.

Sin embargo, existen algunas regulaciones que pueden considerarse controles indirectos sobre los flujos de capital que buscan desincentivar a modificar la composición de ciertos flujos de capitales del exterior. Estas medidas son las siguientes: (i) el límite de inversiones en el exterior de los Fondos de Pensiones

actualmente fijado por el BCRP en 20% de sus portafolios respectivos a partir del 1 de mayo de 2008 (la Ley del Sistema Privado de Pensiones establece un tope de 20%); (ii) el límite de inversiones en el exterior para las empresas de seguro fijado en 40% de su portafolio; (iii) el encaje remunerado a los depósitos en moneda extranjera (se implementó en 1991 con una tasa marginal de 50% que disminuyó progresivamente hasta alcanzar 20% en un momento y que luego se empezó a aumentar nuevamente hasta alcanzar 45% a principios de enero del 2008 como una medida del BCRP destinada a desincentivar ingreso de capitales de corto plazo)<sup>46</sup>; (iv) el encaje remunerado sobre las líneas de crédito del exterior (existe un encaje marginal recientemente incrementado a 45%, remunerándose los fondos resultantes a una tasa LIBOR menos 7/8 del uno por ciento, para las líneas de crédito del exterior con plazos menores a dos años que reciban los bancos, incluyendo ahora a los préstamos de multilaterales; (v) las restricciones de operaciones con instituciones financieras que provienen de plazas offshore consideradas paraísos fiscales para prevenir préstamos *back-to-back* entre partes relacionadas (en este caso se establece una tasa de interés no mayor a Prime más 3 puntos porcentuales, se requiere una declaración jurada del banco que indica que no se trata de una operación entre empresas vinculadas y se requiere un estudio de precios de transferencia). Si no se cumple con todo esto la autoridad tributaria (SUNAT) podría no aceptar los intereses de esa operación como gasto para el cálculo del impuesto a la renta; (vi) el establecimiento de un encaje marginal adicional al encaje mínimo en depósitos en soles que actualmente ha sido fijado en 25% para domiciliados (sin remuneración) y (vi) el encaje de 120% sobre los depósitos en soles de no domiciliados en el sistema bancario.

El siguiente cuadro muestra un resumen de las principales medidas recientemente tomadas por el BCRP con el objeto de reducir la presión sobre el tipo de cambio. Se intenta reducir el ingreso de dinero de especuladores y desincentivar el endeudamiento en el exterior del sistema financiero. Como se aprecia en el cuadro, las medidas implican un incremento en los encajes mínimos y marginales tanto para depósitos en soles como en dólares y también para los adeudados del exterior, y el establecimiento de un encaje sumamente alto (120%) sobre los depósitos en soles de personas no domiciliadas en el sistema bancario. Asimismo, se ha reducido la remuneración al encaje, lo que permite que el BCRP traspase al sistema financiero parte del costo de tener que esterilizar el incremento de depósitos en el sistema financiero.

Cuadro 2.1 Resumen de Políticas de Encaje del BCRP

	Encaje en MN		Encaje en ME	
	Hasta el 30 abr	Desde 1 may	Hasta el 30 abr	Desde 1 may
Encaje Mínimo Legal (EML)	8%	8.50%	8%	8.50%
Encaje Exigible (EE)				
• Saldo TOSE Diciembre 2007	8%	8%	Tasa Implícita	Tasa Implícita
• Saldo restante excepto OSE Exterior	20%	25%	40%	45%
• Obligaciones Sujetas Encaje Exterior	40%	120%	40%	45%
Encaje Adicional (Remunerado)	EE - EML	EE - EML	EE - EML	EE - EML
Tasa de Remuneración Encaje Adicional	Dep O/N - 100bp	Dep O/N - 100bp	Libor 1m - 7/8	Libor 1m - 7/8
Tasa de Depósito Overnight Abril	4.75%			
Tasa Libor 1 mes abril			2.85% - 3.00%	

TOSE: Total obligaciones sujetas a encaje

OSE: Obligaciones sujetas a encaje

EE: Encaje Exigible

EML: Encaje mínimo legal

Tasa Implícita: Tasa para cada banco resultante de aplicar las tasas de encaje marginal respectivas en función del TOSE de cada banco en los momentos respectivos.

Fuente: Elaboración propia sobre base información BCRP.

<sup>46</sup> Estos recursos están remunerados a una tasa vinculada a la tasa LIBOR. Para más detalles ver BCRP (2008).

Aparte de estas medidas, el BCRP también ha anunciado que dejará de emitir certificados de depósitos (CDBCRP) y va a empezar a subastar depósitos a plazo. Igualmente implementará un esquema aleatorio y “sorpresivo” mediante el cual en determinadas ocasiones no aceptará depósitos *overnight* en moneda nacional de instituciones del sistema financiero, con lo que espera que los bancos tengan una política de encaje más conservadora para evitar verse afectados por incumplimientos de las normas de encaje.

## **F. Marco Tributario.**

Esta sección se concentra en el tratamiento tributario aplicable, a los tenedores de “valores mobiliarios” emitidos por personas jurídicas domiciliadas en el país, considerando las modificaciones al régimen del Impuesto a la Renta que entrarán en vigencia a partir del año 2009.

Al momento de trabajar estas modificaciones, el Gobierno anunció su intención de establecer un esquema de impuestos sobre valores mobiliarios que sea simétrico y que grave las ganancias de capital en la bolsa que hasta entonces estaban exoneradas, pero esto recibió mucha oposición particularmente porque implicaba gravar los intereses sobre depósitos bancarios, que están exonerados de impuestos desde hace muchos años. Ante la negativa reacción de grupos de interés y algunos observadores económicos al anuncio oficial de una estructura impositiva simétrica para valores mobiliarios, las autoridades optaron por mantener la exoneración del Impuesto a la Renta a los intereses sobre los depósitos bancarios. Adicionalmente, las autoridades decidieron extender la exoneración al rendimiento de capital de los tenedores de deuda soberana.

A principios del año 2007 se promulgó un conjunto de normas que conforman una reforma tributaria que dispuso ajustes a una serie de impuestos sobre instrumentos financieros y establece la aplicación de diferentes tasas de impuesto a la renta que entrarán en vigencia a partir del 1 de enero del 2009. Antes de esa norma existían exoneraciones del Impuesto a la Renta a las ganancias de capital en las acciones, intereses de valores mobiliarios e intereses sobre los depósitos en empresas financieras reguladas (estas últimas todavía se mantienen).

Cuando se establecen impuestos sobre valores mobiliarios o cuando se decide modificar el tratamiento tributario de los mismos, se debe analizar con mucho cuidado el impacto de estos cambios sobre las distintas alternativas de ahorro y/o financiamiento. Como indica el estudio del IPE (2006) “en situaciones en donde el sistema tributario hace un tratamiento diferenciado a los pagos de intereses, las ganancias de capital, o a los dividendos, se distorsiona las elecciones de los inversionistas (emisiones, utilidades retenidas o deuda).” Se debe evitar que las reglas tributarias afecten la asignación de los recursos entre los distintos instrumentos financieros y se genere lo que se conoce como el arbitraje tributario (*tax-arbitrage behavior*). Por ello las normas deben respetar la neutralidad tributaria. Asimismo, se debe evitar la doble tributación de una misma renta o ganancia.

No se respetó el principio de neutralidad de los impuestos, por el cual debe procurarse que el sistema tributario establezca gravámenes que no introduzcan distorsiones en los mercados. Los impuestos no deben ocasionar cambios relativos en las decisiones de los agentes económicos, como lo harán al privilegiar la deuda pública sobre la privada, de un lado, así como parte del endeudamiento sobre la emisión de capital, de otro. Si se llega a implementar el nuevo marco tributario en el Perú se generarán distorsiones en las decisiones de ahorro-inversión de los agentes económicos, llevando a un uso ineficiente de los recursos y pudiendo afectar el desarrollo del mercado de los instrumentos menos favorecidos: las acciones y la deuda que las empresas privadas emiten en el mercado de capitales.

### Tratamiento de Intereses

El inciso i) del artículo 19° de la Ley del Impuesto a la Renta, modificado por el Decreto Legislativo N° 970, establece que se encuentra exonerado hasta el 31 de diciembre de 2008:

“Cualquier tipo de interés (...) que se pague con ocasión de un depósito conforme a la Ley de Bancos y Empresas de Seguros (Ley 26702). Asimismo, cualquier tipo de interés de tasa fija o variable, en moneda nacional o extranjera, así como los incrementos o reajustes de capital, provenientes de valores mobiliarios emitidos por personas jurídicas, constituidas o establecidas en el país, siempre que su colocación se efectúe mediante oferta pública, al amparo de la LMV.

Igualmente, cualquier tipo de interés de tasa fija o variable, en moneda nacional o extranjera, e incrementos de capital, provenientes de Cédulas Hipotecarias y Títulos de Crédito Hipotecario Negociable.

Los valores mobiliarios, nominativos o a la orden, emitidos mediante oferta privada podrán gozar de la exoneración, cuando reúnan los requisitos a que se refieren los incisos a) y b) del artículo 5° de la LMV.”

Como se aprecia, están exonerados los intereses provenientes de “valores mobiliarios” emitidos mediante oferta pública por personas constituidas o establecidas en el país.

Asimismo, se encuentran exonerados los intereses generados por “valores mobiliarios” emitidos mediante oferta privada por personas constituidas o establecidas en el país, siempre que la oferta cumpla en forma concurrente con los requisitos señalados en el artículo 5° de la LMV (esto es, que la oferta esté dirigida a inversionistas institucionales y que el valor nominal de los valores que se emitan no sea inferior al importe establecido en el inciso b) del artículo 5° de la citada Ley, reajutable periódicamente).

Como resultado de la promulgación del Decreto Legislativo N° 972<sup>47</sup>, a partir del 1° de enero de 2009, los referidos intereses estarán gravados con el Impuesto a la Renta de la siguiente manera:

- a) Personas naturales domiciliadas: el Impuesto a la Renta se calculará aplicando la tasa de 6.25% sobre la ganancia obtenida (renta neta). Para establecer la renta neta de capital, se deducirá el 20% del importe total de los intereses percibidos (con lo cual resulta una tasa efectiva de 5%).
- b) Personas jurídicas domiciliadas: el Impuesto a la Renta se calculará aplicando la tasa de 30% sobre la renta neta de tercera categoría de la cual forman parte los intereses derivados de bonos.
- c) Personas naturales no domiciliadas: el Impuesto a la Renta deberá determinarse con la tasa de 30% sobre el monto total de los intereses percibidos, sin deducción alguna.
- d) Personas jurídicas no domiciliadas: el Impuesto a la Renta que gravará a estos sujetos se calculará en función de la tasa de 30%, salvo que resulte aplicable la tasa de 4.99% establecida en el inciso a) del artículo 56° de la Ley del Impuesto a la Renta, en la medida que se cumplan los requisitos previstos para el goce de dicha alícuota preferencial (esto se refiere exclusivamente a créditos recibidos del exterior).<sup>48</sup>

<sup>47</sup> Publicado en el Diario Oficial “El Peruano” el 10 de marzo del presente año y vigente a partir del 1° de enero de 2009.

<sup>48</sup> El Artículo 56° inciso a) indica que en el caso del impuesto a las personas jurídicas no domiciliadas en el país los intereses provenientes de créditos externos estarán sujeta a la tasa de 4.99%, siempre que cumplan con los siguientes requisitos: (i) En caso de préstamos en efectivo, que se acredite el ingreso de la moneda extranjera al país, y (ii) que el crédito no devengue un interés anual al rebatir superior a la tasa preferencial predominante en al plaza de donde provenga, mas tres (3) puntos. Los referidos tres (3) puntos cubren los gastos y comisiones, primas y toda otra suma adicional al interés pactado de cualquier otro tipo que se

Tratándose de intereses generados por bonos corporativos, el Impuesto a la Renta con las tasas antes mencionadas, será aplicable a partir del ejercicio 2009 sólo respecto de los que se deriven de aquéllos emitidos a partir del 11 de marzo de 2007. Los intereses provenientes de bonos emitidos hasta el 10 de marzo de 2007 no estarán afectos de manera permanente al Impuesto a la Renta (Segunda Disposición Complementaria y Transitoria del Decreto Legislativo N° 972).

Los intereses generados por bonos emitidos por el Gobierno continuarán sin estar afectos a Impuesto a la Renta. Asimismo los depósitos bancarios no estarán afectos a impuestos sobre los intereses generados en los mismos. Estas normas generan mayores distorsiones entre los distintos instrumentos de deuda y depósitos de las que existían anteriormente, ya que hasta fines del 2008 todos los intereses sobre instrumentos de deuda, indistintamente de la naturaleza del emisor, que se transaban en la Bolsa de Valores no estaban afectos a impuestos. Por lo tanto anteriormente había neutralidad tributaria entre los distintos tipos de instrumentos, incluyendo los depósitos en empresas del sistema financiero.

En el caso de valores mobiliarios distintos a los bonos, estarán sujetos al Impuesto a la Renta los intereses que se devenguen o perciban, según corresponda, a partir del 1° de enero de 2009, aún si los mencionados valores se hubieran emitido antes de la publicación del Decreto Legislativo N° 972.

En conclusión, en cuanto al tratamiento impositivo de intereses existen una serie de asimetrías: (i) los intereses de los depósitos en empresas del sistema financiero reguladas y autorizadas por la SBS y de los bonos públicos no está afectos a impuestos, mientras que los de bonos corporativos si lo están y (ii) en el caso de los intereses gravados las tasas varían dependiendo de la naturaleza del inversionista (persona domiciliada natural 5%, persona domiciliada jurídica 30%, persona natural no domiciliada 30% y persona jurídica no domiciliada 30% ó 4.99% dependiendo del tipo de instrumento).

### Impuestos a las Ganancias de Capital

El inciso l) del artículo 19° de la Ley del Impuesto a la Renta exonera hasta el 31 de diciembre de 2008 (según modificación introducida por el Decreto Legislativo N° 970), la ganancia de capital proveniente de “la enajenación de valores mobiliarios inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores a través de mecanismos centralizados de negociación a los que se refiere la LMV; así como la que proviene de la enajenación de valores mobiliarios fuera de mecanismos centralizados de negociación siempre que el enajenante sea una persona natural, una sucesión indivisa o una sociedad conyugal que optó por tributar como tal.”

De acuerdo con el artículo 2° de la Ley del Impuesto a la Renta, se considera ganancia de capital a “cualquier ingreso que provenga de la enajenación de bienes de capital (...)”, entendiéndose por bienes de capital a “aquéllos que no están destinados a ser comercializados en el ámbito de un giro de negocio o de empresa”.

Si bien podría concluirse que la exoneración no alcanza a la ganancia obtenida por la enajenación habitual de “valores mobiliarios” (ya que en estos casos el beneficio constituiría renta producto y no ganancia de capital), debe tenerse presente que tratándose de operaciones realizadas a través de mecanismos centralizados de negociación (ya sea por personas naturales o jurídicas), la Décima Disposición Final del Decreto Supremo N° 134-2004-EF ha precisado que “para efecto de lo dispuesto en el inciso l) del artículo 19° de la Ley, los valores mobiliarios inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores a

---

pague a beneficiarios del extranjero. Están incluidos en este inciso los intereses de los créditos externos destinados al financiamiento de importaciones, siempre que se cumpla con las disposiciones legales vigentes sobre la materia.

través de mecanismos centralizados de negociación a los que se refiere la LMV, no se consideran como bienes destinados a ser comercializados en el ámbito de un giro de negocio o empresa.”

En aplicación de la norma transcrita, podemos concluir que la enajenación de los valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores a través de mecanismos centralizados de negociación genera siempre ganancia de capital y nunca renta producto, aun cuando en los hechos el enajenante sea habitual en la venta de estos “valores mobiliarios”, por lo que los beneficios obtenidos estaban exonerados del Impuesto a la Renta.

Ahora bien, de conformidad con el Decreto Legislativo N° 972, la ganancia de capital derivada de la enajenación de valores mobiliarios emitidos por personas jurídicas domiciliadas que se genere a partir del 1° de enero de 2009, estará sujeta al siguiente régimen del Impuesto a la Renta:

a) Personas naturales domiciliadas: el Impuesto a la Renta se calculará aplicando la tasa de 6.25% sobre la ganancia obtenida (renta neta de capital). Para establecer la renta neta, se deducirá el 20% del importe total de la ganancia obtenida (con lo cual resulta una tasa efectiva de 5%). Si las personas naturales fueran habituales en la enajenación de valores mobiliarios (diez adquisiciones y diez enajenaciones en un ejercicio), el Impuesto a la Renta se calculará con la tasa de 30% sobre la renta neta de tercera categoría (actividad empresarial).

b) Personas jurídicas domiciliadas: el Impuesto a la Renta se calculará aplicando la tasa de 30% sobre la renta neta de tercera categoría (dentro de la cual se incluye la ganancia de capital derivada de la enajenación de valores mobiliarios).

c) Personas naturales y jurídicas no domiciliadas: el Impuesto a la Renta deberá determinarse con la tasa de 5% sobre el monto total de la ganancia obtenida (inciso h del artículo 56 de la Ley del Impuesto a la Renta) siempre que las transacciones que las originan se realicen en el país; en caso contrario se mantienen en 30% (para acreditar el costo de adquisición de los valores deducible para el cálculo de la ganancia, deberá seguirse el procedimiento de reconocimiento del capital invertido).

Las ganancias de capital de acciones transadas en la BVL u otro mecanismo de negociación se calcularán sobre la base del costo de adquisición del valor que será ajustado a la última cotización previo al 31 de diciembre de 2008. En otras palabras sólo se pagará impuesto a las ganancias de capital en dichas acciones sobre operaciones realizadas después del 1 de enero del 2009 y sobre la base de un costo ajustado de adquisición que se tomará sobre el último precio de dicha acción en el 2008.

Tratándose de bonos emitidos por oferta pública, el Impuesto a la Renta con las tasas antes mencionadas, será aplicable a partir del ejercicio 2009 sólo respecto de las ganancias de capital que se deriven de la enajenación de bonos emitidos a partir del 11 de marzo de 2007. Las ganancias de capital provenientes de la enajenación de bonos emitidos hasta el 10 de marzo de 2007, estarán inafectas permanentemente del Impuesto a la Renta (Segunda Disposición Complementaria y Transitoria del Decreto Legislativo N° 972), antes solo tenían una exoneración de impuestos hasta fines del 2008.

En el caso de ganancias de capital que se deriven de la enajenación de valores mobiliarios distintos a los bonos, las mismas estarán sujetas al Impuesto a la Renta a partir del 1° de enero de 2009, aún si los mencionados valores se hubieran emitido con anterioridad a la publicación del Decreto Legislativo N° 972. Aquellas que se deriven de la venta de bonos emitidos por el Gobierno y certificados de depósito del BCRP no estarán afectas a impuestos, mientras que en la actualidad sólo gozaban de una exoneración impositiva que expiraba a fines de 2008.

En resumen, en el caso específico de ganancias de capital se promulgó el Decreto Legislativo 972 que establece distintas tasas dependiendo de la naturaleza de la ganancia, el tipo de inversionista (persona natural o jurídica; domiciliado o no domiciliado), su habitualidad como inversor, y el emisor (público o privado).

La norma introduce una serie de problemas: (i) no promueve la transparencia, (ii) es compleja en su aplicación debido a las diferentes tasas por tipo de inversionista, (iii) no promueve el incremento del número de contribuyentes, (iv) no incrementa la recaudación en forma significativa ni en comparación con los gastos de implementación para SUNAT y (v) introduce distorsiones entre distintos instrumentos financieros.

La exoneración de las ganancias de capital en los bonos del Estado (soberanos) frente al 30% ó 5% de los bonos corporativos (una modalidad de financiamiento), va en desmedro de las empresas que quieran financiarse a bajo costo (los inversionistas preferirán bonos soberanos sin impuesto). Asimismo, para algunos inversionistas extranjeros verán que en el Perú se paga impuesto mientras que en otros países se exonera la compra de bonos y de acciones.

#### Impuesto a los Dividendos

Existe una retención en la fuente en el caso de dividendos y otras formas de distribución de beneficios pagados por empresas peruanas. Este impuesto asciende a 4.1% y se cobra cuando el dividendo se va a pagar a un accionista individual domiciliado o no domiciliado en el Perú o a una empresa no domiciliada. Las empresas domiciliadas no están afectas a esta retención en la fuente.

#### Impuesto a las Transacciones Financieras

El ITF es un impuesto que existe en diversas partes del mundo y es una herramienta que sirve a la Administración Tributaria para obtener información respecto de las operaciones económicas realizadas por los contribuyentes.

En Sudamérica países como Brasil, Argentina, Colombia y Venezuela aplican en la actualidad este impuesto, gravándose a través del mismo los movimientos de efectivo dentro del sistema financiero, así como determinados movimientos de dinero en efectivo fuera del citado sistema. El ITF se aplica sobre cualquier importe, independientemente del monto.

En el Perú el impuesto que grava los movimientos de efectivo dentro del sistema financiero, así como determinados movimientos de dinero en efectivo fuera del citado sistema. La tasa vigente es de 0,07% y se aplica sobre cada depósito y cada retiro efectuado desde una cuenta bancaria, salvo que esta se encuentre exonerada. Esta tasa ya tiene un cronograma de reducción y a partir del 1 de enero del 2009 disminuye a 0.06% y el 1 de enero del 2010 se fijará en 0.05%.

Entre otros, deben pagar el ITF:

- a) Los titulares de cuentas de depósito abiertas en el sistema financiero respecto de las acreditaciones de dinero en dichas cuentas o de los débitos que se efectúen con cargo a dichas cuentas, salvo que las mismas se encuentren exoneradas.

- b) Los sujetos que compren en efectivo cheques de gerencia, certificados bancarios, cheques de viajero u otros determinados instrumentos financieros.
- c) Los beneficiarios de las cobranzas realizadas por las entidades financieras.
- d) Los sujetos que ordenen los envíos de dinero mediante una Empresa del Sistema Financiero, Empresa de Transferencia de Fondo u otra persona o empresa de tercera categoría.

Se encuentran exonerados del impuesto los abonos en la cuenta por concepto de remuneraciones, pensiones y abonos por Compensación por Tiempo de Servicio (CTS), así como cualquier pago que se realice desde esas cuentas.

#### Tratamiento Impositivo de las AFPs y empresas de seguros

Es importante indicar también que los Fondos administrados por las AFPs no están afectos a impuestos a las ganancias de capital o a impuestos sobre los intereses percibidos. El mismo tratamiento tienen las empresas de seguros con respecto a los activos que respaldan sus reservas de vida y de pensiones de jubilación (rentas vitalicias).

#### Tratamiento Impositivo de los Fondos Mutuos

En el caso de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y Fondos de Inversión, empresariales o no, la Ley de Impuesto a la renta (artículo 14-A) indica que las utilidades, rentas o ganancias de capital serán atribuidas a los partícipes o inversionistas. Las tasas que aplican son aquellas que corresponden a cada tipo de inversionista en función del tipo de inversión, tal como se describe anteriormente.

Se aprecia que con respecto a los fondos mutuos existe una serie de problemas en el tratamiento tributario aplicable a sus inversionistas. Existen problemas tributarios vinculados a los siguientes aspectos: (a) Determinación de la renta atribuible y base de retención, (b) Procedimiento de retención, (c) Tratamiento de los dividendos, (d) Tratamiento de las diferencias de cambio, (e) Instrumentos Financieros Derivados y (f) Operaciones de reporte. El Comité de Fondos Mutuos de la Asociación de Bancos está trabajando en una propuesta detallada sobre todos estos temas que va a hacer llegar al MEF.

Se debe contemplar seriamente una modificación en las normas tributarias para buscar un esquema que sea de fácil aplicación donde se aplique una sólo tasa de retención sobre una base fija (baja) y donde el fondo mutuo, y no el inversionista, sea el contribuyente.

En lo que se refiere a la oportunidad de retención de dividendos existe un problema ya que no todos los fondos están aplicando una política uniforme. Se debe propiciar que se retenga el impuesto en el momento en que el fondo perciba los dividendos y no cuando las rentas se distribuyan a los partícipes. Asimismo, hay problemas en el tratamiento de las diferencias de cambio al no ser claro si éstas constituyen rentas gravadas.

El tratamiento tributario de los instrumentos financieros derivados también presenta dudas en el caso de los fondos mutuos. La legislación actual indica que los ingresos provenientes de estas operaciones califican como rentas para las personas jurídicas desde el 2007, para las personas naturales desde el 2009 y no constituyen renta para los no domiciliados. ¿Qué ocurre en el caso de los fondos mutuos? También existe una imprecisión en el caso del tratamiento de las operaciones de reporte y con respecto a las reglas sobre precios de transferencia a los fondos (sería conveniente una norma precisando que no son aplicables).

#### Tratamiento Impositivo de los Fideicomisos

En el caso de fideicomisos, la Ley de Impuesto a la Renta establece que dicho impuesto se establece en función del tipo de fideicomiso (Artículo 14-A).

### 1. Fideicomiso Bancario

Las utilidades, rentas o ganancias de capital que se obtengan de los bienes y/o derechos que se transfieran en fideicomiso al amparo de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Ley N°26702, serán atribuidos al fideicomitente.

El fiduciario será responsable solidario del pago del Impuesto, en su calidad de administrador del patrimonio fideicometido, de conformidad con lo dispuesto por el artículo 16° del Código Tributario. Tal responsabilidad no podrá exceder el importe del Impuesto que se había generado por las actividades del negocio fiduciario.

### 2. Fideicomiso de Titulización

Tratándose del Fideicomiso de Titulización a que se refiere la LMV, las utilidades, rentas o ganancias de capital que generen serán atribuidas a los fideicomisarios, al originador o fideicomitente o a un tercero, si así se hubiera estipulado en el acto constitutivo.

### 3. Fideicomisos en Garantía

Los Fideicomisos de Garantía por los cuales se constituya un patrimonio fideicometido que sirva de garantía del cumplimiento del pago de valores, de créditos o de cualquier otra obligación de conformidad con las leyes de materia tienen un tratamiento tributario especial. En estos casos, la transferencia fiduciaria no tendrá efectos tributarios, el fideicomitente continuará considerando en su activo el valor de los bienes y/o derechos transferidos y el Impuesto a la Renta que generen será de su cargo.

Excepcionalmente, en los Fideicomisos en Garantía la transferencia fiduciaria será tratada como una enajenación, siendo el Impuesto de cargo del fideicomitente cuando: (i) se ejecute la garantía, desde el momento de dicha ejecución; o (ii) se produzca cualquiera de las situaciones previstas en el inciso c) del numeral 3) del presente que básicamente se refieren a que al momento de extinguirse el plazo del fideicomiso los bienes y derechos fideicometidos no retornaran al fideicomitente, en cuyo caso se tiene que recalcular el impuesto a la renta.

No se otorga el tratamiento de Fideicomiso en Garantía establecido en este numeral a aquel Patrimonio Fideicometido constituido con flujos futuros de efectivo. En estos casos, la condición de contribuyente y los efectos de la transferencia fiduciaria se sujetarán a las disposiciones establecidas en los numerales 1), 2) ó 3) de este artículo, según corresponda.

### Impuesto temporal a los activos netos

En el Perú también existe un impuesto temporal a los activos netos (ITAN) que es complementario al impuesto a la renta y aplica sólo a las personas jurídicas (empresas). El primer S/ 1'000,000 en activos está sujeto a una tasa nominativa de 0% y de allí en adelante tiene una tasa de 0.5 por ciento que se reduce a 0.4 por ciento a partir del 1 de enero del 2009. Este impuesto es a cuenta del impuesto a la renta: si el cálculo del impuesto a la renta resulta inferior a lo pagado a través del ITAN, este último monto es el que vale. Si el cálculo del impuesto a la renta es superior al ITAN, dicho monto es el que aplica. Este impuesto se estableció originalmente el 21/12/2004 mediante la Ley N° 28424. El ITAN está dirigido a

aqueellos contribuyentes que son generadores de renta de tercera categoría sujetos al régimen general del Impuesto a la Renta y se aplica sobre los activos netos al 31 de diciembre del año anterior.

El ITAN tiene sus antecedentes en los ya fenecidos y/o inconstitucionales; Impuesto Mínimo a la Renta, Impuesto Extraordinario a los Activos Netos y el Anticipo Adicional del Impuesto a la Renta. El impuesto último que le antecedió al ITAN fue el denominado Anticipo Adicional del Impuesto a la Renta, que más tarde fuera declarado inconstitucional. Entendemos que su inconstitucionalidad, pese a ser remota, es factible de ser eventualmente invocada, debido a que al hacer el pago a cuenta del Impuesto a la Renta acreditable contra el ITAN, lo que la empresa estaría abonando al fisco ya no constituiría un impuesto sobre los activos, sino un adelanto del Impuesto a la Renta.

Consideramos inadecuado señalar como beneficio derivado de la aplicación del ITAN la erradicación tanto de la elusión como de la evasión del Impuesto a la Renta, no solamente porque objetivos como el mencionado sólo pueden alcanzarse como resultado de una reestructuración integral del sistema tributario y no de la aplicación de medidas tributarias oportunistas y de corta duración, sino también atendiendo a la finalidad del Impuesto - aspecto ya explicado en los párrafos precedentes - ya que el ITAN se aparta de la afectación del resultado gravable de una empresa para recaer únicamente en los activos netos de la misma, siéndole indiferente si se obtiene renta o no.

#### Convenios de doble imposición.

La doble imposición es un fenómeno que aparece cuando una misma persona (natural o jurídica) es sometida a imposición en dos (o más) Estados distintos, por una misma renta, por el mismo período de tiempo y por el mismo impuesto. La doble o múltiple tributación se presenta cuando dos o más países consideran que les pertenece el derecho de gravar una determinada renta. En esos casos, una misma ganancia puede resultar gravada por más de un Estado. Los Estados para enfrentar y resolver los casos de doble imposición internacional celebran acuerdos o convenios para regular esta situación.

Estos convenios contemplan no sólo las reglas que usarán para evitar la doble imposición sino también los mecanismos para que se dé la colaboración entre las Administraciones Tributarias a fin de detectar casos de evasión fiscal. Mediante el uso de los convenios, los Estados firmantes renuncian a gravar determinadas ganancias y acuerdan que sea sólo uno de los Estados el que cobre el impuesto o, en todo caso, que se realice una imposición compartida, es decir, que ambos Estados recauden parte del impuesto total que debe pagar el sujeto.

Es práctica común que en la mayoría de los sistemas tributarios se prevean mecanismos que tienden a atenuar (sino a eliminar) la doble imposición. Dichos mecanismos se clasifican en dos grupos: (i) Los mecanismos unilaterales, que consisten en el otorgamiento de un crédito tributario que reconoce el impuesto pagado en el exterior, aunque sujeto a ciertos límites; y (ii) Los mecanismos bilaterales reflejados en la firma de convenios para evitar la doble imposición internacional.

En el Perú, se aplican los dos mecanismos para evitar la doble imposición internacional. Con respecto a los mecanismos unilaterales, el literal e) del artículo 88° del Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto a la Renta<sup>49</sup> establece un crédito por dichos impuestos abonados en el exterior obtenido por rentas de fuente extranjera, siempre que no excedan del importe que resulte de aplicar la tasa media del contribuyente sobre las rentas obtenidas en el extranjero, ni el impuesto efectivamente pagado en el exterior. Con respecto a los mecanismos bilaterales, cabe mencionar que el Perú tiene vigentes Convenios

---

<sup>49</sup> Cuyo Texto Único Ordenado (TUO) fue aprobado por el Decreto Supremo N° 179-2004-EF, publicado el 8.12.2004 y normas modificatorias

para evitar la doble imposición tributaria y prevenir la evasión tributaria con los países miembros de la Comunidad Andina y con un grupo pequeño de terceros países.

En el caso de los convenios dentro del marco de la Comunidad Andina, estos se rigen por la Decisión 40 y la Decisión 578.<sup>50</sup> En dichas decisiones se establece que independientemente de la nacionalidad o domicilio de las personas, las rentas de cualquier naturaleza que éstas obtuvieren, sólo serán gravables en el País Miembro en el que tales rentas tengan su fuente productora, salvo los casos de excepción previstos en la Decisión 578. Los demás Países Miembros que, de conformidad con su legislación interna, se atribuyan potestad de gravar las referidas rentas, deberán considerarlas como exoneradas, para los efectos de la correspondiente determinación del impuesto a la renta o sobre el patrimonio. Se indica también que ningún País Miembro aplicará a las personas domiciliadas en los otros Países Miembros, un tratamiento menos favorable que el que aplica a las personas domiciliadas en su territorio, respecto de los impuestos que son materia de la Decisión 578.

Los otros convenios han sido firmados con Canadá, Chile, y Suecia (denunciado por dicho país y por el momento no vigente). Se están negociando convenios con los siguientes países: Francia, Italia, Reino Unido, Suecia, Suiza y Tailandia. Se han remitido al Congreso del Perú para su aprobación los Convenios con España y Brasil.<sup>51</sup> Los convenios distintos de aquellos suscritos en el marco de la Comunidad Andina se basan en el *Model Tax Convention on Income and Capital* de la OECD. En líneas generales este modelo establece que las rentas e ingresos se gravan en el país donde se generan, con ciertas excepciones. Esto aplica también para los impuestos sobre intereses y ganancias de capital en instrumentos financieros. Se busca evitar la doble tributación.

No se dispone de información sobre la magnitud de la doble tributación generada en el Perú ya que en las declaraciones juradas del Impuesto a la Renta sólo se consigna el crédito máximo aplicado contra el Impuesto a la Renta peruano, información que no necesariamente coincide con la relativa a doble imposición. Los mecanismos para evitar la doble imposición requieren de medidas normativas y acuerdos (unilaterales o bilaterales) y no de acciones que dependan de la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (SUNAT) que es la entidad recaudadora de impuestos, la cual tiene por objetivo administrar los tributos regulados por el marco tributario nacional e internacional vigente.

### Conclusiones

Las modificaciones recientes en los impuestos sobre intereses y ganancias de capital en inversiones en valores mobiliarios que entrarían a operar en pleno a partir del 1 de enero del 2009 pueden ser bastante negativas para el desarrollo del todavía incipiente mercado de valores. También introducen una serie de distorsiones debido a la serie de asimetrías que se estarían generando. Si lo que se quiere es promover una democratización de los mercados de valores no hace ningún sentido que se castigue la habitualidad con un impuesto de 30% sobre las ganancias y por otro lado no se permita compensar las pérdidas.

Los principales argumentos a favor de gravar con Impuesto a la Renta las ganancias de capital, intereses de valores mobiliarios e intereses sobre depósitos son:

---

<sup>50</sup> La Decisión 40 aprueba el Convenio para evitar la doble tributación entre los Países Miembros y del Convenio Tipo para la celebración de acuerdos sobre doble tributación entre los Países Miembros y otros Estados ajenos a la Sub-región y la Decisión 578 se refiere al Régimen para evitar la Doble Tributación y Prevenir la Evasión Fiscal.

<sup>51</sup> Los textos de los convenios suscritos por el Perú y vigentes a la fecha, se encuentran a su disposición en el Portal del Ministerio de Economía y Finanzas ([www.mef.gob.pe/ESPEC/Convenios\\_DT2.php](http://www.mef.gob.pe/ESPEC/Convenios_DT2.php)).

- a) Se promovería una mayor equidad en la política tributaria. Las autoridades tributarias indican que en el Perú solo un número reducido de personas naturales pagan usualmente la tasa correspondiente al tramo más alto del Impuesto a la Renta.
- b) Se contribuiría a eliminar tratamientos especiales del sistema tributario que, lamentablemente, no son la excepción en el Perú. Esto asimismo ayudaría a reducir los costos de administrar el sistema tributario.
- c) Se facilitaría la reducción de la elusión de impuestos que se produce cuando se maneja estratégicamente la materialización de pérdidas. Por ejemplo, inventando transacciones bursátiles que tienen como propósito principal eludir impuestos.

Los principales argumentos a favor de mantener la exoneración del Impuesto a la Renta sobre las ganancias de capital obtenidas en la BVL, los intereses de valores mobiliarios y los intereses sobre los depósitos bancarios son los siguientes:

- a) Consideraciones de eficiencia económica justifican mantener la exoneración a las ganancias de capital. Con ello, se evitaría distorsionar la asignación de recursos intertemporales y reducir las tasas de equilibrio del ahorro, la inversión, el stock de capital y los salarios. Asimismo, de mantenerse la exoneración, no se incrementarían los costos de transacción.
- b) Se evitaría la doble tributación, al gravar los ingresos cuando se generan y cuando rinden al invertirse en acciones, bonos o depósitos bancarios. Más aún, hay un segundo tipo de doble tributación en el caso de las acciones de sociedades anónimas. El flujo de caja neto descontado que genera una empresa determina el valor de su acción. Éste ya es gravado por el Impuesto a la Renta. Cuando se gravan las ganancias de capital en bolsa, la fuente original de valor tributaría doblemente.
- c) Se reduciría el atractivo del mercado bursátil como una alternativa de ahorro para las personas naturales, justamente cuando la BVL está concentrando sus esfuerzos, con éxito, en conseguir que más personas naturales participen en el mercado.
- d) Se produciría el denominado efecto *lock-in*, es decir, el incentivo a no materializar ganancias de capital para evitar tributar sobre ellas. Así, no se concretarían o se postergarían más de lo conveniente algunas transferencias de activos que son socialmente eficientes.

### **III. BARRERAS DE ENTRADA/SALIDA AL MERCADO Y ANALISIS DE LOS COSTOS DE TRANSACCION Y OPERACIÓN EN EL MERCADO DE CAPITALES**

#### **A. Barreras de Entrada/Salida al Mercado**

En el Perú no existen barreras de entrada y salida al mercado de valores, distintas a aquellas que son típicas en cualquier mercado desarrollado que está bien regulado y supervisado. Si un grupo de personas desea constituir una sociedad para constituir una bolsa de valores, una caja de valores y de liquidaciones, una sociedad intermediaria o una SAFM o fondos de inversión lo puede hacer siempre y cuando cumpla con los requisitos que para estos efectos se establecen en la legislación pertinente y regulaciones complementarias. No existen diferencias entre nacionales y extranjeros en este respecto.

Con respecto a barreras de entrada para la compra y venta de instrumentos financieros, los inversionistas extranjeros están sujetos a las mismas normas que los inversionistas domésticos con respecto a las inversiones que quieran realizar en instrumentos financieros en el Perú. Como ya se indicó no hay restricciones a la entrada o salida de capitales de ningún tipo, incluyendo obligación de inscribirse en alguna entidad regulatoria, de pedir autorización de algún ente público o tener que invertir en un plazo mínimo para evitar algún impuesto o limitación a la transferencia de fondos al exterior.

## B. Costos de Operar o Emitir Valores en el Mercado de Capitales.

Es difícil hacer una comparación detallada de las tarifas de distintas bolsas o mercados de valores debido a que hay una gran diversidad en cuanto a la estructura y tamaño de los mercados, esquemas de fijación de tarifas, y variedad de productos y servicios que se ofertan.

El reciente Reporte de Estabilidad Financiera del BCRP incluye un análisis de los costos de emisión de instrumentos de deuda en el mercado peruano, considerando distintos tamaños de emisión de bonos a 5 años de plazo.<sup>52</sup> Se consideraron cuatro tamaños de emisión (US\$ 5, US\$ 10, US\$ 20 y US\$ 50 millones). Los cálculos se incluyen en el Cuadro 3.1. Como era de esperar el reporte concluye que los costos de emisión como porcentaje del monto total emitido disminuyen a medida que aumenta el tamaño de la emisión, debido al impacto de los costos fijos: estructuración, gastos legales, calificadoras de riesgos, y representantes bursátiles, entre otros. El costo total para efectuar una emisión de US\$5 millones ascendía US\$ 113,170, lo que equivale al 2.26% de la emisión. Este porcentaje se reduce a 0.44% en el caso de una emisión de US\$ 50 millones.

Como es lógico debido a la importancia de los costos fijos, los costos de transacción en el mercado de valores peruano son relativamente altos para transacciones pequeñas y sólo se justificaría emisiones mayores a US\$ 10 millones (para empresas que ofrecen un riesgo conservador), lo cual limita el acceso de empresas medianas y pequeñas. Sólo será posible incrementar el número de emisores en la medida en que el mercado, la legislación o la normativa aplicable contribuyan a reducir los costos de transacción.

Sara Zervos en un estudio del Banco Mundial realizó un análisis comparativo de costos de emisión en Chile, México y Brasil en el 2004.<sup>53</sup> El estudio encontró que cada país tiene particularidades que origina diferencias en sus costos de emisión, tanto de instrumentos de deuda como de acciones, así como en términos de los distintos tipos o categorías de costos. Su estudio comparó los costos de emisión en estos tres países para un tamaño de emisión de US\$ 100 millones. En el caso de una emisión de bonos, el estudio encontró que el menor costo de emisión lo tenía México con 1.18% del monto emitido, comparado con 2.39% en Brasil y 2.74% en Chile. Es interesante notar que los costos en el Perú para una emisión de US\$50 millones (la más grande que se analizó en el estudio del BCRP) son significativamente menores que en estos tres países de la región. La razón principal es el peso de los gastos de estructuración (bancos de inversión), que en esos tres países equivalía a más del 90% del costo mientras que en el Perú asciende a alrededor del 25% para una emisión grande. Considerando que en dichos países existen mucho más emisiones de deuda corporativa que en el Perú, se puede concluir que existen otros factores en el Perú, distintos a los costos, que representan las mayores trabas o desincentivos a las emisiones.

---

<sup>52</sup> BCRP (2007)

<sup>53</sup> Zervos, Sara (2004) "The Transaction Costs of Primary Market Issuance: The Case of Brazil, Chile and Mexico, World Bank Policy Research Paper 3424, Washington, D.C.

Cuadro 3.1: Costo de emisión de Bonos Corporativos en el mercado Peruano de Capitales (en US\$)

		Escala 1	Escala 2	Escala 3	Escala 4
<b>Supuestos</b>	Monto emisión	5 000 000	10 000 000	20 000 000	50 000 000
<b>Gastos de preparación de la emisión</b>	Estructuración	50 000	50 000	50 000	50 000
	Gastos legales	25 000	25 000	25 000	25 000
	Gastos registrales	1 014	1 014	1 014	1 014
	Impresión Prospecto Marco	1 449	1 449	1 449	1 449
<b>Gastos para efectuar la Oferta Pública Primaria</b>	Clasificadoras	20 000	20 000	20 000	20 000
	Comisión de colocación: 0.2%	10 000	20 000	40 000	100 000
	Otros gastos <sup>2</sup>	2 401	2 401	2 401	2 401
	Inscripción BVL: 0.0375%	1 875	3 750	7 500	18 750
	Inscripción Conasev <sup>1</sup>	1 085	1 085	1 085	1 085
	Publicación Resolución El Peruano	246	246	246	246
Inscripción CAVALI	100	100	100	100	
<b>Gasto anual de mantenimiento de la emisión</b>	Clasificadoras	20 000	20 000	20 000	20 000
	Representante bursátil <sup>4</sup>	14 000	14 000	14 000	14 000
	Conasev: 0.0035% mensual	2 100	4 200	8 400	21 000
	Representante de obligacionistas: 0,035% anual	1 7750	3 500	7 000	17 500
	BVL: 0.002% mensual	1 200	2 400	4 800	12 000
	CAVALI: 0,001% mensual <sup>3</sup>	1 200	1 200	2 400	3 600
<b>Costos totales</b>	Costo total de efectuar la emisión	113 170	125 045	148 795	220 045
	(En % de la emisión)	2.26%	1.25%	1.74%	0.44%
	Gasto anual de mantenimiento de la emisión	40 250	45 300	56 600	88 100
	(En % de la emisión)	0.81%	0.45%	0.28%	0.18%

1/ Corresponde al valor de 1 UIT (S/3 450) dividido entre un tipo de cambio de S7.3.18 por dólar

2/ Inscripción en Registro Público del Contrato de Emisión, impresión del Prospecto Marco Complementario, y publicación de Oferta Pública Primaria en diarios.

3/ Mínimo de US\$100 y máximo de US\$300

4/ Costo estimado del tiempo empleado por el personal asignado

Fuente: "Reporte de Estabilidad Financiera" del BCRP con información de CONASEV, BVL, CAVALI, etc.

Las cifras que se presentan en el cuadro reflejan el costo promedio de una emisión, pero existen otros factores que determinan los costos reales de una emisión y las diferencias en costos entre emisores. Uno de ellos es el nivel de riesgo de la empresa. El mercado de renta fija peruano se caracteriza por presentar una mayor concentración de negociación de bonos de categoría I<sup>54</sup>, los cuales incluyen las clasificaciones desde AAA hasta AA- que son las de menor riesgo. Los bonos de categoría II que incluyen las calificaciones A+, A y A- se negocian con un sobreprecio en términos de tasas de interés y han mostrado durante los últimos años un reducido volumen negociado. El mercado de emisiones con categoría III o más se encuentra prácticamente inactivo, porque no hay inversionistas institucionales que demanden emisiones con tal riesgo relativo.

Esto implica que cualquier emisor que quiere salir al mercado que no tenga la clasificación de riesgo adecuada requiere adquirir un "*credit enhancement*" con los costos que esto acarrea. Por ejemplo, para que una empresa de riesgo II pueda emitir exitosamente en el mercado, no sólo debe incrementar la tasa cupón de los bonos sino que además debe utilizar una serie de mecanismos para hacer más atractiva la emisión y disminuir su nivel de riesgo. Estas incluyen: (i) la titulización de flujos, (ii) la adopción de garantías específicas, (iii) el establecimiento de menores plazos y amortizaciones parciales y (iv) la obtención de garantías parciales o totales que protejan a terceros por incumplimiento (default).

Otro costo variable son las comisiones por estructuración, colocación, obtención de autorizaciones y la comisión por "*underwriting*" (cuando se ofrece). Estas comisiones varían en monto dependiendo de una

<sup>54</sup> De acuerdo con la clasificación establecida por la SBS en la resolución SBS-1053-99.

serie de factores: que tan grande es el cliente, que otros negocios le trae al estructurador/colocador (que en el Perú principalmente está asociado a un banco), grado de conocimiento de los negocios del cliente, entre otros. En el caso de "*underwriting*" un tercer agente, generalmente el agente colocador, a cambio de una comisión previamente pactada asume el compromiso de adjudicarse una parte o la totalidad de la emisión que no haya sido asignada a través del mercado de valores<sup>55</sup>. En ese sentido, la comisión para empresas de categoría de riesgo II será mayor que la de categoría I por la menor probabilidad de éxito de la colocación en el mercado de valores.

Otra variable adicional para disminuir el riesgo, es la disponibilidad de información acerca de la empresa emisora y el sector durante el tiempo de vigencia de la emisión. A pesar que la información sobre la emisión, operatividad y situación financiera de la empresa es detallada en el Prospecto Informativo exigido y supervisado por CONASEV, existen casos en los que los inversionistas institucionales se ven en la necesidad de incurrir en un mayor número de horas hombre a fin de mantener una evaluación y seguimiento permanente de la empresa, lo cual debe ser compensado con un incremento de la tasa de interés del valor a emitir. Esto ocurre en particular en el caso de nuevos emisores o de nuevos emisores en sectores que los analistas no siguen normalmente.

En cuanto a los costos vinculados a CONASEV, CAVALI y la BVL, el impacto de estos sobre los costos totales de emisión son relativamente bajos, como se aprecia en el cuadro anterior. Sin embargo, en la medida en que continúen las mejoras de rentabilidad y se aprovechen las economías de escala que trae el mayor volumen de negocios, se debería evaluar una reducción de tasas o tarifas de estas instituciones o por lo menos cierta racionalización, por ejemplo, estableciendo topes sobre ciertas tasas o fijarlas en términos de costos y no como porcentajes de una emisión o del monto transado como ocurre en muchos casos.

No es fácil demostrar que las tarifas son altas y es difícil hacer comparaciones internacionales, pero lo que es evidente es que estas no se han reducido a la par del fuerte incremento que ha habido en la negociación de valores en el mercado de capitales peruano desde principio de la década. Como resultado, estas tres instituciones muestran un incremento muy fuerte en sus superávits o utilidades, lo que es un indicador de que existe margen para reducir tarifas, tasas o comisiones para hacer más competitivo el mercado de capitales y promover su uso. Alternativamente, la BVL, CAVALI y CONASEV podrían acelerar la implementación de una serie de programas, tales como el desarrollo de un mercado de derivados y la difusión y promoción del mercado de valores para nuevos emisores, entre otros. Estas tres instituciones también podrían establecer condiciones promocionales que exoneren a nuevos emisores de las comisiones y tasas respectivas en los dos primeros años de ingreso al mercado. El impacto financiero de esta medida sobre los ingresos de estas tres instituciones sería mínimo, y estarían dando un importante mensaje al mercado.

En el caso de CONASEV en una sección anterior se incluyó un análisis de sus ingresos y gastos y de sus superávits en los últimos años donde se aprecia que la institución está acumulando importantes excedentes de caja que no puede utilizar por restricciones presupuestales. Considerando la evolución del mercado de capitales en el 2006 y el hecho de que CONASEV no ha recibido un presupuesto significativamente mayor al del 2006, el superávit del ejercicio va a estar muy por encima de la cifra del año pasado y continuará acumulando excedentes de caja. ¿No sería conveniente hacer un ajuste de tasas y tarifas y reducir los costos en el mercado, aún si una reducción de los costos de CONASEV de por sí no van a resultar en un crecimiento del mercado?

---

<sup>55</sup> Usualmente, el compromiso del colocador ha sido tomar la porción remanente no colocada de un emisor, existiendo pocos casos donde el "*underwriting*" se expresa como un compromiso a firme.

El Cuadro 3.2 muestra la evolución de algunos indicadores financieros de la BVL y de CAVALI donde se aprecia el fuerte incremento de sus ingresos operacionales y utilidades en los últimos 5 años como resultado del aumento en el número de emisiones y en el volumen negociado en el mercado peruano.

También se sugiere una liberación de las tarifas de la BVL y de CAVALI. En la actualidad las tarifas de estas instituciones tienen que ser aprobadas por CONASEV. No es claro que existan argumentos de fondo para que CONASEV tenga que preaprobar las tarifas. Esta aprobación previa de tarifas está normada en el artículo 145 de la LMV. En dicha ley no se precisan los criterios que utilizará el regulador para aprobar las tarifas propuestas por la BVL.

Cuadro 3.2: Evolución Indicadores Financieros de la BVL y de CAVALI  
(En millones de Nuevos Soles)

BVL	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (I sem)
<b>Ingresos brutos</b>	16.9	18.7	21.3	25.5	36.8	30.3
<b>Utilidad Neta</b>	7.5	6.9	6.2	14.8	24.0	20.4

CAVALI	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (I sem)
<b>Ingresos brutos</b>	10.5	20.2	11.4	15.4	27.7	25.5
<b>Utilidad Neta</b>	0.1	0.6	1.1	5.0	12.2	14.0

Fuentes: CONASEV y BVL.

Como indica Apoyo Consultoría en un informe preparado para la BVL sobre la materia, “la teoría económica moderna recomienda regular tarifas sólo en los casos de monopolio natural, situación que no corresponde a las características de un mercado centralizado de negociación como la BVL”.<sup>56</sup> Dicho informe también hace referencia a las crecientes condiciones de competencia que vienen enfrentando las bolsas de valores en el mundo, como resultado de la apertura e internacionalización de los mercados. Un informe complementario del Estudio Echeconpar también concluye “que la finalidad del artículo 145 es evitar que una empresa o entidad explote una posición de dominio en el mercado, mediante la fijación de precios que no podría establecer en una situación de competencia”.<sup>57</sup>

El informe de Apoyo sugería hacer una interpretación de la LMV mediante la cual las tarifas de la BVL (y de CAVALI) se consideren aprobadas de acuerdo al artículo 145 de la ley, salvo que a solicitud de parte (emisores, inversionistas, SAB y otros agentes del mercado) o de oficio, CONASEV inicie un proceso de revisión y análisis cuando se demuestre previamente que no existan condiciones competitivas en la provisión de determinado servicio. Se recomienda establecer este esquema regulatorio de tarifas, que para efecto práctico las liberaliza, pero deja al regulador la potestad de intervenir en aquellos casos en que se aprecia que no existe competencia en determinados casos.

Indistintamente de la liberalización de tarifas de la BVL y CAVALI, estas instituciones podrían contemplar la implementación de tarifas que tengan un componente fijo y otro variable, considerando topes, tarifas por programas, entre otros, para desincentivar que operaciones grandes se vayan a otros mercados que tienen costos de transacción más bajos. En el caso específico de los costos de negociación, las tarifas que cobran CAVALI, BVL y CONASEV son muy altas, con respecto a tasas en otros mercados, lo que promueve que los bancos y otros inversionistas institucionales como las AFPs hagan sus operaciones fuera de la BVL

<sup>56</sup> Apoyo Consultoría, (mayo 2004) “Propuesta de Regulación de Tarifas para los servicios que presta la Bolsa de Valores de Lima”. Informe Mimeo.

<sup>57</sup> Tovar, Javier (2004) “Consulta legal sobre aprobación previa de las tasas y tarifas de la Bolsa”.

por ser más económico. Los costos de transar en la BVL y a través de CAVALI, son mucho más altos que los costos en los mercados desarrollados donde varias empresas peruanas han listado sus acciones. Para inversionistas extranjeros o domésticos institucionales les es más conveniente negociar valores de esas empresas en Nueva York que en Lima debido a la estructura de tarifas. Lo mismo ocurre con instrumentos de renta fija. Considerando la evolución de la situación financiera de las tres instituciones y las favorables perspectivas de la economía peruana y del mercado de valores en los próximos años, habría espacio para ciertos ajustes.

El análisis de los costos de negociación muestra también que las comisiones de las SABs representan una parte importante del costo total. Si bien las comisiones de las respectivas SABs son libres y en teoría se fijan por la interacción de la oferta y la demanda, en la práctica es un mercado muy imperfecto con información limitada, lo que no permite que los pequeños y medianos inversionistas puedan comparar entre los costos de otros proveedores de servicio. Por ello se recomienda propiciar una mayor transparencia en cuanto a las estructuras de comisiones de las SABs y de las SAFMs por los servicios que prestan mediante la difusión de las respectivas comisiones. CONASEV debería suministrar al mercado cuadros comparativos de las comisiones que cobran las distintas instituciones, lo que promovería una mayor competencia en las respectivas industrias. El acceso a información similar a la que la SBS provee sobre los costos de crédito de los bancos y las tasas pasivas a los depositantes permitiría a los clientes de SABs y de SAFMs poder comparar las comisiones respectivas lo que redundaría en una mayor competencia en el mercado que llevaría a una reducción de costos.

#### **IV. PROPUESTA DE POLITICAS PARA QUE EL MARCO NORMATIVO SE APROXIME A ESTANDARES INTERNACIONALES**

Cómo se aprecia del análisis del marco normativo que enfrenta el mercado de capitales del Perú, éste se aproxima bastante a estándares internacionales.

##### **Marco Legal y Regulatorio**

En lo que se refiere al marco legal y regulatorio que norma las actividades del mercado de capitales en sí, incluyendo el funcionamiento de la BVL, CAVALI y de las sociedades intermediarias, éste si bien es susceptible de mejoras, como cualquier marco legal, no presenta grandes problemas que podrían impedir una consolidación o integración con otros mercados de la región. Existen temas puntuales de carácter regulatorio que se podrían mejorar, tales como: (i) dotar de mayor autonomía administrativa y financiera a CONASEV, (ii) fortalecer y modernizar el funcionamiento de CONASEV, (iii) mejorar el esquema de autorregulación de la BVL y CAVALI, (iv) reducir las duplicidades de funciones entre CONASEV, la SBS y la BVL, (v) mejorar la coordinación entre CONASEV y la SBS, (vi) implementar un esquema de certificación para los empleados de las SABs y (vii) desarrollar el marco regulatorio de los productos derivados, entre otros.

##### **Marco Contable y de Auditoria**

En el Perú el marco de normas contables y de auditoria se asemeja mucho a lo que podríamos considerar estándares internacionales. El Perú está entre aquellos países que han optado por armonizar sus normas contables con las emitidas por la IASB.

Como se mencionó en el Capítulo 2, al 31 de diciembre de 2007, el CNC ha aprobado la aplicación en el Perú de todas las normas vigentes a esa fecha a nivel internacional, excepto por las siguientes normas y que no tienen fecha estimada para su aprobación:

- a) NIIF 7 Instrumentos Financieros, Divulgaciones - Esta norma esta vigente a nivel internacional desde el 1 de enero de 2007 y no modifica ningún tratamiento contable, pero requiere divulgaciones detalladas sobre los instrumentos financieros de una entidad.
- b) NIC 1 Presentación de los Estados Financieros, modificada - que requiere divulgaciones sobre la gestión del capital de las entidades.
- c) CINIIF 8 Alcance de la aplicación de la NIIF 2, vigente a nivel internacional desde mayo del 2006.
- d) CINIIF 9 Evaluación de derivados incorporados, vigente a partir del 1 de junio de 2006.
- e) CINIIF 10 Reportes financieros intermedios y deterioro de activos, vigente a partir del 1 de noviembre de 2006.
- f) CINIIF 11 y NIIF2, Transacciones con acciones en tesorería, vigente a partir del 1 de marzo de 2007.

Asimismo, a nivel internacional se han aprobado diversas normas que deberán ser aplicadas en forma obligatoria a nivel internacional en el 2008, 2009 y 2010, pero que no han sido aún aprobadas en el Perú:

- a) NIIF 8 Segmentos operativos,
- b) NIC 23 Costos de préstamos, modificación
- c) CINIIF 13 Programas de fidelización para clientes
- d) CNIIF 14 y NIC 19 El límite de un activo para beneficios definidos, los requerimientos mínimos de fondeo y su interacción
- e) NIIF 3 Combinación de negocios y NIC 27 Consolidación.

Aparte de estas normas contables internacionales que todavía no aplican en el Perú y que conforman un grupo reducido, existen diferencias, en algunos casos bastante importantes, entre ciertas normas contables aplicadas a empresas reguladas por la SBS y las NICs/NIIFs. Como se aprecia, existe bastante convergencia entre las normas peruanas de contabilidad y las NIIFs, con excepción del marco normativo contable para empresas financieras y de seguros. Se espera que el CNC implemente a la brevedad los cambios para poner en vigencia aquellas normas de aplicación obligatoria a nivel internacional lo antes posible.

El Informe sobre el Cumplimiento de Normas y Códigos en Contabilidad y Auditoría (ROSC), realizado por el Banco Mundial en el año 2004, recomendó a la SBS armonizar los principios contables empleados por los bancos y las empresas aseguradoras en sus informes financieros con las NIIF. En el 2006 se elaboró un programa de armonización que ha previsto que la entrada en vigencia de las normas contables alineadas a las NIIF en su totalidad sea a más tardar en el 2011. Por lo tanto, la SBS está trabajando en la armonización de sus normas con los parámetros internacionales.

En lo concerniente a las auditorías, en el Perú rigen los pronunciamientos que emite la IFAC, denominadas NIA, las mismas que deben ser aplicadas en toda auditoría independiente que se realice en entidades siempre y cuando esté dirigido para expresar una opinión. En el Perú, tales NIA han sido adoptadas para el ejercicio profesional por los correspondientes órganos representativos de Contadores Públicos, por lo que constituye un requisito formal su observancia en todo trabajo profesional de auditoría independiente. IOSCO está evaluando si va a recomendar estas normas para uso generalizado a nivel mundial. No existe por lo tanto la necesidad de hacer cambios en las normas referidas a auditorías en el Perú ya que actualmente se ciñen a las que se podrían considerar prácticas o estándares internacionales.

En el Perú, las NIA deben ser aplicadas, en forma obligatoria, en la auditoría de estados financieros y deben aplicarse también, con la adaptación necesaria, a la auditoría de otra información y de servicios relacionados. En circunstancias excepcionales, un auditor puede juzgar necesario apartarse de una NIA

para lograr en forma más efectiva el objetivo de una auditoría. Cuando tal situación surge, el auditor deberá estar preparado para justificar la desviación.

### **Marco cambiario.**

A partir de principios de los noventa, el Perú reconstruyó su régimen monetario sobre la base de un sistema de libertad cambiaria que luego de la hiperinflación resultó en una dolarización del sistema financiero nacional ya que los agentes económicos optaron por el dólar como moneda para sus operaciones financieras y los bancos tenían, y tienen, plena libertad para ofrecer depósitos y préstamos en moneda nacional o moneda extranjera. Luego de más de diez años de relativa estabilidad de precios e incluso con el Nuevo Sol revaluándose con respecto al dólar, más de la mitad de los activos y pasivos del sistema financiero siguen denominados en dólares, aunque con una tendencia a la “solarización”. En el caso del Perú, el régimen de flotación ha permitido un ajuste gradual del tipo de cambio a los recientes choques externos.

El mercado cambiario es libre en el Perú y se rige por la oferta y la demanda. El mercado es unificado y completamente libre de restricciones sobre operaciones cambiarias vinculadas a adquisición de bienes y servicios o transacciones en la cuenta de capitales y para la apertura de cuentas bancarias. No existe obligación para convertir a moneda local los aportes provenientes del exterior ni los flujos generados por la actividad empresarial. Existe libre acceso a las divisas y total libertad para mantener depósitos en el exterior. Está reconocido el derecho del inversionista extranjero a transferir al exterior sus utilidades y dividendos, las regalías derivadas del uso de las licencias y tecnología y el producto de la liquidación parcial o total de su inversión, utilizando el mejor tipo de cambio que ofrezca el mercado. Las remesas al exterior se realizan libremente a través del sistema financiero.

En este contexto, no se considera que sea necesaria ninguna modificación en el marco cambiario del Perú para aproximarlos a estándares internacionales.

### **Marco sobre movimiento de capitales.**

Los distintos gobiernos del Perú desde principios de la década de los noventa se mantienen firmemente comprometidos con un régimen económico con libertad de comercio y con el libre movimiento de capitales y de las operaciones de cambio. El marco legal fue cambiado para promover la inversión nacional y extranjera, brindando garantías y asegurando el libre movimiento de los capitales. Esto implica tener una economía abierta y comprometida en el proceso de globalización, plena libertad en los movimientos de capital y un marco de inversiones basado en principios internacionales, estable, y previsible.

En conclusión, no existen barreras directas o prohibiciones a la entrada o salida de capitales del Perú, tanto para inversiones de portafolio como inversiones directas en empresas. Este marco no requiere que los inversionistas, tanto nacionales o extranjeros, implementen mecanismos de elusión y no hay ningún costo implícito vinculado a estas políticas ya que no establecen barrera alguna al libre movimiento de capitales en el país.

Existen algunas regulaciones que pueden considerarse controles indirectos sobre los flujos de capital que buscan desincentivar o modificar la composición de ciertos flujos de capitales del exterior, pero no se considera que dichas medidas puedan tener un impacto sobre una posible consolidación de mercados bursátiles o convergencia regulatoria, ya que afectan más los flujos de capital entre instituciones financieras y no la entrada y salida de inversiones en los mercados de capital.

## Marco Tributario

El marco tributario del Perú era bastante favorable para los inversionistas bursátiles debido a las exenciones sobre impuesto a la renta de las ganancias de capital en instrumentos de renta variable y renta fija y a los intereses de papeles negociados en la BVL.

En caso se aplique el nuevo marco tributario que entraría en vigencia a partir del 1 de enero del 2009 se presentarían una serie de problemas ya que: (i) no promueve la transparencia, (ii) es complejo en su aplicación debido a las diferentes tasas por tipo de inversionista, (iii) no promueve el incremento del número de contribuyentes, (iv) no incrementa la recaudación en forma significativa ni en comparación con los gastos de implementación para SUNAT y (v) genera distorsiones entre distintos instrumentos financieros. Asimismo, en el caso de las ganancias de capital, grava las ganancias de capital brutas y no las netas, ya que no permite deducir las pérdidas en inversiones en acciones.

El impuesto a las ganancias de capital promulgado por el gobierno, que empezará a aplicarse el 1 de enero del 2009, es asimétrico, grava a las ganancias de capital brutas y no distingue entre acciones líquidas e ilíquidas. Es decir, ignora el fundamento principal de los impuestos a las ganancias de capital al no diferenciar el tratamiento tributario de rentas y utilidades.

Por otro lado, no se toma en consideración lo que viene ocurriendo en otros países de la región con respecto al tratamiento impositivo de los valores mobiliarios. Se debe evitar implementar un marco impositivo que incentive a los inversionistas, tanto domésticos como extranjeros, a irse a otros mercados donde se desgrava ciertos ingresos.

Las principales consideraciones del Gobierno deben ser la neutralidad tributaria entre los distintos instrumentos y evitar desincentivar el desarrollo del mercado de capitales si se establece un esquema impositivo menos favorable de los que se están implementando en otros países de la región. Con respecto a la neutralidad tributaria, si existe la decisión política de no gravar con impuesto a la renta a los intereses de los depósitos en el sistema financiero, tampoco se debería gravar los intereses de ningún tipo de bono, pagaré o deuda comercial del sector privado o del sector público. En ese caso tampoco haría sentido gravar las ganancias de capital sobre acciones, lo que de por sí es un tema muy controversial ya que se aduce que poner un impuesto sobre las ganancias de capital implica una doble tributación ya que estas se generan como resultado del flujo futuro de ingresos netos de las empresas.

Levantar las exoneraciones existentes puede traer como consecuencia un efecto negativo adicional de disminuir el interés de inversionistas extranjeros por valores peruanos, trasladándose el mismo hacia valores de otros países de la región. Una de las maneras de atraer flujos de capital extranjero es brindando beneficios tributarios que permitan a los inversionistas obtener mayores ganancias sobre su capital. Esto es aún más importante si otros países de la región tienen tratamientos preferenciales a las ganancias de capital de inversionistas extranjeros.

En el caso del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) se debería establecer una tasa cero para el mismo, manteniendo la obligación de las instituciones financieras de proveer la información sobre las transacciones que, supuestamente, ayuda a la SUNAT en la identificación de posibles evasores de impuestos.

## Barreras de Entrada/Salida al Mercado.

En el Perú no existen barreras de entrada y salida al mercado de valores, distintas a aquellas que son típicas en cualquier mercado desarrollado que está bien regulado y supervisado. Si un grupo de personas desea constituir una sociedad para constituir una bolsa de valores, una caja de valores y de liquidaciones, una sociedad intermediaria o una SAFM o fondos de inversión lo puede hacer siempre y cuando cumpla con los requisitos que para estos efectos se establecen en la legislación pertinente y regulaciones complementarias. No existen diferencias entre nacionales y extranjeros en este respecto.

Con respecto a barreras de entrada para la compra y venta de instrumentos financieros, los inversionistas extranjeros están sujetos a las mismas normas que los inversionistas domésticos con respecto a las inversiones que quieran realizar en instrumentos financieros en el Perú. Como ya se indicó no hay restricciones a la entrada o salida de capitales de ningún tipo, incluyendo obligación de inscribirse en alguna entidad regulatoria, de pedir autorización de algún ente público o tener que invertir en un plazo mínimo para evitar algún impuesto o limitación a la transferencia de fondos al exterior.

## BIBLIOGRAFÍA

- [1] Aliaga, Jeannette (2006) "Conflictos de Intereses en la Bolsa de Valores Desmutualizada: El Caso de La Bolsa Peruana" CONASEV. Documento de Trabajo (traducido del inglés).
- [2] Armas, A., F. Grippa y Z. Quispe (2001). "De metas monetarias a metas de inflación en una economía con dolarización parcial: el caso peruano". Estudios Económicos No. 7, Banco Central de Reserva, Lima.
- [3] Apoyo Consultoría (2004) "Propuesta de Regulación de Tarifas para los servicios que presta la Bolsa de Valores de Lima", Informe preparado para la BVL, Borrador Mimeo.
- [4] Arrau, Patricio (2001) "El Mercado de Capitales Chileno: Un Necesario Big-Bang para el Crecimiento". En H. Beyer y R. Vergara (eds), ¿Qué Hacer Ahora? Propuestas para el Desarrollo, Santiago, Centro de Estudios Públicos (CEP).
- [5] Banco Central de Reserva del Perú (2008) Circular No. 004-2008-BCRP Disposiciones de Encaje de Moneda Extranjera", 4 de enero, Lima, Perú.
- [6] Banco Central de Reserva del Perú (2007), "Reporte de Estabilidad Financiera, Junio, Lima, Perú.
- [7] Bank for International Settlements (1999), "Securities Lending Transactions: market development and implications", CPSS Publications No 32.
- [8] BCC y Asociados (2004) "Estudio sobre Emisión de acciones y bonos para medianas y pequeñas empresas: titulación de bonos y reducción de costos de transacción".
- [9] BID/FOMIN (2005) "Colombia: Inserción de Nuevas Empresas en el Mercado de Capitales, Memorando de Donantes.
- [10] Bolsa de Valores de Lima (2006) "Impacto de levantar las exoneraciones al impuesto a la renta sobre las ganancias de capital, intereses de valores mobiliarios y a los intereses sobre depósitos, sobre el mercado de valores y el país en general".
- [11] Bolsa de Valores de Lima (2007) "Memoria Anual 2006".
- [12] Cabello, Alfredo; Guicela Melgarejo, Samuel Mongrut y Michael Villanueva (2006) "Las Agencias Clasificadoras de Riesgo en el Perú: Análisis y Evaluación de su Rol". Centro de Investigaciones de la Universidad del Pacífico (CIUP)
- [13] Caipo, Oscar (2007) "El Rol de IPAI en el Proceso de Armonización Contable", KPMG, Presentación Powerpoint en Seminario de la SBS en mayo de 2007.
- [14] Carmichael, Jeffrey; Fleming, Alexander and Llewellyn, David; Editors (2004) "Aligning Financial Supervisory Structures with Country Needs", World Bank.
- [15] CAVALI (2007) "Memoria Anual 2006"

- [16] Cirasino, Máximo; García, Jose Antonio; Guadañillas, Mario y Montes-Negret, Fernando (2007) “Reforming Payments and Securities Settlement Systems in Latin America and the Caribbean”, The World Bank.
- [17] Clarke & Asociados (2007), “Análisis del Mercado de Capitales de Perú”. Mimeo Borrador. Estudio comisionado por la Corporación Andina de Fomento (CAF).
- [18] COFIDE (2006) “El capital de riesgo como posible solución a los problemas de financiamiento de las micro y pequeñas empresas peruanas”.
- [19] Comunidad Andina (1971). “Decisión 40: Aprobación del Convenio para evitar la doble tributación entre los Países Miembros y del Convenio Tipo para la celebración de acuerdos sobre doble tributación entre los Países Miembros y otros Estados ajenos a la Subregión”.
- [20] Comunidad Andina (2004). “Decisión 578: Régimen para evitar la Doble Tributación y Prevenir la Evasión Fiscal”.
- [21] CONASEV (2007) “Memoria Institucional 2006”.
- [22] CONASEV (s/f), Circulares, Resoluciones y Reglamentos varios referidos al mercado de valores, las sociedades intermediarias, las Sociedades Administradoras de Fondos y las Titulizadoras.
- [23] Consejo Nacional de la Competitividad (2003) “Sistema Financiero y Mercado de Capitales”.
- [24] Daske, Holger; Hail, Luzi; Leuz, Christian; and Verdi, Rodrigo (2007) “Mandatory IFRS Reporting Around the World: The Early Evidence on the Economic Consequences”, The Initiative on Global Markets, Working Paper No. 12, The University of Chicago Graduate School of Business, Chicago, Illinois.
- [25] De la Torre, Augusto; Juan Carlos Gozzi y Sergio Schmukler (2006) “Capital Market Development: Whiter Latin America”. Banco Mundial.
- [26] De la Torre, Augusto; y Sergio Schmukler (2006) “Emerging Capital Markets and Globalization: The Latin American Experience”. Co-publication of World Bank and Stanford University.
- [27] Dowers, Kenroy y Masci, Pietro, editors (2003) “Focus on Capital: New Approaches to Developing Latin American Capital Markets”, Inter-American Development Bank.
- [28] Engel, Eduardo y Alexander Galetovic (2000). “¿Qué hacer con los Impuestos a las Ganancias de Capital?”. Estudios Públicos 79. Universidad de Chile.
- [29] Ernst & Young (2007) “Business & Investment Guide – Peru”, Web Page.
- [30] Estudio Rebaza, Alcázar y De las Casas (2006) “Estudio de Investigación sobre el marco regulatorio de los fondos de capital de riesgo”.

- [31] Gomez Soto, Denise (2004) “Hacia el 2005: La Convergencia de Normas Contables”, Investigadora del Consejo Mexicano para la Investigación y Desarrollo de Normas de Información Financiera (CINIF), Borrador.
- [32] Grupo Consultivo Sector Financiero (Febrero 2003). “Competitividad y el Mercado de Capitales en el Perú”. Consejo Nacional de Competitividad, Foro Nacional de Competitividad.
- [33] Hüpkes, Eva; Marc Quintyn y Michael Taylor (2006) “Accountability Arrangements for Financial Sector Regulators”. Fondo Monetario Internacional.
- [34] International Finance Corporation, “The development of a Secondary Mortgage Market facility in Peru”, Draft report, September 1999.
- [35] Iglesias, Augusto (2004) “La regulación de las inversiones de los fondos de pensiones en América Latina”, PrimAmérica Consultores, Presentación en el Seminario Internacional “Inversión de los Fondos de Pensiones”, organizado por FIAP.
- [36] Instituto Pacífico (2007) “Normas Internacionales de Información Financiera NIIF’s (Antes NIC’s) e Interpretaciones SICs, Comentarios y Casuística”, Revista de Investigación y Negocios: Actualidad Empresarial, Lima, Perú
- [37] Instituto Peruano de Economía (2006) “Potencial Eliminación de las Exoneraciones del IR Sobre las Ganancias de Capital en Acciones Transadas en la Bolsa de Valores de Lima”.
- [38] International Organization of Securities Commissions (2003a) “Objectives and Principles of Security Regulation”.
- [39] International Organization of Securities Commissions (2003b) “Metodología para Implantar los Principios de la OICV para la Regulación de los Mercados de Valores”.
- [40] International Organization of Securities Commissions (2008) “IOSCO Statement on International Auditing Standards”, Media Release, Tokyo, November 2007.
- [41] Laserna, Juan Mario (2007) “Regulación de Fondos de Pensiones”, Presentación, Banco de la República de Colombia.
- [42] Lefort, Fernando, (2005). Aspectos Generales de la Autorregulación del Mercado de Valores y su Aplicación al Mercado de Capitales Chileno. Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, Documento de Trabajo N°7, Julio.
- [43] Macroconsult (2002) “Desarrollo del Mercado de Emisiones de Deuda para Empresas Medianas”.
- [44] Macroconsult y Grupo Consultivo (2003) “Competitividad y el Mercado de Capitales en el Perú”, Preparado para el Consejo Nacional de Competitividad.
- [45] Macroconsult (2004) “Desarrollo de Mecanismos que Faciliten el Acceso de Nuevos Emisores al Mercado de Valores”.

- [46] Mathieson, Donald; Roldos, Jorge; Ramaswamy, Ramana y Ilyina, Anna (2005) “Emerging Local Securities and Derivatives Markets”, International Monetary Fund.
- [47] Ministerio de Economía y Finanzas (2001) “Acceso a Financiamiento a Través de Mercado de Valores”. Mimeo.
- [48] Morris, Felipe y Muñoz, Italo (2000) “La Reforma del Mercado de Capitales” en el libro “La Reforma Incompleta” editado por Roberto Abusada, Fritz Du Bois, Eduardo Morón y José Valderrama, Universidad del Pacífico y Instituto Peruano de Economía, Lima, Perú.
- [49] Morris, Felipe (2005) “Agenda priorizada de reformas o tareas pendientes en la administración pública del Perú al 2005” “Regulación del Mercado Financiero y de Capitales”. Proyecto Crecer. Mimeo
- [50] Morris, Felipe; Secada, Pablo y Tovar, Javier (2008) “Análisis y Propuesta de Modernización del Mercado de Capitales del Perú”. Documento de Trabajo no publicado.
- [51] Musalem, Alberto (2004) “Ahorro Contractual y Mercado de Capitales”. Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones.
- [52] OECD (2004) “Model Tax Convention on Income and on Capital”.
- [53] Perú, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros (Ley 26072 promulgada el 06-12-96 y concordada).
- [54] Perú, Texto Unico Ordenado de la LMV (Decreto Legislativo No. 861 y modificaciones a través de Ley No. 27649).
- [55] Perú, Texto Unico Ordenado de la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras (Decreto Legislativo No. 862 y modificaciones a través de Ley No. 27641).
- [56] PrimAmérica Consultores (2005) “Análisis Comparativo de la Regulación sobre las Inversiones que respaldan el Patrimonio de las Entidades Aseguradoras de Vida”, Estudio Privado, Mimeo
- [57] Revista Valores, Mayo 2006 Entrevista a Isabel Pastor de la Comisión Nacional de Mercado de Valores de España
- [58] Ríos, Maria Luz (2007) “Proceso de Armonización de Normas Contables de la SBS”, Presentación PowerPoint, Lima, Perú. (Disponible en la web).
- [59] Rodríguez Garavito, César, (octubre 2006). “De Club de Caballeros a Foro Electrónico de Negociación: Un Análisis Institucional de la Bolsa de Valores de Colombia”. Princeton University, The Center for Migration and Development, Working Paper Series.
- [60] Rodríguez, Marta; Valderrama, José y Velarde, Julio (2000); “El Programa de Estabilización”, en “La Reforma Incompleta”, Editores Roberto Abusada, Fritz Du Bois, Eduardo Morón y José Valderrama, Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía.

- [61] Rubiños, Wilfredo (2007) “Aplicación de las NIIF en el Perú: Retos y Oportunidades en la Armonización de las Normas Internacionales de Información Financiera”, Presentación Power Point, KPMG.
- [62] Serra Puente – Arnao, Gerardo (2002). El Mercado de Valores en el Perú. Cultural Cuzco, Segunda Edición.
- [63] Splinder, Zane (2001). “The political economy of capital gains tax in South Africa. Part I: The public finance of capital gains taxation”. South African Journal of Economics and Management Science.
- [64] Superintendencia de Banca y Seguros (2005) “Las Nuevas Fortalezas del Perú: Sistemas Financieros, de Seguros y Privado de Pensiones”.
- [65] Tarca, Ann (2002) “Achieving International Harmonization Through Accounting Policy Choice”, UWA Business School, University of Western Australia, Draft Paper.
- [66] Tovar, Javier (2004) “Consulta legal sobre aprobación previa de las tasas y tarifas de la Bolsa”, Estudio Eche copar, Informe mimeografiado.
- [67] Turner, Phillip (s/f) “Bond Markets in Emerging Economies: An Overview of Policy Issues”. Bank for International Settlements.
- [68] Walker, Eduardo y Fernando Lefort (2002) “Pension Reform and Capital Markets: Are There Any (Hard) Links?” Banco Mundial.
- [69] Wright, Jesse; Martin Chrisney y Antonio Vives (1995) Capital Market Development in Latin America and the Caribbean: A Strategy Proposal. Banco Interamericano de Desarrollo.
- [70] Yermo, Juan (2003) “Pension Reform and Capital Market Development”, Background Paper for Regional Study on Social Security Reform, The World Bank
- [71] Zervos, Sara (2004) “The Transactions Costs of Primary Market Issuance: The Case of Brazil, Chile and Mexico”. World Bank Policy Research Working Paper 3424, Washington D.C.
- [72] Zoodrow, G. (1993). “Economic Analysis of Capital Gains Taxation: Realizations, Revenues, Efficiency and Equity”. Mimeo, Rice University.