

UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERÍA

FACULTAD DE INGENIERÍA ECONÓMICA Y CIENCIAS SOCIALES



FINANCIAMIENTO DE LAS MEDIANAS EMPRESAS MEDIANTE BONOS CORPORATIVOS

**INFORME DE SUFICIENCIA
PARA OPTAR EL TÍTULO PROFESIONAL DE**

INGENIERO ECONOMISTA

**POR LA MODALIDAD DE ACTUALIZACIÓN
DE CONOCIMIENTOS**

ELABORADO POR:

MIGUEL ANGEL LAYSECA GARCÍA

LIMA – PERÚ

- 2005 -

*“Dedicado a mi Dios Jehová a quién
pertenece mi camino”*

*“También a mis padres Julio y Miriam
por todo el apoyo que me brindaron”*

II. INFORME DE SUFICIENCIA

ÍNDICE

	N° Página
INTRODUCCIÓN	03
Capítulo 1 La Investigación	
1.1 Definición y Planteamiento del Problema	05
1.2 Objetivos del Estudio	07
1.3 Formulación de Hipótesis	08
1.4 Metodología de la Investigación	12
1.5 Marco Teórico	13
Capítulo 2 Las Medianas Empresas y el Mercado de Bonos en el Perú	
2.1 Las medianas empresas y su importancia en la economía	25
2.2 Incidencias de las fuentes de financiamiento para las medianas empresas	28
2.3 Las medianas empresas y la emisión de Bonos	39
2.4 Oferta Pública Primaria de Bonos	43
2.5 Costos de financiamiento de las medianas empresas en el Mercado de Bonos	52

2.6	Monto mínimo de las emisiones de bonos corporativos en el Perú	54
Capítulo 3 Análisis e interpretación de las medianas empresas en el Mercado de Bonos		
3.1	Características de las medianas empresas emisoras de bonos	60
3.2	Interpretación del costo efectivo anual por emisión de bonos corporativos vía colocación en firme	70
3.3	Interpretación del costo de emitir bonos vía Oferta Pública Primaria	73
3.4	Análisis comparativo del Mercado de Bonos con el Sistema Bancario	75
3.5	Análisis de las ventajas y desventajas de la emisión de Acciones frente a los Bonos	78
3.6	Análisis de las posibilidades de financiar a las medianas empresas mediante Bonos	83
CONCLUSIONES		87
RECOMENDACIONES		91
BIBLIOGRAFÍA		93
ANEXOS		97

INTRODUCCIÓN

Para crecer hay que invertir, y para invertir se necesita fuentes de financiamiento que aporte el capital necesario de un proyecto. El presente informe titulado “Financiamiento de las Medianas Empresas Mediante Bonos Corporativos”, intenta explicar las consideraciones técnicas y normativas que son necesarias para obtener un financiamiento con menor costo financiero.

Una economía saludable requiere un sistema financiero que movilice los recursos provenientes de los agentes superavitarios hacia los agentes deficitarios que tienen oportunidades de inversión productiva. Pero, ¿es necesario que exista un adecuado marco técnico y normativo que permita a las empresas financiarse mediante bonos corporativos?. Por ello, el objetivo del presente informe es analizar, evaluar y diagnosticar el financiamiento de la medianas empresas mediante bonos corporativos, así como la normatividad vigente.

En el Perú, la normatividad sobre el Mercado de Valores, todavía no alcanza el nivel de avance logrado en otros países. No obstante, es justo puntualizar que en los últimos años se ha progresado notablemente en este aspecto; sin embargo se requiere de algunos cambios que propicie su fortalecimiento y dinamismo.

Específicamente como fuente de financiamiento, los bonos corporativos permiten financiar grandes proyectos de inversión, posibilitando el crecimiento económico de nuestro país, ya que eleva la capacidad productiva de los sectores. Las medianas empresas –así como las pequeñas- se constituyen en el motor de crecimiento de las principales economías desarrolladas y son fuentes potenciales de generación de puestos de trabajo, contribuyendo con una gran parte de la demanda laboral en la mayoría de las economías en general, quienes han fortalecido sus políticas de apoyo a éstas, como parte integral de los planes de crecimiento nacional. Es por ello que resulta importante contar con mecanismos y mercados de financiamiento eficientes, que permitan el crecimiento de sus actividades y una posibilidad ampliada de fuentes de trabajo e ingresos para las economías.

Por las razones anteriormente mencionadas, se pretende buscar una solución al problema de financiamiento de las medianas empresas, la misma que reviste gran importancia debido a las amplias posibilidades de generación de producto y empleo; especialmente en la economía peruana, con serios problemas de desempleo y con necesidades de alcanzar un motor para un crecimiento equilibrado.

Cabe señalar, que el estudio hace mayor hincapié en las emisiones realizadas en los años 1994-1999, donde se registró un buen número de emisiones de bonos corporativos por medianas empresas, situación que no se está dando hoy en día. Ello nos da una razón más para justificar el presente informe, ya que por las bondades mencionadas acerca de los bonos corporativos, es importante saber cuáles fueron las circunstancias que permitió a las medianas empresas participar en el mercado de capitales mediante este mecanismo.

CAPÍTULO 1 LA INVESTIGACIÓN

1.1 Definición y Planteamiento del Problema

1.1.1 Identificación del Problema

El presente trabajo estudia el financiamiento de las medianas empresas a través de bonos corporativos. El contenido del informe, es el resultado de tratar de responder a las siguientes preguntas: En la actualidad, ¿Existen restricciones técnicas o normativas que impiden que las medianas empresas emitir bonos corporativos?, ¿Es suficiente el financiamiento proporcionado a las medianas empresas en el país?, ¿Cómo es la incidencia de los requerimientos legales para acceder al financiamiento a través de los bonos corporativos?, ¿Qué tipo de empresas según nuestra legislación actual pueden recurrir a los bonos como alternativa de financiamiento?, ¿Exige o no nuestra normatividad determinado nivel de capitales o monto mínimo de emisión?, ¿Según la Ley del Mercado de Valores, qué se requiere para lograr emitir bonos corporativos?

Por lo tanto, la problemática consiste en identificar las restricciones que existen actualmente en el mercado de valores como alternativa de financiamiento para las medianas empresas, así como establecer la incidencia del financiamiento mediante bonos corporativos como mejor alternativa; también en determinar cuál es el monto que requieren dicha emitir bonos.

1.1.2 Delimitación del Problema

Para el trabajo de investigación se requiere el análisis del financiamiento de las medianas empresas legalmente constituidas en el país, así como la normatividad vigente referente al Mercado de Valores.

Asimismo, el análisis y la evaluación del estudio está orientado fundamentalmente a la posibilidad de que las medianas empresas emitan bonos corporativos a través del Mercado Primario de Valores.

1.1.3 Formulación del Problema

Se formulan las interrogantes siguientes:

¿Cuál es el grado de información que poseen las medianas empresas sobre el Mercado de Valores como alternativa de financiamiento? ¿Para emitir bonos corporativos es necesario que cuenten con trayectoria, prestigio, solidez y una buena situación económica-financiera? ¿Es importante tener en cuenta la clasificación de riesgo en una emisión de bonos corporativos? ¿Cuáles son los contratos que una mediana empresa debe realizar para emitir bonos corporativos en el mercado de valores? ¿Conocen los bonos corporativos como alternativa de financiamiento, sus ventajas y posibilidades? ¿Deberían interesarse más por conocer el Mercado de Valores como alternativa de financiamiento? ¿Existen restricciones o prohibiciones en nuestra legislación, para que estas empresas no acudan al financiamiento mediante bonos corporativos? ¿Existe una adecuada legislación que permita les permita endeudarse a través del Mercado Primario de Valores? ¿Actualmente, cuáles son los requisitos que establece nuestra legislación para que puedan emitir bonos corporativos? ¿En qué medida

es posible realizar cambios en nuestra normatividad para que posibilite tales emisiones?. ¿Cómo es la incidencia de la normatividad vigente en las medianas empresas del Perú?. ¿En qué medida es importante la legislación para que acudan al Mercado de Valores?

Un intento por responder estas y otras interrogantes es el desarrollo de este trabajo de investigación.

1.1.4 Justificación del Estudio

- a. Las medianas empresas necesitan diversas fuentes de financiamiento con menor costo distintas al crédito bancario, para sus operaciones de inversión.
- b. El trabajo de investigación, permitirá determinar cuáles son las restricciones técnicas y normativas que existen actualmente y que impiden el acceso de las medianas empresas al Mercado de Valores.
- c. Los bonos corporativos constituyen una alternativa de financiamiento con menor costo financiero para las medianas empresas, respecto al crédito bancario.

1.2 Objetivos de la Investigación

1.2.1 Objetivo General:

- Identificar la existencia de restricciones que impiden el acceso de las medianas empresas al Mercado Primario de Valores como alternativa de financiamiento mediante bonos corporativos.

1.2.2 Objetivos Específicos:

- Evaluar los bonos corporativos como instrumento que ofrece el Mercado Primario de Valores a las medianas empresas para que éstas puedan recurrir a dicho mercado como una gran fuente de financiamiento.
- Establecer la incidencia que tiene el menor costo por financiamiento de los bonos corporativos para las Medianas Empresas.

1.3 Formulación de Hipótesis

1.3.1 Hipótesis General:

H: “Un marco legal que promueva la competencia, la transparencia y el flujo de información, que brinde seguridad en el cumplimiento de las obligaciones contractuales y la ejecución oportuna de garantías, contribuirá significativamente a reducir el costo por financiamiento, mediante bonos corporativos”.

Variables:

1. Variable independiente:

- Marco legal promotor.

2. Variable dependiente:

- Costo por financiamiento, mediante bonos corporativos

3. Variable interviniente:

- Transparencia de la información.
- Competencia.
- Seguridad en el cumplimiento de las obligaciones contractuales.

1.3.2 Hipótesis Específicas:

H1: “Los bonos corporativos, como alternativa de financiamiento para las medianas empresas, está determinado por los parámetros de exigencia normativa y por el monto de la emisión”.

Variables:

1. Variable independiente:

- Parámetros de exigencia normativa y monto de la emisión.

2. Variable dependiente:

- Financiamiento de las medianas empresas mediante bonos corporativos.

3. Variable interviniente:

- Mercado Primario de Valores.

H2: “Las medianas empresas recurrirán al financiamiento mediante bonos corporativos en la medida que la legislación aplicable sea flexible y contribuya a reducir los costos de transacción”.

Variables:

1. Variables independientes:

- Legislación aplicable flexible.

2. Variable dependiente:

- Acceso de medianas empresas al Mercado de Valores.

3. Variable interviniente:

- Costos de transacción

Indicadores

Indicadores de la variable independiente:

- Normatividad vigente.
- Nivel de capitales invertidos por las medianas empresas establecidas en el Perú.
- Monto mínimo de las emisiones de bonos corporativos.
- Situación económica y financiera de las medianas empresas.
- Clasificación de riesgo de valores mobiliarios.

Indicadores de la variable dependiente:

- Capacidad de endeudamiento de las medianas empresas.
- Costos de financiamiento: costos de emisión y colocación.
- Costo efectivo anual de una emisión de bonos corporativos.
- Perfil financiero para financiarse a través de bonos corporativos.
- Medianas empresas que se financiaron mediante bonos corporativos.
- Valores mobiliarios materia de oferta pública.
- Información de las medianas empresas (cultura bursátil).

Indicadores de la variable interviniente:

- Ratios Financieros: Ventas, Pasivo Total/Patrimonio, Activo Corriente/Pasivo Corriente, Ventas/Pasivo Total, Utilidad Neta/Ventas, Utilidad Neta/Patrimonio.
- Mercado Bursátil.
- Ofertas públicas primarias realizadas por las medianas empresas en el Perú.

MATRIZ DE CONSISTENCIA

Problemas	Objetivos	Hipótesis	Variables	Indicadores
<p>Problema General o Principal ¿Por qué las medianas empresas que potencialmente pueden, no recurren a los bonos corporativos como fuente de financiamiento? ¿Qué restricciones existen para las empresas que emitan bonos corporativos? Es importante tener en cuenta la clasificación de riesgo en una emisión de bonos corporativos? Existe un Mercado de Bonos desarrollado en el Perú?</p> <p>Específicos: Prob. Específico N° 1 ¿Los bonos corporativos como alternativa de financiamiento empresarial, exigen determinado monto de emisión? ¿Es importante que el monto de la emisión de bonos sea lo suficientemente considerable para que el costo efectivo anual por dicha emisión sea menor?</p> <p>Prob. Específico N° 2 ¿Cuál es la incidencia que tienen los bonos corporativos en el financiamiento del activo fijo, capital de trabajo o reestructuración de los pasivos de las medianas empresas como opción para el crecimiento económico en el Perú? ¿En qué medida las medianas empresas pueden acceder a los bonos corporativos como principal fuente de financiamiento?,</p>	<p>General: Identificar la existencia de restricciones que impiden el acceso de las Medianas Empresas al Mercado Primario de Valores como alternativa de financiamiento mediante bonos corporativos..</p> <p>Específicos: OE N°1: Evaluar los bonos corporativos como instrumento que ofrece el Mercado Primario de Valores a las medianas empresas para que éstas puedan recurrir a dicho mercado como una gran fuente de financiamiento.</p> <p>OE N°2: Establecer la incidencia que tiene el menor costo por financiamiento de los bonos corporativos para las Medianas Empresas.</p>	<p>General: “Un marco legal que promueva la competencia, la transparencia y el flujo de información, que brinde seguridad en el cumplimiento de las obligaciones contractuales y la ejecución oportuna de garantías, contribuirá significativamente a reducir el costo por financiamiento mediante bonos corporativos”.</p> <p>Específicas: H1: “Los bonos corporativos como alternativa de financiamiento para las medianas empresas está determinado por los parámetros de exigencia normativa y por el monto de la emisión”.</p> <p>H2: “Las medianas empresas recurrirán al financiamiento mediante bonos corporativos en la medida que la legislación aplicable sea flexible y contribuya a reducir los costos de transacción”.</p>	<p>Independiente: Marco legal promotor Dependiente: Costo por financiamiento mediante bonos corporativos Intervinientes: Transparencia de la información. Competencia. Seguridad en el cumplimiento de las obligaciones contractuales.</p> <p>Independiente: Monto de la emisión y parámetros de exigencia normativa. Dependiente: Financiamiento de las medianas empresas mediante bonos corporativos. Interviniente: Mercado Primario de Valores</p> <p>Independiente: Legislación aplicable Dependiente: Acceso de medianas empresas al Mercado de Valores. Interviniente: Costos de transacción.</p>	<p>Independiente: Nivel de capitales de las empresas. Monto de las emisiones de bonos. Dependiente: Capacidad de endeudamiento de las medianas empresas. Empresas que se financiaron mediante bonos corporativos. Interviniente: Ofertas públicas primarias.</p> <p>Independiente: Normativa vigente. Dependiente: Costos de emisión y colocación. Costo efectivo anual de emisión (Bonos Corporativos). Interviniente: Costos de transacción</p>

1.4 Metodología de la Investigación

1.4.1 Métodos de estudio

Los métodos: descriptivo, comparativo e inferencial, permitirán la consecución de los objetivos de la investigación. Mediante estos procedimientos, se plantean y ponen a prueba las hipótesis. *Descriptivo*, porque describe las características de los bonos corporativos como alternativa de financiamiento para las medianas empresas constituidas en el Perú, la situación actual (cómo es) de nuestra legislación sobre el Mercado Primario de Valores. También describe las formas de financiamiento de las medianas empresas a través de la emisión de bonos corporativos.

Comparativo, porque se establecen las diferencias existentes entre el financiamiento a través de los bonos corporativos con otras fuentes de financiamiento, como el sistema bancario, contrastándolo con la realidad; permitiendo de esta forma, un mejor conocimiento de la estructura de financiamiento de las medianas empresas del Perú.

Inferencial, porque permite la generalización del objeto de estudio. La inducción permite adquirir conocimientos generales a partir de hechos particulares, es decir, las conclusiones se generalizan a todos los fenómenos similares. Esto significa, que el análisis realizado permitirá llegar a conclusiones que se puedan generalizar a otras medianas empresas de las mismas características.

1.4.2 Técnicas de estudio

La principal herramienta metodológica para esta investigación es la técnica para la obtención de información documental. Asimismo, es muy útil la técnica métrica para la

recolección de datos estadísticos del financiamiento mediante bonos corporativos, específicamente de emisiones realizadas por las medianas empresas. Por otro lado, se analizarán los estados financieros de las medianas empresas que realizaron emisiones de bonos, así como sus indicadores financieros.

1.5 Marco Teórico y Conceptual

1.5.1 El Mercado de Valores

El Mercado de Valores se caracteriza por la centralización de transacciones relativas a ciertos activos financieros denominados también valores mobiliarios o simplemente valores, cuyo objetivo es canalizar los ahorros internos y externos para su inversión en actividades productivas¹.

La clasificación más usual del Mercado de Valores distingue a los mercados primarios y mercados secundarios. A su vez, éste último se compone del mercado bursátil y del mercado extrabursátil. Tanto el mercado primario como el secundario, son recíprocamente complementarios. La existencia de un mercado primario de valores, hace posible la presencia de un mercado secundario de valores donde se negocian valores adquiridos, suscritos o aceptados previamente en el mercado primario.

El mercado primario, es aquel donde se efectúan ventas de valores recién emitidos a los compradores originales, motivo por el cual es denominado mercado de nuevas emisiones. Son aquellos que tratan con activos financieros recién emitidos. Este mercado, es una alternativa que las empresas pueden utilizar para lograr el autofinanciamiento mediante la

¹ El Mercado de Valores forma parte del mercado de capitales. Es importante indicar que en este mercado se llevan a cabo transacciones con distintos instrumentos, entre los cuales se pueden mencionar: instrumentos accionarios, instrumentos de deuda (bonos), instrumentos de efectivo e instrumentos derivados.

emisión de acciones, pero también ofrece la posibilidad de obtener crédito a través de la emisión de obligaciones y otros títulos. Fundamentalmente, comprende la emisión y colocación de activos financieros.

El mercado secundario, es aquel donde se transan valores que ya han estado en posesión de otros; son aquellos que intercambian activos financieros previamente emitidos. Conocido también como el mercado para instrumentos maduros. Comprende la negociación posterior de los títulos, es decir, el intercambio de valores previamente emitidos y colocados. En él, se efectúan transacciones que implican simples transferencias de activos financieros ya existentes, y por lo tanto, el volumen de tales operaciones refleja el grado de liquidez del Mercado de Valores. Es un mercado de reventa, que permite nuevamente tener liquidez a los tenedores de valores. Está conformado por los mercados bursátiles y extrabursátiles. El mercado bursátil se caracteriza porque las transacciones de activos financieros se realizan en una ubicación central, es decir, en un lugar físico único. El mercado extrabursátil, representa otra forma de organizar las transacciones del mercado secundario. Constituye un mercado libre que no está oficialmente regulado ni posee una ubicación física concreta, en donde se negocian activos financieros directamente entre sus participantes. Dicha negociación se realiza normalmente por teléfono o por ordenador.

Valores mobiliarios.- Clasificación²

Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales o los de participación en el capital, en el patrimonio o en las utilidades del emisor.

² José Tola Nosiglia "El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú", pag. 130.

Los valores mobiliarios se clasifican en *crediticios*, *participatorios* y *dominiales* o de carácter real. También se pueden distinguir entre *activos de renta fija* y *activos de renta variable*. En los primeros, la rentabilidad del instrumento se indica en el propio título y se expresa como una tasa de interés referida al valor nominal del mismo. El caso típico de estos activos es el de los bonos y demás títulos obligacionarios. Los títulos de renta variable por excelencia son las acciones de las sociedades anónimas, las cuales generan o no dividendos. Consecuentemente, en la medida que la sociedad emisora arroje pérdidas, el título accionario tendrá un rendimiento nulo.

Otro criterio, es la clasificación de títulos emitidos en serie o en masa como las acciones y las obligaciones, que tiene como característica básica la fungibilidad y aquellos que son emitidos en forma individualizada, como la letra de cambio, el cheque, el pagaré o el warrant.

En virtud del plazo de vencimiento, los valores mobiliarios pueden ser de corto, de mediano o de largo plazo.

También se clasifica en razón del número de derechos que los mismos incorporan y en este sentido puede hablarse de títulos simples, como el cheque que incorpora un solo derecho y de títulos compuestos, como las obligaciones o las acciones que incorporan más de un derecho.

Ley del Mercado de Valores: Decreto Legislativo N° 861

La Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861, del 22 de octubre de 1996, señala entre las principales innovaciones las siguientes: delimitación de los conceptos de oferta pública y privada, facilidades para la emisión de valores de corto plazo, precisión de

que toda persona jurídica puede recurrir al endeudamiento en el Mercado de Valores, procedimiento expeditivo de inscripción de ofertas públicas para los emisores que cumplan con sus obligaciones de información al mercado, flexibilización de los límites de inversión de los fondos mutuos así como ampliación de sus posibilidades de inversión y reducción del patrimonio neto mínimo y número mínimo de partícipes. Facultad de las Sociedades Agentes de Bolsa para administrar fondos mutuos y fondos de inversión así como para participar en procesos de titulización³ previa constitución de subsidiarias, eliminación de la exigencia legal de clasificar acciones, reducción de las exigencias patrimoniales a las clasificadoras de riesgo y obligación de dar publicidad a las metodologías de clasificación, fortalecimiento de las normas sobre uso de información privilegiada.

Adicionalmente, la Ley del Mercado de Valores ha regulado la titulización para permitir a las empresas el aumento de su liquidez y, generar alternativas de inversión para inversionistas institucionales.

Oferta Pública y Oferta Privada de Valores

La oferta pública de valores, es la venta de activos financieros al público en general; para personas no determinadas y ajenas a la sociedad. No se considera oferta pública los actos relacionados con la constitución simultánea de sociedades anónimas, la oferta de acciones que se emitan por concepto de aumento de capital efectuado por sociedades, cuando la invitación se realiza por mandato legal o cuando se realiza para que los accionistas ejerzan su derecho de

³ La titulización es el procedimiento por el cual una empresa independiza parte de sus activos para financiarse u obtener liquidez a menor costo financiero, a través de la colocación de valores respaldados por dichos activos (cuentas por cobrar). Puede resultar buena alternativa de financiamiento para aquellas empresas que tienen un alto nivel de endeudamiento.

preferencia. Asimismo, no constituye oferta pública primaria la emisión de acciones de trabajo y la distribución resultante de la capitalización de las utilidades, de reservas, de excedentes de revaluación y de obligaciones u otros casos que no impliquen aporte de capital por el público.

La Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861, en su artículo 4 establece que es oferta pública de valores mobiliarios la invitación, adecuadamente difundida, que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores.

Por otro lado, la oferta privada de valores, es la venta de activos financieros directamente a un comprador o a un pequeño grupo de compradores. Se realiza a través del aumento de capital mediante nuevos aportes de los socios, distribución de acciones resultante de la capitalización, utilidad, reservas y excedentes de revaluación a canje de obligaciones convertibles.

La Ley del Mercado de Valores en su artículo 5, establece que se considera oferta privada:

- a. La oferta dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales. Los valores mobiliarios adquiridos por estos inversionistas no podrán ser transferidos a terceros durante un plazo de doce meses desde su adquisición, salvo que lo hagan a otro inversionista institucional o se inscriba el valor previamente en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV).
- b. La oferta de valores mobiliarios cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo, sea igual o superior a S/. 250 000. En este caso, los valores no podrán ser transferidos por el adquirente original a terceros, con valores nominales o precios de colocación inferiores.

1.5.2 Emisión de bonos como alternativa de financiamiento para las medianas empresas en el Mercado Primario de Valores

La emisión de bonos es la creación de nuevos valores mobiliarios por el organismo emisor a consecuencia de un préstamo. Representan el préstamo que los inversionistas otorgan a una empresa o entidad que los emite, la que se compromete a devolver el dinero en la fecha acordada.

Cuando se endeudan las empresas, prometen realizar el pago periódico de intereses (cupón) y devolver el principal (cuantía inicial tomada a préstamo), de acuerdo con los plazos acordados. Sin embargo, esta responsabilidad es limitada. Los accionistas tienen el derecho de impago ante cualquier obligación de deuda, dejando en manos de los prestamistas los activos de la sociedad. Está claro, que optarán por hacerlo únicamente si el valor de los activos es menor que la cuantía de la deuda.

La emisión de bonos u obligaciones puede ser de 2 clases: 1) *con prima*, que a su vez puede ser: *a) de emisión*, que es colocada en el mercado primario bajo la par, es decir, a un precio inferior a su valor nominal, *b) de reembolso*, por suma mayor al valor nominal; 2) *sin prima*, puesto que los prestamistas u obligacionistas no son considerados propietarios de la empresa no tienen poder de voto. El pago de los intereses de la deuda se considera como un costo y se resta del beneficio imponible. En cambio los dividendos de las acciones ordinarias, se pagan con el beneficio después de impuestos.

Existen diversos **tipos de bonos**, entre los cuales se pueden señalar los siguientes:

Los *bonos del tesoro*, emitidos por el tesoro público. Son títulos para financiar operaciones del Gobierno.

Los *bonos corporativos*, emitidos por las empresas para captar fondos que le permitan financiar sus operaciones y proyectos de inversión. Resultan atractivos para éstas, porque no necesariamente están respaldados por garantías específicas. Los emisores tienen la posibilidad de diseñarlos de acuerdo con las características que se ajusten y convengan a sus propios requerimientos de financiamiento y en función a un estudio de demanda de este tipo de instrumento.

Los *bonos de arrendamiento financiero*, emitidos por instituciones bancarias, financieras y de arrendamiento financiero, con la finalidad de captar fondos destinados a comprar activos fijos para emplearlos en arrendamiento financiero. Tienen como límite los montos fijados para las operaciones pasivas de las entidades bancarias y financieras.

Los *bonos estructurados*, son parte de los llamados instrumentos de inversión estructurados, los cuales son deudas que representan una renta variable a su tenedor. La rentabilidad ofrecida se deriva de la rentabilidad futura de un portafolio de otros activos financieros.

Los *bonos subordinados*, sólo los bancos y las empresas financieras los emiten a plazos no menores de cinco años, sin opción a garantizarlos ni procede su pago antes del vencimiento ni su rescate por sorteo.

Los *bonos convertibles*, emisión de bonos en la cual, el poseedor o tenedor del bono tiene el derecho o la opción de intercambiar la obligación por una cantidad específica de acciones comunes.

Panorama del financiamiento de las medianas empresas en los Mercados de Valores

Como se sabe, las empresas no tienen acceso a recursos suficientes en los mercados de financiamiento. En primer lugar, pueden financiarse usando a los proveedores de productos; sin embargo, este financiamiento es insuficiente por la pequeña magnitud que tiene respecto al total de activos; además que es un mal sustituto de los fondos de mediano y largo plazo que las empresas necesitan, y está limitado a sólo aquellas que tienen adecuados canales de comercialización y distribución.

En segundo lugar, el financiamiento con capital propio es una buena alternativa, pero es insuficiente pues está limitado por la capacidad de generación de utilidades y por las prácticas de depreciación y amortización de los activos. Por tanto, esta alternativa no es muy útil para empresas en crecimiento que tienen poca capacidad de generación de utilidades en el corto plazo. Por otro lado, este tipo de financiamiento puede no estimular a los inversionistas a comprar nuevas acciones, por los bajos ratios de dividendos.

En tercer lugar, en los mercados bancarios, las empresas no pueden conseguir suficientes fondos de mediano y largo plazo, por los altos costos que esto implica y por el racionamiento de crédito que suele presentarse debido a la aversión al riesgo de los bancos, ante la escasez de información y la dificultad de monitoreo. Normalmente, obtienen fondos de corto plazo que los intermediarios usan como una forma de monitorear el riesgo moral de los préstamos, pero con estos recursos no pueden emprender los proyectos necesarios para su crecimiento competitivo en sus mercados.

Finalmente, en los mercados de valores las medianas empresas tienen limitaciones debido a los altos costos de transacción que implica hacer las emisiones, y porque los inversionistas

enfrentan problemas de riesgo moral y selección adversa que les previene de comprar instrumentos emitidos por empresas de este tipo.

Es claro que los mercados de valores, especialmente los mercados de acciones, serían el mecanismo más eficiente para financiar estas empresas, por las razones expuestas anteriormente, pero la estructura actual de éstos no favorece su financiamiento por las siguientes razones:

- Escasez de inversionistas y de fondos de inversión de capital de riesgo, que acudan al mercado a financiar empresas de este tipo, usando los mecanismos necesarios para eliminar los problemas de información asimétrica.
- Falta de un mercado organizado para el financiamiento de medianas empresas, con características especiales que permitan reducir los costos de transacción y proporcionen liquidez y vías de salida a quienes inviertan en ellas.
- Falta de definición de una estructura de mercado ad-hoc para el financiamiento de empresas.

Otras fuentes de financiamiento en el Mercado de Valores

Como opciones alternativas de financiamiento para las empresas en el mercado bursátil, además de los bonos y acciones, existen las operaciones de reporte y las operaciones de instrumentos de inversión no masiva.

1.5.3 Importancia del Mercado de Valores en la Economía

La actual coyuntura económica de los países en desarrollo como el nuestro, con un alto grado de endeudamiento externo y dificultades en la balanza de pagos, ha hecho necesario el

desarrollo de los Mercados de Valores como fuente de canalización de los recursos internos hacia los sectores productivos. La importancia del Mercado de Valores en la economía, radica en ser una alternativa de financiamiento al permitir la asignación y canalización de los recursos del ahorro a la inversión en actividades productivas, además disminuye el costo de intermediación financiera y constituye una fuente de innovación para el financiamiento.

El Mercado de Valores, contribuye para que las empresas puedan obtener los recursos necesarios para llevar a cabo sus procesos productivos. Por otro lado, permite la difusión de nuevos medios de ahorro, sea a través de la participación de los beneficios y utilidades en el capital social y del trabajo de las empresas, así como el ahorrar en instrumentos que garanticen una rentabilidad fija a corto y mediano plazo; contribuyendo de esa manera al desarrollo de las actividades productivas, y por lo tanto, al desarrollo económico.

A través del Mercado de Valores tanto a las pequeñas como a las grandes empresas, les resulta más apropiada la obtención de recursos, antes que el crédito comercial o bancario, el cual resulta quizás más oneroso y con algunas limitaciones. Así, el Mercado de Valores permite el financiamiento de las empresas privadas y públicas. A través de él, se puede permitir que se financien grandes proyectos de inversión, posibilitando de esta manera, el crecimiento económico de nuestro país, pues se eleva la capacidad productiva de diversos sectores.

Es importante mencionar que los intermediarios en el Mercado de Valores incurren en costos operativos menores, por lo tanto el costo de intermediación se reduce, favoreciéndose a los agentes económicos, al no existir elevados márgenes financieros.

En países con mercados de capitales profundos⁴, el gobierno puede refinanciarse sin necesidad de recurrir a la financiación vía Banco Central de Reserva, dado que el Estado puede emitir nuevas obligaciones en el mercado primario y dar liquidez a los inversionistas a través del mercado secundario.

1.5.4 Rol de los Inversionistas Institucionales en el Mercado de Valores

Los inversionistas institucionales, son entidades especializadas que administran recursos financieros y los orientan a la adquisición de carteras de valores. Actúan en el Mercado de Valores como oferentes de recursos y demandantes de valores. Los fondos con que trabajan no necesariamente son propios, ya que en su mayor parte, sino en su totalidad, provienen de las captaciones que realizan de acuerdo con las modalidades de operación que le son propias, según se trate de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), Administradoras de Fondos Mutuos, etc. Las Compañías de Seguros, por el contrario sí invierten en el mercado sus propios fondos.

La característica fundamental de los inversionistas institucionales es la de invertir conformando una cartera diversificada de valores. Instituciones como Compañías de Seguros, Fondos de Pensiones, Sociedades de Inversión, etc; realizan inversiones significativas reuniendo los pequeños ahorros de otros y actuando colectivamente en su nombre.

La importancia de los inversionistas institucionales radica en el hecho que su actividad en este mercado es desarrollada con carácter permanente, con profesionalismo y cautela; además, siempre tienen claros sus objetivos de inversión, actúan considerando el mediano plazo y largo plazo, constituyéndose en factores de estabilidad no sólo para el mercado, sino,

⁴ La profundidad se refiere a la cantidad de valores que se negocian en el mercado con relación al total de valores en circulación.

para la economía en su conjunto. Los inversionistas institucionales son indispensables para el desarrollo del Mercado de Valores.

1.5.5 Supervisión del Mercado de Valores: CONASEV

En el Perú, el Mercado de Valores está sometido a la supervisión y regulación de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

La CONASEV es una institución pública del Sector Economía y Finanzas. Tiene personería jurídica de derecho público interno y goza de autonomía funcional, administrativa y económica. Las funciones principales de esta institución son: estudiar, promover y reglamentar el Mercado de Valores, controlar a las personas naturales y jurídicas que intervienen en éste, velar por la transparencia del mercado, la correcta formación de precios en ellos y la protección de los inversionistas, procurando la difusión de toda la información necesaria para tales propósitos.

La CONASEV como entidad contralora y promotora del mercado, tanto bursátil como extrabursátil, goza de las más amplias facultades para ejercer a cabalidad las importantes funciones que la ley le recomienda. Dichas facultades comprenden las de carácter regulatorio y sancionador, las cuales permiten a la institución cumplir sus funciones de manera eficaz.

CAPÍTULO 2 LAS MEDIANAS EMPRESAS Y EL MERCADO DE BONOS EN EL PERÚ

2.1 Las medianas empresas y su importancia en la economía

Cuando se hace referencia al estudio de las medianas empresas éstas, conjuntamente con la pequeña empresa, conforman el ámbito que conocemos como las Pymes (en el presente trabajo solo se ha considerado a las medianas empresas), las cuales siempre han figurado a lo largo de toda la historia como entidades relacionadas con la vida cotidiana; aunque es hasta hace apenas dos décadas, que se les empieza a dar la importancia requerida, puesto que tanto los países industrializados, como los que están en vías de desarrollo, han fortalecido sus políticas de apoyo como parte integral de sus planes de crecimiento nacional. Esto es, debido a que está comprobado que frente a circunstancias económicas difíciles, pueden amortiguar de forma positiva la caída del empleo y la producción, además de que ayudan al progreso de las regiones.

Ejemplo de ello, es el predominio numérico de las Pymes en el mundo: Alemania 86 por ciento, Estados Unidos 91 por ciento, Italia 94 por ciento, Suecia 96 por ciento, Japón 98 por ciento y México 98 por ciento. Así, se comprueba lo que manifiesta la Conferencia de Industrias Británicas, al decir que en los países industrializados el 60 a 80 por ciento del total de establecimientos corresponden a las medianas y pequeñas

empresas y 90 por ciento o más en los países en desarrollo, cifra que se incrementa cada

Un punto a tomar en cuenta, es que al hacer comparaciones a escala mundial, nos enfrentamos con el problema de que no existe una clasificación única para designar a las empresas de acuerdo a su tamaño, puesto que cada país tiene su propia clasificación. Algunos asumen el tamaño de la empresa de acuerdo al número de trabajadores empleados, otros lo clasifican de acuerdo al nivel de ventas realizadas, incluso, hay quienes las clasifican de acuerdo al nivel de activos que posee la compañía, o una combinación de ambos.

Por ejemplo, en EE.UU. es considerada como mediana empresa aquella que tenga hasta 500 trabajadores, en Japón menos de 300, en México menos de 250. En el Perú, la entidad del Estado Prompyme, considera a las micro empresas a aquellas que realizan ventas anuales menores a los US\$ 80 mil, mientras que las medianas empresas son consideradas aquellas con ventas superiores a US\$ 1 millón. Por su parte, el Instituto Nacional de Estadística (INEI), utiliza el número de trabajadores para realizar su clasificación.

Entre las características de las Pymes, destacan una especialización reducida en la administración, vínculos personales estrechos, dificultades para obtener créditos e implantar técnicas de crecimiento de procesos tecnológicos y de capacitación; cultura empresarial insuficiente; lo cual les dificulta el ingreso a las cadenas productivas, que aunado a las políticas de fomento no acorde con las características propias de cada uno de los sectores,

⁵ Artículo “La Importancia de las Medianas y Pequeñas Empresas” por L.E. Juan Pablo Zorrilla Salgado - Facultad de Economía. Universidad Veracruzana. Xalapa, México.

frena notablemente su avance. Sin embargo, cabe aclarar que no todas las Pymes presentan estas particularidades, pues también existen modernas y tradicionales.

La importancia de las Pymes radica en que constituyen el primer eslabón de una larga cadena productiva que se observa desde que el comercio constituía un factor de comunicación importante. Y es a partir de la Revolución Industrial cuando se empiezan a vislumbrar estudios sobre los factores socioeconómicos en ellas.

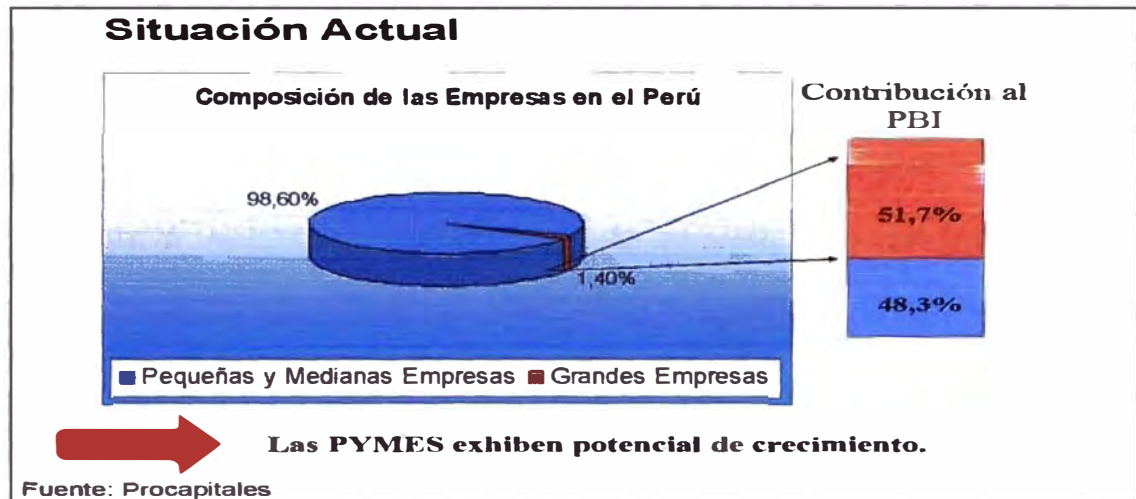
Un ejemplo claro de ello lo podemos ver en el caso de la economía estadounidense, donde tal es la importancia de las Pymes que el Congreso norteamericano aprobó una serie de incentivos tributarios que directamente inciden en el fortalecimiento de la pequeña y mediana empresa para estimularlas hacia la exportación de sus productos o servicios⁶.

¿Qué nos dice todo esto?

Que si la nación más poderosa del mundo prioriza el desarrollo de las Pymes, debemos tomar nota rápidamente de cómo y qué están haciendo, como lo están logrando y por qué; más aún, si tenemos en cuenta la presencia importante de este sector en nuestra economía, pues conforman más del 98% del universo de empresas en nuestro país, contribuyendo actualmente con el 48.3% del PBI, y albergando a la mayor parte de la PEA de nuestra economía; lo cual definitivamente constituye un factor de suma importancia en los planes de desarrollo de nuestra economía.

⁶ Empoderando las Pequeñas y Medianas Empresas - Lic. Genaro D. Salom [Enfoque Latinoamérica]

GRAFICO 1



2.2 Incidencias de las fuentes de financiamiento para las medianas empresas

2.2.1 Importancia de las fuentes de financiamiento

El capital fundacional junto con el financiamiento interno o autofinanciación, normalmente no son lo suficientes para satisfacer las necesidades financieras de las empresas, y éstas necesitan acudir al mercado financiero o de fondos prestados, en demanda de diferentes tipos de recursos; de acuerdo con las exigencias de sus procesos productivos y distributivos.

La apelación al mercado financiero por parte de las unidades económicas de producción de las empresas, no obedece tan sólo a la escasez o insuficiencia financiera interna y la dotación de capital propio inicial, sino también, a exigencias técnicas, al objeto de sincronizar los vencimientos de las fuentes de financiamiento con las duraciones de las inversiones de

carácter temporal (no duraderas), evitando de este modo, la existencia de recursos financieros transitoriamente ociosos que causarían una disminución de la rentabilidad general de la empresa. También, como consecuencia lógica del juego del efecto palanca, ya que el uso del capital ajeno o endeudamiento en épocas de prosperidad, cuando su costo es inferior a la tasa de ganancia o rentabilidad económica de la empresa, hace incrementar más que proporcionalmente la rentabilidad del capital propio o rentabilidad de los accionistas⁷. Es por ello, que la importancia de las fuentes de financiamiento – sobre todo a través del Mercado de Valores – radica en que permite una eficiente asignación de los ahorros hacia los sectores productivos.

En el Perú, las fuentes de financiamiento constituyen un factor muy importante para llevar a cabo inversiones en el sector productivo. El financiamiento para cualquier organización es un aspecto fundamental, y según los expertos, es el factor determinante para el funcionamiento de las diversas empresas. Sin embargo, no hay cifras suficientemente confiables que nos permitan cuantificar la demanda de financiamiento por parte de las empresas.

Los mercados financieros se diferencian de los demás mercados en varios sentidos. En primer lugar, las operaciones en los mercados de créditos envuelven una dimensión temporal entre el prestamista y el prestatario; la incertidumbre resultante de las proyecciones imperfectas es un elemento esencial en estos mercados. En segundo lugar, la información es imperfecta y asimétrica, es decir, las condiciones de los créditos no son conocidas de igual forma por las partes. En tercer lugar, los plazos de los créditos pueden afectar la naturaleza de

⁷ De ahí la denominación de “efecto palanca”

las operaciones, generando una clasificación de los prestatarios (efecto selección) e influenciando sus acciones (efecto incentivo).

Las implicaciones de estas condiciones hacen que los mercados de crédito pueden funcionar imperfectamente aún bajo condiciones competitivas, especialmente para las empresas.

Cuando las medianas empresas acuden al sistema financiero en busca de fondos, enfrentan mayores problemas que las empresas corporativas o grandes, por varias razones que describimos a continuación:

- a. Los costos de financiar empresas medianas son mayores por razones de economías de escala. Cuando un inversionista compra un activo financiero, incurre en costos de adquisición de información (evaluación del crédito, análisis de estados financieros, análisis de las características del negocio, etc.), que tienden a ser fijos, o por lo menos se incrementan menos que proporcionalmente respecto al tamaño de la transacción. Como consecuencia de lo anterior, los costos unitarios de entregar fondos a grandes empresas, son menores que los costos de entregarlos a las medianas, por la mayor cantidad de fondos que las primeras solicitan. Al ser transferidos estos costos a los receptores de fondos, el resultado es que los proyectos o empresas grandes pueden ser financiadas a menores tasas de rendimiento que los proyectos de empresas medianas, para un mismo nivel de riesgo de flujo de caja.
- b. Las empresas grandes o corporativas, tienen un historial crediticio en los mercados financieros porque normalmente cotizan en los Mercados de Valores , teniendo que cumplir con los requisitos de información correspondientes, o porque los mercados de sus productos son más fácilmente observables. Esto reduce los costos de adquisición de información sobre

las mismas, y por tanto, genera menores presiones sobre los rendimientos esperados por la inversión. Los costos de adquisición de información para las inversiones en activos financieros emitidos por empresas medianas, son mayores y se traducen en mayores tasas de rendimiento esperadas y un mayor costo de fondos para éstas. Los costos de adquisición de información serán aún mayores, si no existen intermediarios o inversionistas especializados en la inversión en activos emitidos por éstas.

c. Los activos de las empresas corporativas normalmente tienen mercados más líquidos que las demás, debido a que existe un mayor número de postores interesados en adquirirlos y estos postores, que normalmente son empresas corporativas, tienen acceso a financiamiento para fondear la adquisición. Esto hace que los costos de liquidación de los activos reales de empresas corporativas sean menores que los costos de liquidación de medianas empresas, que normalmente no cuentan con mercados líquidos para sus activos reales. Quienes pueden sacar mayores beneficios de adquirirlos, son empresas del mismo tipo, pero tampoco tienen vías de acceso para lograr compras apalancadas. Adicionalmente, las medianas empresas se especializan en sectores productivos específicos, de forma que no hay muchas posibilidades de liquidación parcial de los negocios, en caso se quisiera repagar deudas. Los mayores costos de liquidación de los activos, ocasionan que los inversores tengan menores incentivos para invertir, o a exigir mayores retornos por sus inversiones, pues en caso de quiebra enfrentarán altos costos de liquidación. Esto se traduce en un mayor costo de fondos.

d. Como una derivación de la aversión al riesgo,⁸ los inversionistas tienden a poner en riesgo pequeñas porciones de su patrimonio, pues los costos que enfrentan en caso de quiebra son mucho menores que si arriesgaran todo su patrimonio. Este principio también es aplicable cuando se arriesgan patrimonios pequeños (respecto a patrimonios grandes). Esta característica juega un papel importante en el financiamiento de las medianas empresas, pues los potenciales compradores de activos financieros saben que éstas, por tener bajos niveles patrimoniales, tendrán incentivos para comprometerse en actividades más arriesgadas, ya que las pérdidas potenciales son menores (en términos relativos). En consecuencia, el riesgo moral que se enfrenta al adquirir estos activos es mayor, y los costos de monitoreo para controlar estos riesgos serán mayores. Esto genera que las tasas de rendimiento esperadas sean también mayores, lo que presiona al alza los costos de financiamiento. Todo ello, tiene consecuencias en los plazos del financiamiento. En la medida que existe un mayor nivel de riesgo moral en el comportamiento de las medianas empresas; quienes las proveen de fondos usarán como mecanismo de reducción de riesgos de crédito y monitoreo de sus actividades, otorgar préstamos de corto plazo. Estos préstamos, reducen las posibilidades de que los nuevos proyectos en que se compromete la empresa, ocasionen incumplimientos en la devolución de los fondos, pues normalmente sus efectos no son inmediatos, sino que, se van reflejando progresivamente en la información financiera y de mercado de la empresa (que deberán presentarse cada vez que se necesiten nuevos fondos). Entonces otorgando créditos de más corto plazo, el monitoreo de las actividades de la empresa es más continuo.

⁸ La aversión al riesgo implica que para un mismo nivel de rentabilidad esperada, los agentes prefieren los activos con menor nivel de riesgo. Cuando los inversionistas son aversos al riesgo, la utilidad marginal de los ingresos (riqueza) es decreciente.

e. Los mayores rendimientos requeridos por los fondos que se invierten en las medianas empresas, como consecuencia de lo anterior, ocasionan además la intensificación de los problemas de selección adversa, es decir, si las empresas tienen que enfrentar un alto costo promedio por los fondos que obtienen, las de bajo riesgo buscarán mecanismos alternativos de financiamiento; sólo las más riesgosas estarán dispuestas a recibir el financiamiento. Por otro lado, algunas empresas de bajo riesgo recibirán el financiamiento, pero para poder ofrecer las tasas de rendimiento requeridas por los inversionistas, deberán involucrarse en proyectos más riesgosos. Como consecuencia de lo anterior, los inversionistas racionarán los fondos que entregan, pues el rendimiento esperado de sus inversiones está en relación directa con el nivel de tasas de retorno requeridas, y en relación inversa con el grado de riesgo de incumplimiento y quiebra. Los altos rendimientos esperados obligan a las empresas a involucrarse en actividades más riesgosas y tasas de rendimiento muy elevadas, que generarán mayores riesgos de incumplimiento; en consecuencia, habrá un nivel máximo de retomo esperado para que los inversionistas estén dispuestos a invertir. Por encima de este nivel, los inversionistas no desearán hacer inversiones, pues el rendimiento esperado no será atractivo, debido al alto grado de riesgo asociado.

f. Ante la falta de historia crediticia, la iliquidez de sus activos reales y su falta de asociación con holding o conglomerados, los colaterales que pueden ofrecer las medianas empresas tienen menor valor, en términos relativos, que los colaterales que pueden ofrecer las grandes empresas.

g. Las restricciones que ponen los reguladores a los intermediarios financieros en la concesión de fondos, pueden dificultar aún más el financiamiento. Este es el caso de los topes

a las tasas de interés (represión financiera) que agudizan los problemas de selección adversa, la estrechez del mercado financiero y la falta de competencia entre intermediarios financieros, la existencia de coeficientes de inversión obligatoria y la financiación privilegiada. Estos elementos repercuten negativamente en las posibilidades de fondeo de las empresas, que se ven obligadas a acudir a la autofinanciación; sin embargo, ésta no es suficiente para atender las necesidades crecientes de capital.

2.2.2 Influencia de las fuentes de financiamiento

Es importante señalar que las empresas peruanas usualmente se financian de la siguiente manera:

- a) Autofinanciamiento, esto es invirtiendo las utilidades retenidas.
- b) Obtienen préstamos del sistema bancario privado o público (sobregiros, pagarés u otra línea de crédito).
- c) Con aportes de capital por parte de los accionistas fundadores de la empresa.
- d) Nueva emisión de acciones o bonos.
- e) Crédito de proveedores o cuentas por pagar (facturas o letras pendientes de pago).

GRAFICO 2



Las fuentes de financiamiento de las empresas en el corto plazo han sido fundamentalmente el crédito bancario y el crédito de proveedores - un significativo porcentaje de las empresas optan por esta vía de financiamiento. Además, es importante indicar que las tasas fundamentalmente del crédito de proveedores son muy altas. El financiamiento de las diversas empresas en el Perú se ha basado principalmente en el crédito comercial (sistema bancario) y el crédito de proveedores. Esto se debe fundamentalmente a que nuestro Mercado de Valores no ha alcanzado un desarrollo adecuado que permita el financiamiento empresarial, lo cual encarece el costo y dificulta el acceso al financiamiento para la micro, pequeña y mediana empresa. Por otro lado, las empresas no cuentan con la debida información sobre dicho mercado⁹.

Esto significa que dentro de las opciones que tiene una organización para obtener recursos – fondos propios, préstamos del sistema bancario, Mercado de Valores – la menos utilizada ha sido el Mercado de Valores. Por lo tanto, las grandes empresas, tienen como principal fuente de financiamiento el crédito bancario y el Mercado de Valores. Por otro lado, en las pequeñas y microempresas un 80% solicita financiamiento de proveedores y prestamistas informales.

Este financiamiento definitivamente, tiene un alto costo y con riesgos muy altos en caso de morosidad. Consecuentemente, las pequeñas y microempresas buscan alternativas de financiamiento para iniciar sus operaciones, distintas a las fuentes tradicionales, esto es, recurren fundamentalmente al ahorro del núcleo familiar y/o al crédito del entorno familiar. Practicamente, el 72% de estas empresas inician sus operaciones con autofinanciamiento, un

⁹ Seminario “Alternativas de Financiamiento para las MYPES” Procapitales – Abril 2003

11% con crédito de proveedores y bancario y un 17% con préstamos informales de alto costo y riesgo¹⁰.

Para las empresas, es necesario acudir a los mercados de financiamiento de mediano y largo plazo por los niveles de competitividad en los mercados, que hacen imprescindible altos niveles de eficiencia para poder sobrevivir.

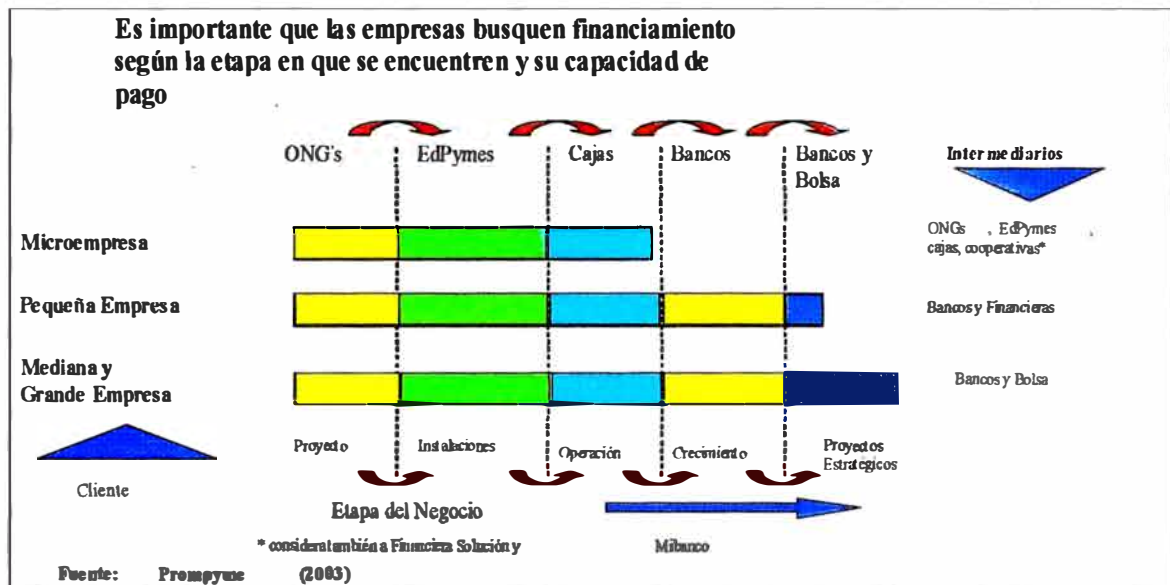
Sin embargo, gran parte de las inversiones se financian con créditos a corto plazo que deben renovarse continuamente, lo que representa un mayor nivel de riesgo, sobre todo cuando se trata de impulsar nuevos proyectos que generan flujos en el mediano y largo plazo. Es evidente que las medianas empresas no gozan de las mismas alternativas de obtención de recursos que las grandes, las cuales pueden acceder, entre otras vías, a los Mercados de Valores. Una forma de compensar esta clara discriminación sería impulsar mercados bursátiles que posibiliten el financiamiento de este tipo de empresas. No obstante, la forma de financiamiento escogida por ésta deberá ir en concordancia a la etapa del negocio y capacidad de pago, tal como se observa en el GRAFICO 3.

La vía de financiamiento ideal de las empresas es el acceso a los mercados de capitales, y los mercados bursátiles de las zonas financieramente más activas deberían ser los protagonistas en la canalización de los recursos de los inversores. Los inversionistas institucionales, también deberían jugar un papel importante en el fondeo de las medianas empresas, adaptando su ritmo de crecimiento a las necesidades de este segmento empresarial.

Las empresas tienen como principal fuente de financiamiento externa, los recursos de corto plazo proporcionados por los bancos y los proveedores. Asimismo, los recursos propios

¹⁰ El Financiamiento de las Pequeñas y Microempresas – Revista de la Facultad de Ciencias Económicas UNMSM.

GRAFICO 3



son otra fuente de financiamiento importante, aunque son insuficientes para cubrir sus necesidades.

En la primera fase del ciclo empresarial la financiación externa de corto plazo es indispensable, pero la viabilidad posterior de la empresa dependerá de sus propias reservas y de la capacidad de fondeo a mediano y largo plazo. Es a partir de este financiamiento, que se puede ir adquiriendo una mínima solvencia económica, la cual es imprescindible para acceder a posibles créditos en condiciones más favorables, o posibles participaciones de capital de inversores interesados en impulsar proyectos que les generen beneficios.

Las empresas deben superar el vacío de recursos de capital, obteniendo el financiamiento que haga viable sus inversiones y acometer nuevas iniciativas permanentemente, es decir, deben tener acceso a capitales de riesgo. La existencia de recursos propios en las medianas empresas es indispensable para su mantenimiento y desarrollo, pues los créditos bancarios les resultan muy onerosos por los fuertes diferenciales que les cargan.

Los Mercados de Valores, deberían proveer de liquidez a las empresas dinamizando el mercado de emisiones, pero se da la paradoja que sólo una pequeña parte de las transacciones efectuadas en dichos mercados suponen una canalización efectiva de recursos hacia las empresas, pues el mercado primario se ve superado en importancia por el mercado secundario que no aporta flujos reales a las empresas. Sin embargo, la liquidez del mercado secundario es fundamental para el desarrollo del mercado primario.

En la mayoría de países, es claro el predominio de la financiación intermedia (préstamos) frente a la obtenida directamente del Mercado de Valores (obligaciones y acciones), esto sucede tanto en países desarrollados como en vías de desarrollo. Es decir, las empresas no pueden acceder de forma directa a los mercados de capitales. En tal sentido, los capitales de riesgo, constituyen alternativas financieras óptimas para financiarlas, por lo que se deberían establecer incentivos para la formación de este tipo de capital, especialmente de tipo tributario (ver anexo).

En resumen, en los mercados financieros existen costos de transacción y problemas de información asimétrica que los alejan de asignar eficientemente los fondos de los agentes superavitarios (ahorro) a los agentes deficitarios (inversión). Estos problemas, ocasionan que los activos no sean adecuadamente valorizados, o que no se limpie el mercado, quedando quienes no llegan a obtener financiamiento.

Las medianas empresas están dentro de este grupo de agentes que no obtienen todo el financiamiento deseado, o lo obtienen a precios muy elevados, pues los costos de transacción y los problemas de información asimétrica tienen un mayor peso, debido al reducido tamaño

del patrimonio y los activos que administran tales empresas, o por la insuficiente información disponible en el mercado sobre ellas.

2.3 Las medianas empresas y la emisión de bonos

2.3.1 Financiamiento de las medianas empresas a través de bonos en el Perú

Para los propósitos del estudio, las medianas empresas en el Perú, son definidas como aquellas que tienen ingresos entre US\$ 1,5 y 30 millones y activos menores a los US\$ 25 millones. Dicha parametrización, se ha definido tomando en cuenta el límite máximo de “ventas” de US\$ 1,5 millones establecido por COFIDE para las pequeñas empresas –a partir del cual tomamos el nivel inferior para las medianas- y la cota de US\$ 30 millones en ventas que es empleada por los bancos. En cuanto al monto de los activos, se reconoce que usualmente las pequeñas y medianas empresas mantienen un ratio de rotación de ventas (Ventas / Activos) mayor a la unidad, por lo que a partir de los US\$ 30 millones de ventas considerados por los bancos, se ha establecido el límite en términos de activos a US\$ 25 millones, el cual además coincide con el empleado por la Comunidad Europea¹¹.

De acuerdo a la base estadística de la Sunat (a partir de la declaración del impuesto a la renta 2002), en el Perú, actualmente hay alrededor de 850 empresas con estas características. Por otro lado, las empresas grandes son las que superan los parámetros anteriores y son alrededor de 50.

¹¹ Fuente: Portal de Transparencia del Ministerio de Economía y Finanzas. Perú.

Agrupando las empresas por el tamaño¹², puede observarse que las medianas empresas tienen un coeficiente de gastos financieros/pasivos que duplica el ratio equivalente para las empresas grandes, lo que indica un elevado costo de financiamiento. Como se sabe, las medianas empresas en su mayoría recurren al financiamiento bancario, por lo que tienen un mayor costo por financiamiento. Asimismo, los ratios de endeudamiento patrimonial de estas empresas son el 70% de los ratios de las empresas grandes, lo que puede indicar un insuficiente flujo de fondos hacia este segmento, lo que hace necesario que las medianas empresas cuenten con otra alternativa distinta al sistema bancario.

En lo que se refiere a ofertas públicas de instrumentos de deuda, durante la década de los 90', según el Ministerio de Economía y Finanzas, de las más de 35 empresas que realizaron emisiones sólo el 15% fueron realizadas por medianas empresas.

Ello demuestra la posibilidad de las medianas empresas de recurrir al Mercado Primario de Valores como fuente de financiamiento. Sin embargo, lo anterior puede ser resultado de la falta de un mercado organizado para el financiamiento de las medianas empresas, y de los mecanismos adecuados para facilitar el acceso de las mismas a los mercados de financiamiento.

Finalmente, es importante resaltar la necesidad de crear un mercado para el financiamiento vía patrimonio, porque a través de los mercados de préstamos es difícil lograr el financiamiento eficiente de proyectos que, involucran fuertes inversiones de capital y de

¹² De acuerdo a la información financiera de la muestra de empresas seleccionadas presentadas en el siguiente capítulo.

horizontes largos, ya que el financiamiento bancario a las medianas empresas tiende a ser de corto y mediano plazo en algunos casos.

2.3.2 Nivel de Capitales invertidos por las medianas empresas

No existe restricción normativa o legal que impida a cualquier tipo de empresa acceder al financiamiento a través de este mercado. Obtener financiamiento del Mercado de Valores, está dirigido a todo tipo de empresas (grandes, medianas y pequeñas). Si bien es cierto que la mayor parte de las empresas en el Perú no cuentan con un gran nivel de capital de inversión, sin embargo, existen empresas que sí cuentan con un nivel adecuado, pero que no recurren al Mercado de Valores como alternativa de financiamiento.

Existe un factor condicionante que es la trayectoria de la empresa, la solidez que muestra, el nombre de la misma, que expresa antigüedad en cuanto a años desempeñados, confianza y prestigio; es decir, una madurez que refleje el compromiso de asumir la deuda y el compromiso de pagarla. Estas, son condiciones que toman en cuenta los inversionistas antes de invertir en un activo financiero. Por lo que existen empresas que sí pueden recurrir al Mercado de Valores, pero no lo hacen porque no cuentan con trayectoria, confianza y prestigio.

También es importante observar los estados financieros de las empresas para tomar decisiones de inversión; consecuentemente, tanto para una emisión de acciones como para una emisión de bonos, es importante tener en cuenta desde el punto de vista del inversionista, la solidez de la empresa, el prestigio y la situación económico-financiera de la misma.

Por lo tanto, se puede concluir diciendo lo siguiente: *“para que los activos financieros sean adquiridos juega un rol muy importante la posición de la empresa emisora en el mercado, su buena trayectoria y un clima económico favorable en el sector que opera”*.

En el siguiente capítulo se presenta las 20 empresas que han sido escogidas para el análisis que se realizó sobre la situación económica y financiera de las mismas, lo que se encuentra reflejado en su balance general, estado de ganancias y pérdidas y en sus indicadores o ratios financieros. Por otro lado, es importante señalar que la información financiera de las empresas permitió llegar a las conclusiones del presente estudio.

Para determinar el perfil financiero requerido para las potenciales empresas que pretenden efectuar emisiones de Bonos Corporativos analizamos a las 20 empresas seleccionadas, cuya característica es que durante el período 1994-1999 han conseguido colocar exitosamente estos títulos. Como se mencionó en la introducción del informe, durante este lapso de tiempo se registró la mayor cantidad de emisiones de bonos corporativos por medianas empresas.

- a) Estados financieros a la fecha de emisión de empresas con emisiones menores a \$10 millones.
- b) Estados financieros a la fecha de emisión de empresas con emisiones mayores a \$ 10 millones y menores a \$30 millones.
- c) Estados financieros a la fecha de emisión de empresas con emisiones mayores a \$ 30 millones y menores a \$ 50 millones.

La justificación de evaluar los estados financieros a la fecha de emisión, radica en que en el momento de su lanzamiento, los potenciales demandantes de los bonos corporativos evalúan la viabilidad de ésta; lo que implica tomar en cuenta los estados financieros actuales

de la firma y proyectarlos, la posibilidad de que se cumpla con la cancelación de la deuda a emitir a partir del objetivo que se persigue - ya sea el financiamiento de un proyecto o el reperfilamiento de deuda- para intervenir en la adquisición de estos títulos al momento de su colocación, que tiene lugar en fecha posterior al lanzamiento de la emisión.

2.4 Ofertas Públicas Primarias de Bonos

Una oferta pública primaria es aquella oferta de nuevos valores realizada por las personas jurídicas en el mercado primario. En toda oferta pública intervienen: 1) el emisor, que es quien pretende captar recursos; 2) la CONASEV; 3) el agente de intermediación.

Solo es permitido realizar ofertas públicas de ventas con valores previamente inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV), donde se exige al emisor proporcionar información sobre el proyecto de la emisión, las características de los valores, derechos y obligaciones otorgados a los titulares, manifestarse sobre los factores riesgosos para las expectativas de los inversionistas, estados financieros auditados, garantías de la emisión, procedimiento a seguir para la colocación de los valores, entre otros.

En materia de una oferta pública primaria de valores se sabe que:

- a) Se emiten acciones (para constituir una nueva sociedad o para aumento de capital).
- b) Se emiten bonos (para financiar los diversos proyectos de inversión o para capital de trabajo).

La liberalización del mercado financiero y de capitales nacional en la década de los 90', originó un buen marco para las ofertas públicas primarias de bonos corporativos. La mayor

oferta primaria se observó durante los años 1994 – 1999, lapso de tiempo que se ha tomado como base estadística para nuestro análisis.

CUADRO 1
MERCADO PRIMARIO DE VALORES 1994 - 1999
(MILES DE DÓLARES)*

MODALIDAD DE EMISIÓN	1994	1995	1996	1997	1998	1999
I. OFERTA PÚBLICA (A + B + C)	243.110	362.130	631.126	1.025.382	1.094.386	817.496
A. ACCIONES	0	0	14.937	22.552	46.130	0
B. BONOS	243.110	362.130	595.773	799.860	1.048.256	575.124
- B.A.F.	105.000	119.000	141.575	217.276	580.000	185.000
- B. CORPORATIVOS	54.000	192.707	288.290	477.186	246.256	3.000.295
- B. CONVERTIBLES	40.000	0	0	0	0	0
- B. SUBORDINADOS	44.110	50.423	165.908	105.398	202.000	64.679
- B. DE TITULIZACIÓN	0	0	0	0	20.000	25.150
C. INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO	0	0	20.416	202.969	0	242.373
II. EMISIONES DEL SECTOR PÚBLICO	281.806	0	0	144.334	300.000	869.000
- BONOS DEL GOBIERNO CENTRAL	281.806	0	0	144.334	300.000	869.000
III. EMISIONES SOCIETARIAS	161.943	131.495	81.572	131.370	110.831	105.219
- DE CAPITAL	1.427.226	1.174.062	633.851	1.018.197	885.617	957.331
- DE INVERSIÓN	192.205	140.890	97.217	153.365	57.875	46.702
- EMISIONES DEL EXTERIOR	0	0	84.694	142.146	164.819	48.160
TOTAL (I + II + III)	2.144.347	1.677.082	1.446.888	2.483.424	2.502.697	2.738.688

*Valorización al Tipo de Cambio promedio anual del Mercado informal

Fuente: Registro público del Mercado de Valores - CONASEV

Entre los hechos más relevantes que encierran las cifras del cuadro adjunto, podemos mencionar que el Mercado de Valores en el Perú durante el año 1997, se caracterizó por el comportamiento favorable de sus principales indicadores, tanto en lo que a su mercado primario como al secundario se refiere. A finales de dicho año, vio la consolidación de los Fondos Mutuos de Inversión en Valores y la aparición en el mercado de nuevos partícipes, como las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión y las Sociedades Tituladoras. Experimentó la disvinculación de las materias relativas a la compensación y liquidación de la Bolsa de Valores de Lima (desmaterialización) y fue testigo de importantes cambios tanto desde el punto de vista normativo como institucional.

Las ofertas públicas inscritas en el RPMV registraron una evolución favorable en 1997, gracias a la participación más activa del sector empresarial en este segmento del mercado de capitales. En dicho año, las ofertas públicas primarias alcanzaron los US\$1 025.5 millones, cifra récord en cuanto a monto inscrito hasta ese momento, representando un crecimiento del 62.5% en relación a lo registrado en 1996. El número de empresas nuevas que inscribieron sus valores materia de oferta pública primaria ascendió a diecisiete (17), con lo que en el período 1991-97 cerca de 75 empresas accedieron alguna vez al Mercado de Valores en búsqueda de financiamiento.

Si bien el mercado primario de valores tuvo un desarrollo importante, el tamaño relativo de la oferta agregada de valores era aún reducido en comparación al registrado en economías que han alcanzado un mayor nivel de desarrollo, generando un déficit de instrumentos financieros, frente a la creciente demanda observada por los inversionistas institucionales, lo cual se refleja en el desbalance existente entre el monto demandado y el monto ofertado.

Durante el año 1998, se inscribieron en el RPVM, instrumentos correspondientes a 38 emisiones por un monto de US\$ 1 094.4 millones, cifra superior en 6.72% a la registrada en 1997. El 96% de los valores utilizados como fuente de financiamiento fueron representativos de deuda, destacando los bonos de arrendamiento financiero. Cabe señalar, que la desfavorable coyuntura financiera experimentada en dicho año afectó la utilización del Mercado de Valores como fuente de financiamiento durante el último trimestre.

Si bien la oferta pública primaria del sector privado llegó a superar por segundo año consecutivo los US\$ 1 000 millones, dicho importe no representó una mejora relativa del mercado primario frente a la posición sostenida en períodos anteriores. Así tenemos que

durante 1998 el incremento de 6.7% en las emisiones, respecto al año anterior, se contrasta con la tasa de crecimiento promedio del período 1995-1997 (61.9%). De otro lado, las colocaciones que habían observado una tendencia similar en el mismo período (crecimiento promedio de 58.3%) sufrieron una fuerte contracción (25.7%), representando sólo el 56% del monto inscrito.

Durante el año 1999, se inscribieron en el RPVM emisiones por un monto de US\$ 817 millones, cifra inferior a la registrada en 1998. El año 2000 continuó con la misma tendencia; esto debido a la situación política y económica por la que atravesaba nuestro país.

2.4.1 Emisión de bonos:

En la década de los 90's, más aún en estos últimos años, solo un grupo reducido de empresas han realizado emisiones de bonos corporativos. Asimismo, las cifras oficiales publicadas por la CONASEV, señalan un alto nivel de concentración en bonos de mediano plazo (entre 3 y 5 años), situación que se explicaría por la importante participación de los bonos de arrendamiento financiero¹³.

Los mayores montos inscritos fueron a su vez acompañados por un aumento del número de agentes económicos que optaron por acceder al Mercado de Valores para el financiamiento de sus actividades productivas, sobre todo a través de la emisión de bonos corporativos, en el caso de empresas no financieras (72 nuevos emisores de obligaciones entre 1981 y 1999) y de bonos de arrendamiento financiero y subordinados, en el caso de instituciones financieras (43 nuevos emisores entre 1981 y 1999). Recién en 1996, las empresas financieras cobran

¹³ CONASEV: Anuarios 1999, 2000 y 2003.

importancia como emisores al representar el 45% de las emisiones vigentes, participación que en promedio se mantiene hasta la fecha.

La poca cantidad de empresas que acceden a financiamiento a través del mercado de valores se evidencia en la elevada concentración por emisor de los saldos de valores en circulación emitidos por Oferta Pública Primaria.

Según el Ministerio de Economía y Finanzas, a fines del año 1999 los 5 mayores emisores –poco menos del 10 % del número total de emisores que mantienen valores en circulación a dicha fecha– concentraban el 32,6% del saldo total en circulación; mientras que los 10 mayores emisores –poco menos del 20,0% del número total de emisores– concentraban el 51,3% del saldo total en circulación¹⁴.

Entre las principales limitantes al desarrollo de la oferta pública primaria de valores e incorporación de nuevos emisores al mercado de valores peruano, es la escala reducida de la mayoría de compañías que conforman el sector empresarial.

2.4.2 El mercado de las ofertas públicas de bonos

Una de las razones que lleva a las empresas a ingresar al Mercado de Valores, es la magnitud de su requerimiento de capital. En sistemas financieros relativamente pequeños, o descapitalizados como el nuestro, suele ocurrir que las solicitudes de financiamiento realizadas por las empresas sobrepasan las disposiciones impuestas por la Superintendencia

¹⁴ Preguntas Frecuentes Sobre Acceso al Financiamiento a Través del Mercado de Valores – Portal de Transparencia del Ministerio de Economía y Finanzas

de Banca y Seguros, referidas a la necesidad de diversificar las colocaciones del sistema financiero, sea por límites institucionales, por grupo empresarial o por empresa.

2.4.2.1 Oferta y Demanda

Oferta

Las empresas sin acceso al financiamiento bancario difícilmente están en condiciones de realizar una Oferta Pública de Valores. La explicación a esta circunstancia, se encuentra propiamente en el mercado, dado que el emisor deberá gozar de la confianza del público inversionista en cuanto a su solvencia y capacidad de pago. Si esta confianza no existe, independientemente de la situación real de la empresa, que podría ser buena, difícilmente se produciría una emisión exitosa. Es razonable suponer que los inversionistas no cedan su confianza a una empresa que no goza de acceso al sistema financiero.

Aquellas empresas que mantienen su capacidad de endeudamiento con el sistema financiero, se encuentran en condiciones de evaluar la alternativa del Mercado de Valores como fuente de financiamiento. En este caso, se debe tener en cuenta que toda emisión se enfrenta a la competencia de otras emisiones, u otras alternativas de inversión en deuda negociadas en los mercados secundarios. Esta competencia, se da en términos de remuneración a los inversionistas (rendimiento) y riesgos que pueden pasar por el riesgo de insolvencia, riesgo de liquidez en el mercado secundario, riesgos de tipos de cambio o inflación, etc.

Las principales características de este mercado en el país han sido la escasa liquidez, la concentración de la oferta en un número bastante reducido de emisores, la ausencia de emisiones a largo plazo en moneda nacional y la concentración de la oferta en instrumentos sencillos (“plain vanilla”). La concentración en instrumentos simples, es necesaria para impulsar el mercado y atraer a nuevos agentes, ya que la utilización de herramientas muy sofisticadas podrían desalentar la participación de un mayor pool de inversionistas, dada la complejidad del funcionamiento del mercado.

Demanda

Los principales demandantes de bonos son los fondos privados de pensiones (AFP), los fondos mutuos, las compañías de seguros, las tesorerías de bancos, inversionistas internacionales, instituciones del gobierno y personas naturales. El panorama proyectado hacia el año 2009 se presenta optimista para este mercado, y resalta fundamentalmente el rol que jugarán las AFP como principales demandantes de estos instrumentos pues se espera que ésta ascienda a US\$ 4 195 millones. Las proyecciones de crecimiento de la demanda exceden en gran medida a la tendencia de crecimiento de la oferta, mostrando el potencial para una mayor inversión en estos instrumentos financieros.

No obstante, la demanda de bonos corporativos que pueden efectuar estas instituciones se encuentra limitada por sus propias políticas de inversión y por las regulaciones que se les impone.

A su vez, los inversores institucionales locales mantienen un comportamiento conservador. Por un lado, las emisiones por montos pequeños resultan poco atractivas, debido a que tienen asociados bajos niveles de liquidez y además demandan el mismo costo y esfuerzo en términos de análisis de inversión que emisiones de montos mayores, conllevando a la existencia de una “Limitante de Demanda por Costos y Liquidez”. Adicionalmente, en épocas de incertidumbre, se acentúa una “demanda selectiva” por instrumentos de muy bajo riesgo, “Limitante de Demanda por Coyuntura”.

Las empresas tampoco encuentran facilidades para efectuar emisiones a nivel internacional por dos razones: la elevada clasificación de “riesgo país” asignada por los bancos de inversión a las emisiones peruanas, que obligaría a pagar una tasa de interés onerosa para las empresas emisoras, que deseen compensar este mayor riesgo.

La segunda razón, es la ventaja que tienen las principales empresas dentro del mercado local, al ser parte de un grupo reducido de emisores que ofrecen sus títulos a un mercado casi cautivo como lo son las AFP, a quienes les ofrecen tasas relativamente bajas.

En conclusión, según el análisis realizado, las empresas locales en general, que desearían captar capitales en el Mercado de Valores, tienen la desventaja de actuar en un mercado muy selectivo y tienen dificultad para salir al exterior con sus emisiones. Sin embargo, en el caso de las grandes empresas, éstas cuentan con el privilegio de colocar localmente sus títulos con tasas de interés incluso por debajo de las tasas internacionales.

2.5 Costos de financiamiento de las medianas empresas en el Mercado de Bonos

2.5.1 Costo promedio de emisión de bonos

Está constituido por los siguientes rubros:

CUADRO 2

Gastos de asesoría	US \$ 5 000 (i)
Clasificación del Valor ¹⁵	US \$ 12 000 (ii)
Publicidad	US \$ 3 000 (i)
Contrato de colocación: (ii)	
• Underwriting	1.5% del total de la emisión autorizada (i)
• Best Effort	0.5% del total de la emisión colocada (iii)
Contrato de Fideicomiso ¹⁶	0.5% anual del total de la emisión autorizada (iv)
Derechos Notariales	US \$ 3 000 (i)
Derechos de Registro	US \$ 1 000 (i)

Fuente: Entrevistas realizadas a funcionarios de Banca de Inversión.

i. Se pagan una sola vez.

ii. Generalmente se pagan en forma mensual o trimestral.

iii. Existen diversas modalidades de pago dependiendo del período de colocación y del monto colocado.

iv. Generalmente se paga anualmente y por adelantado.

¹⁵ Proceso de evaluación a partir del cual una clasificadora de riesgo expresa su opinión acerca de la calidad o riesgo de un determinado valor. Las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda deberán contratar los servicios de cuando menos dos clasificadoras, independientes entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de dichos valores. Los criterios que se toman en cuenta para la clasificación de riesgos son: la solvencia del emisor, la variabilidad de los resultados económicos del emisor, la probabilidad que las obligaciones que el emisor ha puesto en circulación resulten impagas, las características del valor, la liquidez del valor, la información disponible a los fines de la clasificación.

¹⁶ Contrato por el cual se designa un fideicomisario (entidad designada por el emisor de bonos, que tiene por objeto velar por los intereses de los obligacionistas, que es el titular de las obligaciones o deuda). La Ley del Mercado de Valores D.Leg. N° 861 establece que sólo las empresas bancarias, financieras o las sociedades agentes podrán ser designadas como representantes de los obligacionistas.

En Cuanto a la estructura de costos, a diferencia de una emisión de acciones, en la emisión de bonos la empresa tiene que incurrir en costos de clasificación del valor y de fideicomiso.

Por lo tanto, se deduce a simple vista que el costo de una emisión de bonos es mayor que el costo de una emisión de acciones. Sin embargo, las empresas en general o en su mayoría, prefieren emitir bonos antes que acciones. Esto se debe a que al empresario peruano no le gusta la idea de compartir el control de la dirección de su empresa.

En lo referente al contrato de colocación, se ha constatado que todas las empresas peruanas que han recurrido al Mercado Primario de Valores, han utilizado la modalidad de Underwriting. Esto es, no existe caso alguno que se haya realizado vía Best Effort. Todo ello se explica porque las empresas prefieren que se garantice (total o parcialmente) la colocación de sus valores.

Sin embargo, si se tratase de empresas que no tienen trayectoria, prestigio, solvencia, además de los costos que implica endeudarse en el Mercado Primario de Valores vía bonos, deben tener en cuenta que dicho costo por financiamiento puede incrementarse, ya que deberán ofrecer mayores rendimientos para el inversionista. Ello se debe fundamentalmente por el riesgo que implicaría invertir en estas empresas. En la actualidad, una compañía solvente ofrece una tasa que puede llegar al 7% en moneda extranjera, en cambio una empresa más riesgosa ofrece un rendimiento para el inversionista de alrededor del 11% (3%-3.5% más) en dólares. Es importante indicar que esta tasa viene a ser un costo fijo para la empresa que emita los bonos.

2.6 Monto mínimo de las emisiones de bonos corporativos en el Mercado Primario de Valores del Perú

Los costos de emisión -en su mayoría fijos- en que incurre una empresa para obtener financiamiento a través del Mercado de Valores, hacen que éstos sólo sean atractivos en relación a costos alternativos, como los ofrecidos por el sistema bancario, solamente para montos significativos. Es importante que una emisión sea lo suficientemente considerable para permitir un abaratamiento de la deuda (en el caso de una emisión de bonos). Esto permite que el costo financiero sea significativamente menor en comparación con una emisión relativamente pequeña.

De otro lado, es importante también tener en cuenta que la emisión de bonos no debe superar el valor del patrimonio de la empresa, ya que este patrimonio sirve de garantía para la realización de la emisión. Asimismo, ofrece confianza y seguridad para los inversionistas, a quienes está dirigida la emisión. También destaca que una de las ventajas para la firma emisora, es que el riesgo de la colocación no lo asume ella sino, el banco (modalidad underwriting). Esto se debe, a que en la modalidad underwriting el banco de inversión garantiza la emisión de valores, total o parcialmente, para distribuir los títulos posteriormente entre el público y los inversionistas institucionales.

Las empresas, al emitir acciones, cuidan la propiedad de la misma. Motivo por el cual, así resulte más conveniente que una emisión de bonos, prefieren no recurrir a esta vía, ya que no quieren delegar o compartir la propiedad con otros inversionistas.

2.6.1 Estimación del monto óptimo de emisiones de bonos corporativos, tomando en consideración costos fijos y variables

Para que en términos de costos, el monto de una emisión de bonos corporativos sea menor al de un financiamiento bancario, debe tenerse en cuenta los costos fijos y los costos variables.

Para la estimación del monto mínimo económico de las emisiones asumiremos lo siguiente:

- La empresa cuenta con un perfil financiero mínimo en función de sus ratios financieros, que le permita acceder al financiamiento del Mercado de Valores o del crédito bancario.
- Los costos fijos propios de la gestión bancaria son similares a los costos fijos de la gestión previa a los procesos de emisión.
- El costo del crédito bancario para las empresas en promedio es de 14.0% efectivo anual en dólares.
- La tasa de interés que paga el bono al inversionista (tasa cupón) es del 10.0% trimestralmente (en la práctica, generalmente se asume un costo de oportunidad entre 10% y 12%)
- Los costos de constitución de garantías son equivalentes en las dos alternativas de financiamiento.
- El período de financiamiento tiene un horizonte temporal de cuatro años, tal como se ha producido en el mercado durante las emisiones realizadas el período 1994-1999.
- Las nuevas empresas que deciden realizar emisiones, acceden a los costos mínimos requeridos por las entidades estructuradoras.

La ecuación que nos permite establecer y/o determinar el monto óptimo de emisión, de tal forma que el costo total no sea superior al costo de un crédito bancario es:

CT = Costo Total en % del monto de la emisión.

M = Monto de la emisión.

CF = Costo Fijo Total.

CV = Costo Variable Total.

CF/M = Costo Fijo Unitario

Por lo que se establece la relación siguiente:

$$CT = CF / M + CV \quad \rightarrow \quad (1)$$

Lo cual es equivalente a la siguiente expresión:

$$M = CF / (CT - CV) \quad \rightarrow \quad (2)$$

Se sabe que el Costo Total (CT) no debe ser mayor al 14.0% efectivo anual.

Los costos fijos para empresas que realizan una primera emisión está representado por los rubros mostrados en el CUADRO 3 y en el CUADRO 4 se muestran los costos variables para empresas que realizan una primera emisión de bonos corporativos.

CUADRO 3

Costos Fijos	Monto
Estructuración	\$ 120 000
Clasificación del Valor	\$ 48 000 (1000 mensuales)
Derechos de Registro (RPMV)	\$ 1 000
Derechos Notariales	\$ 3 000
Elaboración del Prospecto	\$ 1 000
Publicidad (Diarios)	\$ 3 000
Contrato de Fideicomiso	\$ 40 000 (10000 anuales)
Road Show	\$ 2 000
Total	218 000

Fuente: Entrevistas realizadas a funcionarios de Banca de Inversión.

Elaboración propia

CUADRO 4

Costos Variables	Porcentaje
Tasa Promedio de bonos corporativos	10.00 %
Contrato de colocación (i):	
* underwriting (aseguramiento)	1.50% del total de la emisión autorizada
* best effort (mejor esfuerzo)	0.50% del total de la emisión colocada
Total	12.00%

Fuente: Entrevistas realizadas a funcionarios de Banca de Inversión.

Elaboración propia.

i) Para el caso peruano, las empresas han realizado oferta pública de valores mediante la modalidad de underwriting.

El monto para realizar una emisión de bonos corporativos se obtiene reemplazando los datos en la ecuación (2):

$$M = CF / (CT - CV)$$

$$M = \$ 218 000 / (0.14 - 0.12)$$

$$M = US\$ 10 900 000$$

Por lo tanto, se ha determinado que el monto para realizar una emisión de bonos corporativos es de US\$ 10,9 millones - según el Ministerio de Economía y Finanzas el monto está en el orden de los US\$ 10 millones que será el valor que tomaremos de referencia. Una emisión por este monto, resulta conveniente para una empresa que prefiera endeudarse en el Mercado Primario de Valores.

De lo anterior, deducimos que en términos de costos, cuando una empresa requiera financiamiento por un monto menor a US \$ 10 millones, le es más conveniente financiarse mediante el crédito bancario, ya que le resultará un financiamiento con menor costo; por el contrario, si la empresa, decide financiar un monto superior al mencionado, es aconsejable que recurra al Mercado de Valores como la alternativa óptima, ya que reduciría sus costos de financiamiento considerablemente.

La realidad, indica que la escala reducida de nuestras empresas hace que sus requerimientos de financiamiento se encuentren por debajo del monto mínimo que justifique los costos de emisión. Esto genera un descalce entre oferta y demanda de títulos en el Mercado de Valores, por un factor de costos.

Sin embargo, “el factor costos” no es el único que debe ser considerado por la empresa emisora; también resulta fundamental gozar de la confianza de los inversionistas del mercado, quienes son sensibles al riesgo en todos sus aspectos.

Otro factor importante que debe tener en cuenta la empresa emisora, es el relacionado a los requerimientos por parte de CONASEV, ya que ésta establece como requisito para el emisor su previa inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores. Esta inscripción implica poner a disposición de este registro un sistema integrado de revelación permanente de información al mercado respecto de los valores que se transan en el mismo, de manera que la información de los mercados primario y secundario se encuentre, en la medida de lo posible, dentro de los estándares similares de calidad, lo que propicia la correcta formación del precio de los valores en ambos mercados, y tiene como efecto adicional la posibilidad de reducir los costos asociados a la revelación de la información para las personas obligadas.

Las empresas peruanas, en su mayoría, han demostrado ser renuentes a proporcionar su información al mercado, es decir, no desean hacer pública la información referente a la marcha de su gestión; además de que muchas argumentan que es costoso brindarla.

CAPÍTULO 3 ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE LAS MEDIANAS EMPRESAS EN EL MERCADO DE BONOS

3.1 Características de las medianas empresas emisoras de bonos corporativos

A partir del año 1993 se inician las emisiones de bonos corporativos en el mercado local, luego de estabilizada la economía y constituido el marco legal promotor del Mercado de Valores. Las primeras emisiones fueron realizadas por una empresa considerada grande como Enrique Ferreyros S.A (US\$ 5 millones) y una empresa mediana denominada Fabricantes Electrónicos del Sur S.A. FESSA (12 millones). Es así que inicialmente ingresan empresas relativamente medianas con emisiones que iban desde los dos millones de dólares hasta montos del orden de los US\$ 20 millones.

El impulso inicial fue continuado por otras empresas medianas y grandes durante los años siguientes, incrementándose las emisiones de US\$ 17 millones en el año 1993 hasta llegar a US\$ 477 millones en el año 1997. En 1998, las emisiones de bonos corporativos se contraen a US\$ 246 millones, y sólo participan las más grandes empresas. La desaceleración mencionada se explica por tres razones que interactúan entre sí, siendo ambas de causa y efecto: la crisis asiática y rusa combinada con las dificultades

climáticas de esos años (Fenómeno del Niño) y el conflicto con el Ecuador, provocaron una recesión económica que terminó deteriorando la situación financiera de las empresas.

El deterioro de las empresas, se reflejaba en sus estados financieros; los cuales mostraban un endeudamiento quizá acorde para un período de expansión, pero en escenarios recesivos, terminaba siendo excesivo respecto a su patrimonio y el tamaño de actividad.

Esta circunstancia, exigía un replanteamiento en la estructura de financiamiento de la actividad de las empresas, elevando la participación de los recursos propios frente a la de los terceros. La segunda razón, tiene que ver con la percepción de los inversionistas internacionales, quienes descubrieron nuevas consideraciones o componentes de riesgo para sus inversiones en mercados emergentes como el peruano. Las nuevas amenazas eran vistas básicamente por el lado cambiario y la escasa liquidez de los mercados secundarios que no les permitía liquidar sus posiciones oportunamente, quedándose atrapados y sin salida en muchas ocasiones. En el caso peruano, se sumaba a este componente de riesgo la inestabilidad institucional y política. La nueva percepción que provocaron estos riesgos contrajo los flujos de fondos hacia la región y elevaron las exigencias para la clasificación de riesgo de los activos financieros y los emisores.

El tercer componente que explica la desaceleración del Mercado de Valores, también surge en el lado internacional. Luego de la crisis asiática los capitales de gran parte del mundo vuelcan su mirada y regresan al mercado norteamericano, el cual se encontraba relativamente subvaluado y las cotizaciones aún no reflejaban adecuadamente la enorme revolución que habían provocado en la economía de este país las empresas de alta tecnología, las cuales comenzaron a considerar que tenían un potencial increíble de crecimiento en ventas

y utilidades. Cuando los capitales regresaron a este mercado las cotizaciones subieron convirtiéndolo en una de las mejores alternativas de inversión en el planeta, y se vio entonces reforzada aquella percepción sobre los riesgos inútiles que corrían las inversiones en el tercer mundo.

Si bien hoy en día se ha venido observando una recuperación del mercado de bonos, producto de la recuperación económica, y una gran demanda por parte de los inversionistas institucionales, ésta solo ha acogido la oferta de las grandes compañías, tal como se ha venido señalando en líneas anteriores.

3.1.1 Análisis de los Estados Financieros

El análisis de los Estados Financieros corresponde a aquellas empresas que realizaron emisiones durante el período 1994-1999 con relativo éxito. No se ha considerado las emisiones que posteriormente tuvieron problemas con los obligacionistas en cuanto al pago de intereses y el principal.

Las empresas con emisiones menores a \$ 10 millones, tal como se muestra en el CUADRO 5, tienen en común el hecho de pertenecer todas ellas al sector industrial, aunque la mayoría se encuentra en diferentes subsectores. Las emisiones de estas empresas fueron efectuadas entre los años 1994 y 1996. Sus indicadores financieros son heterogéneos; sin embargo, se pueden identificar algunas medias. Respecto al grado de apalancamiento (Pasivos en relación al Patrimonio) estos fluctúan desde 0,38 (Donofrio) hasta 2,56 (Basa); ambas en el mismo año; las otras cuatro empresas presentan este indicador cercano a la unidad. En el ratio de liquidez corriente, el grado de dispersión es algo menor, este va desde 0,94 (Fima) a 2,45 (Universal Textil). Cabe destacar que en su mayoría estas empresas

presentan este ratio por encima de la unidad, lo cual es razonable dado que en esta razón corriente probablemente aún se está reflejando parte del efectivo inyectado a la empresa luego

CUADRO 5

EMPRESAS	BASA		DONOFRIO		TEXTIL PACIFICO		UNIVERSAL TEXTIL		MEDIFARMA		FIMA
	1994	1995	1994	1995	1994	1995	1995	1996	1996	1997	1995
BALANCE GENERAL											
ACTIVOS	49	60	161	154	102	111	52	62	120	146	112
Activo Corriente	30	36	52	46	58	67	37	32	24	47	52
Activo No Corriente	19	25	108	108	43	44	15	29	97	99	60
PASIVOS	32	43	54	43	56	59	21	32	53	79	58
Pasivo Corriente	27	32	44	34	47	43	18	13	25	29	55
Pasivo No Corriente	5	11	11	9	9	15	4	19	29	50	3
PATRIMONIO	17	17	106	111	46	52	31	30	67	67	54
ESTADO DE GAN. y P											
Ventas Netas	56	50	157	173	64	68	76	65	41	48	88
Costo de Ventas	33	28	96	114	46	50	55	49	14	15	61
UTILIDAD BRUTA	22	22	61	60	18	18	21	16	27	33	27
UTILIDAD NETA	0	0	9	5	3	2	7	4	19	3	5
INDICADORES											
Pasivo Total/Patrimonio	1,92	2,56	0,51	0,38	1,21	1,13	0,70	1,07	0,79	1,18	1,07
Pas. Largo Plazo/Patrimo	0,31	0,66	0,10	0,08	0,19	0,30	0,12	0,63	0,43	0,74	0,05
Activo Cte/Pasivo Cte	1,12	1,11	1,20	1,37	1,24	1,54	2,12	2,45	0,96	1,61	0,94
Ventas/Pasivo Total	1,74	1,15	2,89	4,07	1,16	1,16	3,54	2,05	0,78	0,60	1,52
Ventas/Patrimonio	3,33	2,93	1,48	1,56	1,40	1,31	2,46	2,19	0,62	0,71	1,63
Utilidad Neta/Ventas	0,01	0,00	0,06	0,03	0,04	0,03	0,09	0,06	0,46	0,06	0,05
Utilidad Neta/Patrimonio	0,02	0,01	0,08	0,04	0,06	0,04	0,22	0,13	0,28	0,04	0,09

Fuente: Información financiera remitida por empresas a la Bolsa de Valores de Lima. Elaboración propia.

de la emisión de bonos corporativos; además, es factible que los recursos obtenidos hayan permitido reestructurar la deuda de corto plazo cambiándola por deuda de mediano plazo.

Al analizar las ventas respecto de los pasivos, se aprecia el potencial de capacidad para hacer frente a la deuda mediante la actividad misma del negocio. Esto nos dio señal sobre el tiempo que necesita la empresa para cancelar toda su deuda si dedica un porcentaje definido de sus ingresos a la amortización de sus obligaciones. Todas las empresas analizadas se encuentran por encima de la unidad, con excepción de Medifarma.

Al relacionar las ventas con el patrimonio de la empresa, para tomar una proporción de la capacidad de afectación que tienen las utilidades o las pérdidas sobre los intereses directos de los accionistas, encontramos que a excepción de Medifarma, el rendimiento de las acciones de todas las demás empresas tienen un grado de sensibilidad mayor a la unidad, respecto a los márgenes que se obtengan sobre las ventas.

Las empresas con emisiones mayores a \$ 10 millones y menores a \$ 30 millones (CUADRO 6) pertenecen a diversos sectores de la economía: Consorcio Los Portales se encuentra en el rubro inmobiliario, Corporación Graña y Montero reúne a un conjunto de empresas vinculada a la construcción y desarrollo de proyectos y obras civiles, Inversiones Centenario es una empresa Holding del grupo Romero, Luz del Sur es una empresa de servicios de distribución de energía eléctrica y Cervecería del Sur se encontraba principalmente dedicada a la producción y distribución de cerveza. Los valores emitidos fueron colocados entre 1995 y 1999. Se pudo notar que en conjunto estas empresas mantenían una estructura de apalancamiento más dispersa. Este ratio varía desde 0,24 (Graña y

Montero) y 3,27 (Consortio Los Portales). Esta dispersión en cierta medida pudo ser atribuido al hecho de que estas empresas pertenecen a diferentes sectores de la actividad y

CUADRO 6

EMPRESAS	Consortio Los Portales		CERVECERA DEL SUR		LUZ DEL SUR		CORP. GRAÑA Y MONTERO		CENTENARIO	
	1998	1999	1994	1995	1994	1995	1997	1998	1996	1997
BALANCE GENERAL										
ACTIVOS	222	123	377	485	839	874	329	396	114	149
Activo Corriente	120	80	130	173	264	229	24	42	44	59
Activo No Corriente	101	43	247	312	575	645	305	353	70	91
PASIVOS	131	94	141	234	281	258	34	76	48	80
Pasivo Corriente	59	65	51	107	203	156	33	76	26	17
Pasivo No Corriente	73	29	90	127	78	102	1	0	21	63
PATRIMONIO	90	29	237	251	558	615	295	320	66	70
ESTADO DE GAN. y P										
Ventas Netas	51	62	86	173	526	611	19	44	26	10
Otros Ingresos Operac.	0	15	0	0	0	0	0	0	0	0
Costo de Ventas (servicios)	0	60	50	92	408	432	8	9	15	2
UTILIDAD BRUTA	51	17	35	81	118	180	11	35	12	8
UTILIDAD NETA	2	3	19	23	13	78	6	29	3	10
INDICADORES										
Pasivo Total/Patrimonio	1,45	3,27	0,59	0,93	0,50	0,42	0,12	0,24	0,73	1,15
Pas. Largo Plazo/Patrimo	0,80	1,02	0,38	0,51	0,14	0,17	0,00	0,00	0,33	0,91
Activo Cte/Pasivo Cte	2,04	1,24	2,56	1,62	1,30	1,46	0,72	0,55	1,67	3,54
Ventas/Pasivo Total	0,39	0,66	0,61	0,74	1,87	2,37	0,56	0,57	0,55	0,13
Ventas/Patrimonio	0,56	2,17	0,36	0,69	0,94	0,99	0,06	0,14	0,40	0,15
Utilidad Neta/Ventas	0,03	0,04	0,22	0,13	0,02	0,13	0,34	0,67	0,13	0,96
Utilidad Neta/Patrimonio	0,02	0,09	0,08	0,09	0,02	0,13	0,02	0,09	0,05	0,14

Fuente: Información financiera remitida por empresas a la Bolsa de Valores de Lima. Elaboración propia.

cada uno de ellos tiene su propia lógica de financiamiento. En todo este grupo de empresas, se observa un incremento de los pasivos de largo plazo respecto al patrimonio, como consecuencia de la nueva deuda de mediano o largo plazo contraída con la emisión.

El ratio de liquidez corriente, nos mostró que estas empresas tienen en común un nivel de liquidez relativamente alto, salvo el caso de Corporación Graña y Montero, todas presentan este ratio por encima de la unidad, de lo que se deduce la capacidad para afrontar con cierta holgura los compromisos de corto plazo. Analizando las ventas sobre el pasivo total, Luz del Sur se encontró fuera del promedio al mostrar un ratio de 2,37 lo cual señala que con márgenes no muy significativos en sus ventas, esta empresa podría afrontar sus obligaciones. El resto de empresas, con el nivel de ventas que mantenían en el momento de la emisión, tuvieron que destinar una parte importante de sus ingresos al servicio y amortización de la deuda. La relación Utilidad Neta respecto a Patrimonio fue bastante homogénea entre estas empresas; la cual varía entre 0,9 y 0,14. Evidentemente, la emisión realizada durante el año donde se obtuvieron estos ratios, busca mejorarlos para el futuro y de esta forma aumentar la rentabilidad de los accionistas.

En cuanto a las empresas con emisiones mayores a \$ 30 millones y menores a \$ 50 millones (CUADRO 7), tres de estas empresas son industriales (Sipesa, Backus y Gloria). También se encuentran Graña y Montero Edificaciones (Empresa perteneciente a la Corporación Graña y Montero) reconocida en el sector construcción y Enrique Ferreyros dedicada básicamente a las representaciones, ventas y distribución de maquinarias y equipos. La colocación de bonos se realizó entre los años 1996 y 1999. Los niveles de apalancamiento

en este grupo fue menos disperso, aunque no se podría afirmar su homogeneidad. Este ratio varía entre 1,89 (Sipesa) y 0,51 (Backus) al finalizar el año de la emisión.

CUADRO 7

EMPRESAS	SIPESA S.A.		BACKUS		GRAÑA Y MONTERO EDIFICACS		GLORIA S.A.		ENRIQUE FERREYROS S.A.	
	1996	1997	1996	1997	1994	1995	1995	1996	1996	1997
BALANCE GENERAL										
ACTIVOS	736	766	2.051	2.107	101	125	520	594	857	793
Activo Corriente	186	279	547	566	84	100	153	178	608	506
Activo No Corriente	549	487	1.504	1.541	17	25	367	417	249	287
PASIVOS	465	501	794	713	65	78	247	285	137	214
Pasivo Corriente	259	402	397	241	34	40	204	165	0	0
Pasivo No Corriente	205	99	397	472	31	38	43	120	137	214
PATRIMONIO	271	265	1.257	1.394	35	46	272	309	230	230
ESTADO DE GAN. y P										
Ventas Netas	541	370	901	931	72	37	504	508	637	652
Otros Ingresos Operac.	0	0	16	43	0	0	0	0	4	30
Costo de Ventas	382	187	446	393	0	0	353	379	468	500
UTILIDAD BRUTA	159	184	470	582	72	37	152	129	174	182
UTILIDAD NETA	40	65	40	158	8	10	67	37	13	-10
INDICADORES										
Pasivo Total/Patrimonio	1,71	1,89	0,63	0,51	1,85	1,70	0,91	0,92	0,59	0,93
Pas.LargoPlazo/Patrimo	0,76	0,38	0,32	0,34	0,89	0,82	0,16	0,39	0,59	0,93
Activo Cte/Pasivo Cte	0,72	0,69	1,38	2,35	2,47	2,46	0,75	1,08	S/D	S/D
Ventas/Pasivo Total	1,16	0,74	1,14	1,31	1,10	0,47	2,04	1,78	4,66	3,05
Ventas/Patrimonio	1,99	1,40	0,72	0,67	2,04	0,79	1,85	1,64	2,77	2,83
Utilidad Neta/Ventas	0,07	0,17	0,04	0,17	0,11	0,26	0,13	0,07	0,02	-0,02
Utilidad Neta/Patrimonio	0,15	0,24	0,03	0,11	0,22	0,21	0,25	0,12	0,06	-0,05

Fuente: Infomación financiera remitida por empresas a la Bolsa de Valores de Lima. Elaboración propia.

No se observa claramente que los pasivos de largo plazo con respecto al patrimonio se incrementen de manera general, lo que haría suponer que la mayor parte de estas emisiones tenían como propósito principal la reestructuración de sus deudas a largo plazo antes que incrementarlas para financiar nuevas inversiones.

Al relacionar las Ventas respecto al Patrimonio, notamos que este indicador se encuentra entre 0,67 (Backus) y 2,83 (Ferreyros); con lo cual nos dio una idea de una gran dispersión, aún cuando reducimos la observación solo a las empresas industriales, donde Backus tiene el menor índice y el de las otras dos se encuentra alrededor de 1,60. Al observar los indicadores de Utilidad Neta sobre Patrimonio –salvo el caso de Ferreyros- estas empresas proporcionan, a sus accionistas, un rendimiento superior al obtenido por los socios de aquellas empresas que efectuaron emisiones por montos menores.

3.1.2 Perfil financiero mínimo requerido para las empresas potenciales emisoras de bonos corporativos

Para determinar el perfil financiero mínimo requerido nos basamos en los montos de ventas. Asimismo analizamos los ratios calculados en el anterior punto del presente capítulo. Los indicadores financieros son: la relación deuda patrimonio, activo corriente y pasivo corriente y las ventas sobre la deuda total.

Los criterios utilizados fueron los siguientes:

- ✓ La empresa no deben generar pérdidas, es decir, que la utilidad neta respecto a las ventas y la utilidad neta en relación al patrimonio sea cuando menos cero.

✓ Siguiendo el criterio de prudencia estadístico, se eliminó la cola inferior; es decir, no se tomó en cuenta los peores indicadores. Esto significa que para determinar el perfil financiero mínimo se consideró el penúltimo de los peores resultados.

✓ De todas las empresas analizadas, sólo se consideraron aquellas que sus montos de ventas sean menores, ya que se trata de un perfil mínimo requerido para las empresas potenciales emisoras de bonos corporativos

Bajo estos parámetros se elaboró los siguientes cuadros que indican el perfil financiero mínimo que debe tener una empresa al realizar una emisión de bonos corporativos.

CUADRO 8 - PERFIL FINANCIERO MÍNIMO

EMPRESAS	BASA	MEDIFARM A	CENTENARIO	GRAÑA Y MONTERO EDIF	TEXTIL DEL PACIFICO	UNIVERSAL TEXTIL
INDICADORES						
Ventas (millones)	50	48	10	37	68	65
Pasivo Total/ Patrimonio	2,56	1,18	1,15	1,70	1,13	1,07
Activo Cte/ Pasivo Cte	1,11	1,61	3,54	2,46	1,54	2,45
Ventas/ Pasivo Total	1,15	0,60	0,13	0,47	1,16	2,05
Utilidad Neta/ Ventas	0,00	0,06	0,96	0,26	0,03	0,06
Utilidad Neta/ Patrimonio	0,01	0,04	0,14	0,21	0,04	0,13

CUADRO 9

INDICADORES	PERFIL FINANCIERO MÍNIMO
Ventas (millones)	10
Pasivo Total/Patrimonio	1,13
Activo Corrientete/Pasivo Corriente	1,54
Ventas/Pasivo Total	0,47
Utilidad Neta/Ventas	0,06
Utilidad Neta/Patrimonio	0,04

La determinación del perfil financiero mínimo, cuyos valores se pueden observar en el CUADRO 9, ha tenido como propósito determinar las condiciones financieras mínimas que requieren las empresas peruanas en general, para utilizar el Mercado Primario de Valores como la principal alternativa de financiamiento. Consideramos haber logrado nuestro propósito al presentar el perfil financiero mínimo. De esa manera, hemos validado la Hipótesis Principal planteada en el presente trabajo, mediante la cual se establecía que las empresas peruanas recurrirán al Mercado Primario de Valores para financiar sus operaciones de inversión, capital de trabajo o reestructurar sus pasivos en la medida que éstas cumplan ciertos parámetros (situación económica y financiera óptima).

3.2 Interpretación del costo efectivo anual por emisión de bonos corporativos vía colocación en firme

En los tres cuadros que se presentan a continuación se detalló el costo efectivo anual por emisión de bonos corporativos vía Oferta Pública Primaria, mediante la modalidad Underwriting o colocación en firme, que ha sido tomado a partir de un estudio realizado por la CONASEV. Se pudo observar que en los tres cuadros, que a partir de cierto monto (en los cuadros se verifica a partir de US\$ 3 millones) cuanto mayor es el monto de la emisión y mayor sea el plazo, entonces el costo efectivo anual por la emisión de bonos es más bajo.

Por ejemplo, en el CUADRO 10 se señala que si el monto de la emisión fuera de US\$ 5 millones a una tasa nominal anual 10% capitalizable trimestralmente y con un plazo de 5 años, implicaría un costo anual efectivo por emisión de bonos de 11.91%.

En cambio, para un plazo menor (por ejemplo de 3 años), el mismo monto de emisión y la misma tasa, implicaría un costo efectivo por emisión de bonos del 12.18% (CUADRO 11). Esto significa que a plazos menores el costo efectivo anual por emisión de bonos es mayor. Por lo tanto, es aconsejable que las emisiones se realicen a mayores plazos. Sin embargo, es importante señalar que los bonos emitidos a mayor plazo tienen una mayor sensibilidad en sus precios frente a un cambio en la tasa de retorno requerida que los bonos a plazo menor.

CUADRO 10 - PLAZO = 5 AÑOS
Tasa nominal anual capitalizable trimestralmente

Monto Emisión (US \$)	10%	11%	12%	13%	14%
500 000	18.61%	19.76%	20.93%	22.11%	23.30%
600 000	17.34%	18.49%	19.65%	20.82%	21.99%
750 000	16.09%	17.23%	18.38%	19.44%	20.70%
1 000 000	14.85%	15.98%	17.12%	18.27%	19.42%
3 000 000	12.40%	13.51%	14.63%	15.76%	16.89%
5 000 000	11.91%	13.02%	14.14%	15.26%	16.39%
7 500 000	11.67%	12.78%	13.89%	15.01%	16.14%
10 000 000	11.55%	12.65%	13.77%	14.89%	16.02%
25 000 000	11.33%	12.43%	13.55%	14.67%	15.80%
50 000 000	11.26%	12.36%	13.47%	14.59%	15.72%

Elaboración: Sub Gerencia de Investigación y Desarrollo – CONASEV

En estos tres cuadros, que se han presentado, se puede apreciar que endeudarse a través del Mercado de Valores es mucho más conveniente que hacerlo mediante el sistema bancario o banca comercial. Esto quiere decir que el costo por financiamiento en el Mercado de Valores mediante emisión de bonos es menor que un préstamo de la Banca siempre y cuando las empresas emitan bonos corporativos por un monto superior a los US\$ 10 millones, ya que

por debajo de éste no es conveniente recurrir al Mercado Primario de Valores como alternativa de financiamiento. Se ha determinado en el anterior capítulo que el monto óptimo que permite a las empresas abaratar sus costos de financiamiento es de US\$ 10 millones.

CUADRO 11: PLAZO = 3 AÑOS

Tasa nominal anual capitalizable trimestralmente

Monto Emisión (US \$)	10%	11%	12%	13%	14%
500 000	17.53%	18.70%	19.88%	21.07%	22.26%
600 000	16.51%	17.67%	18.84%	20.01%	21.20%
750 000	15.50%	16.65%	17.81%	18.97%	20.14%
1 000 000	14.51%	15.65%	16.79%	17.94%	19.10%
3 000 000	12.56%	13.67%	14.80%	15.93%	17.07%
5 000 000	12.18%	13.29%	14.40%	15.53%	16.66%
7 500 000	11.98%	13.09%	14.21%	15.33%	16.46%
10 000 000	11.89%	13.00%	14.11%	15.23%	16.36%
25 000 000	11.72%	12.82%	13.93%	15.06%	16.19%
50 00 0000	11.66%	12.76%	13.88%	15.00%	16.13%

Elaboración: Sub Gerencia de Investigación y Desarrollo – CONASEV

Por lo tanto, al relacionar dicho monto lo con el CUADRO 12, llegamos a la conclusión de que es aconsejable para las empresar realizar emisiones por encima del monto óptimo, ya que mientras mayores sean las emisiones menor será el costo por financiamiento. Según los supuestos planteados para determinar el monto óptimo de emisión (que la tasa cupón es del 10%, el costo del crédito bancario para las empresas es de 12% efectivo anual en dólares, horizonte temporal de cuatro años); si una empresa decide emitir bonos corporativos por un monto aproximado de US \$ 10 millones, entonces dicha empresa incurriría en un costo por financiamiento aproximado del 11.68% (observar CUADRO 12); lo que significa un costo

relativamente inferior si lo comparamos con el crédito bancario (costo alrededor del 14% efectivo anual asumido en el estudio de la CONASEV). En tal sentido, se puede concluir expresando “*que el spread o margen es considerable entre una y otra alternativa de financiamiento. Consiguientemente, la empresa debería endeudarse en el Mercado de Valores antes de recurrir al crédito bancario*”.

CUADRO 12: PLAZO = 4 AÑOS

Tasa nominal anual capitalizable trimestralmente

Monto Emisión (US \$)	10%	11%	12%	13%	14%
500 000	18.21%	19.37%	20.55%	21.73%	22.92%
600 000	17.04%	18.19%	19.35%	20.52%	21.70%
750 000	15.87%	17.02%	18.17%	19.33%	20.50%
1 000 000	14.72%	15.86%	17.00%	18.95%	19.30%
3 000 000	12.46%	13.57%	14.69%	15.82%	16.96%
5 000 000	12.01%	13.12%	14.21%	15.36%	16.49%
7 500 000	11.79%	12.89%	14.01%	15.13%	16.26%
10 000 000	11.68%	12.78%	13.90%	15.02%	16.15%
25 000 000	11.48%	12.58%	13.69%	14.81%	16.94%
50 000 000	11.41%	12.51%	13.62%	14.74%	15.87%

Elaboración: Sub Gerencia de Investigación y Desarrollo – CONASEV

3.3 Interpretación del costo de emitir bonos vía Oferta Pública Primaria

La emisión de bonos, por el mismo hecho de constituirse en deuda, es más costoso que emitir acciones, ya que la emisión de obligaciones lleva consigo el pago periódico de los intereses. Además la Ley del Mercado de Valores establece que las empresas que emitan por

Oferta Pública Primaria valores representativos de deuda, deberán contratar los servicios de por lo menos dos (2) clasificadoras de riesgo, independientes entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de dichos valores. Lo cual representa un costo para la empresa aproximadamente de US \$ 12 000 anuales.

Para el presente estudio establecimos un horizonte de 4 años, por lo que una empresa que requiera emitir bonos deberá pagar en promedio por clasificación de riesgo alrededor de US\$48 000; lo que constituye un elevado costo para las pequeñas empresas. Este factor conjuntamente con la información que se debe proporcionar al mercado, son las causas fundamentales por las cuales las empresas en general, no concurren al Mercado Primario de Valores como alternativa de financiamiento.

Se ha determinado que son pocas las empresas que han recurrido a este mercado como alternativa de financiamiento. Esto se debe a las razones ya explicadas. Por otro lado, la empresa que emita bonos debe contar con un contrato de fideicomiso, el mismo que representa un gasto para la empresa (0.5% anual del total de la emisión autorizada). En lo relacionado al contrato de colocación (ya sea mediante Underwriting o Best Effort), gastos de asesoría, publicidad, derechos notariales y derechos de registro tanto la emisión de bonos como la emisión de acciones tienen el mismo costo.

Todos los costos analizados anteriormente, constituyen en cierta medida, un obstáculo para las empresas peruanas que estén dispuestas a realizar una emisión.

3.4 Análisis comparativo del Mercado de Bonos con el Sistema Bancario

Lo que hace un empresario es comparar entre el costo de obtener un préstamo bancario y el costo de una emisión de bonos. Por ejemplo, el costo de emitir y colocar bonos en el mercado en promedio está por debajo del 10% en dólares, frente a una tasa activa en dólares del sistema bancario que puede llegar hasta más 50% en dólares para un pequeño empresario. Por otro lado, la decisión que puede tomar el inversionista estará en elegir entre invertir en bonos empresariales que pagan actualmente entre 7% y 9% o depositar sus recursos en el banco de su elección, que ofrecen tasas pasivas menores al 3% aproximadamente en dólares. A simple vista es obvia la ventaja que ofrece el bono. En forma general las diferencias más importantes entre el Mercado de Valores y el Sistema Bancario se puede apreciar en el CUADRO 13.

Si bien es cierto y notoria la diferencia que existe al endeudarse en el Mercado de Valores debido al costo por financiamiento (menores tasas) también es importante indicar que en lo referente a la emisión de bonos, los intereses son pagados trimestral o semestralmente y el capital se hace efectivo al final o mejor dicho al vencimiento del bono; en cambio un préstamo en el sistema bancario generalmente, los intereses y el capital se pagan en forma mensual. Esto es, el bono permite al empresario trabajar con el capital que se endeuda, en cambio un préstamo bancario se tiene que amortizar mensualmente el capital. Por otro lado, el Mercado de Valores es más flexible que el sistema bancario porque ofrece mayor liquidez, esto se debe al dinamismo del Mercado de Valores.

CUADRO 13

	Mercado de Valores	Sistema Bancario
<i>Costo por financiamiento</i>	Bajo	Relativamente alto
<i>Característica esencial</i>	Ofrece mayor Liquidez	Ofrece menor liquidez
<i>Frecuencia</i>	Es más dinámico	Es más estático
<i>Alternativa de financiamiento</i>	Acciones, bonos, letras, pagarés, etc.	Fundamentalmente préstamo bancario
<i>Forma de colocación</i>	Vía oferta pública	Privado
<i>Forma de pago</i>	No son necesariamente periódicos	Periódicos

Asimismo, otra de las diferencias es la variedad de alternativas de financiamiento que ofrece el Mercado de Valores: acciones, bonos, letras, pagarés, etc; en cambio, el sistema financiero fundamentalmente ofrece los préstamos bancarios. Un punto importante a considerar, cuando se compara el Sistema Bancario y el Mercado de Valores es el que se estableció en el capítulo anterior; deducimos que en términos de costos, cuando una empresa requiera financiamiento por un monto menor a US\$ 10 millones, le resulta conveniente financiarse mediante el crédito bancario; por el contrario, si la empresa, decide financiar un monto superior a los US\$ 10 millones es aconsejable que recurra al Mercado de Valores como la alternativa óptima de financiamiento.

A manera de conclusión afirmamos lo siguiente:

“De la capacidad de endeudamiento de las empresas, algunas les resultará más conveniente recurrir al crédito bancario, mientras que a otras les parecerá mejor y más atractivo endeudarse en el Mercado de Valores. Todo dependerá de la situación económica y financiera por la que atraviesan, así como también dependerá de su disposición a informar al mercado sobre la marcha de sus empresas”.

Otra de las principales consideraciones a tener en cuenta para decidir entre recurrir a mecanismos de financiamiento indirecto, vía créditos bancarios principalmente, y realizar una emisión de obligaciones son básicamente por costos: fijos y variables. En el caso del crédito bancario los costos son fundamentalmente variables y estos comprenden fundamentalmente a la tasa de interés cobrada por el banco y los costos que podrían tener la constitución de garantías los cuales guardan relación con el monto del préstamo.

Cuando se trata de obtener financiamiento en el Mercado de Valores, mediante oferta pública, la presencia de los costos fijos (estructuración de la emisión, clasificación de riesgo, inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores, elaboración del prospecto informativo, publicidad, contrato de fideicomiso, road show, gastos notariales) es la más importante; aunque también los costos variables (tasa de interés ofrecida y contrata de colocación) se encuentran presentes.

3.5 Análisis comparativo de las ventajas y desventajas de la emisión de acciones y de bonos

3.5.1 Emisión de Acciones

Las ventajas y desventajas de la emisión de acciones son las siguientes:

Ventajas

- Fortalece la estructura patrimonial.
- No representa cargos fijos, ya que no contempla compromisos anuales que deban incorporarse en los pronósticos financieros. Así, no existe un mandato legal para el pago de dividendos.
- Permite obtener una mejor posición financiera e incrementar su valor crediticio.
- No tienen fecha fija de vencimiento, esto se debe a que la relación contractual creada entre la empresa y los accionistas no obliga a desembolsar el capital en una fecha específica.
- Las acciones tienen mayores posibilidades de negociación en el mercado bursátil, porque proporcionan un rendimiento más alto que el previsto para las deudas, como contraprestación al mayor grado de riesgo.
- Representan un colchón de seguridad para los acreedores financieros y comerciales, acentuando la capacidad crediticia de la empresa.
- Permite una mayor dispersión del accionariado.

Desventajas

- Se extiende los derechos de voto o control, esto quiere decir, que la venta de acciones propicia la extensión de los derechos de votación o de control a quienes consideren

financieramente atractiva la inversión en títulos de la empresa emisora. Tal situación, explica la resistencia de los propietarios hacia la colocación de acciones en el mercado, debido al temor de la probable pérdida de control.

- Las acciones dan derechos iguales a los nuevos accionistas en el momento de distribuir utilidades.
- Los dividendos de acciones no son deducibles como gasto para efectos del impuesto a la renta.
- El costo de lanzamiento generalmente es más elevado.
- Se incurren en costos de introducción al mercado.
- Mayor apertura del flujo continuo de información al mercado.
- Sometimiento a mayor supervisión y al cumplimiento de ciertos parámetros.

3.5.2 Emisión de Bonos

Las ventajas y desventajas de la emisión de bonos son las siguientes:

Ventajas

- Diversificación de las fuentes de financiamiento.
- Permite lograr un adecuado calce entre flujos de ingresos y egresos.
- Por lo general no se requieren garantías específicas (si se emite por debajo del patrimonio). Si se emite por encima se requiere garantía específica.
- Acceso al financiamiento directo a menor costo.
- Reestructuración de cartera de las empresas.

- Los obligacionistas no participan de las utilidades ni comparten el control de la empresa.
- El pago de intereses es deducible para los efectos del impuesto a la renta, es decir, como los intereses pagados son deducibles de impuestos, al financiarse con deudas la empresa obtiene mayores utilidades.
- Versatilidad para diseñar variantes a partir del esquema básico del bono.

Desventajas

- La deuda representa un cargo fijo y por lo tanto, las desviaciones de las proyecciones financieras pueden provocar la postergación de los pagos o su aplazamiento indefinido; en cuyo caso la liquidación, la conversión de deuda en capital o la transferencia de la propiedad, constituyen las opciones previas al pago.
- La deuda tiene fecha fija de vencimiento.
- Un elevado coeficiente de apalancamiento, visualizado mediante una alta participación porcentual de las deudas en la estructura financiera, aunque es favorable porque contribuye a incrementar las utilidades por acción común, puede ser contraproducente para los accionistas si las utilidades distribuidas crecen menos que el valor de mercado del título y en consecuencia, la tasa de rendimiento sobre el capital contable tiende a la baja.
- Como la relación contractual establecida entre la empresa y los prestamistas se dimensiona a largo plazo, el riesgo para éstos es mayor. Esto suele propiciar condiciones más exigentes.
- Hay límite en la captación de fondos a partir de deudas a largo plazo, conceptuándose que la barrera está determinada por la capacidad real de pago y por el hecho de evitar que la

empresa termine orientando externamente los recursos provocados por la operación, dando lugar a la afirmación “la compañía trabaja para terceros”.

- Mayor supervisión de las entidades reguladoras.
- Mayor apertura y flujo continuo de información al mercado.
- Continua evaluación por parte de las clasificadoras de riesgo.

3.5.3 Capital contra deuda

Las diferencias puntuales que se derivan de comparar el capital propio representado por acciones con la deuda representada por bonos, está plasmada en el CUADRO 14: Las diferencias más importantes son en cuanto al control y a los derechos patrimoniales. Las acciones dan derecho a voto, en cambio la deuda no; esto quiere decir, que las acciones permiten direccionar o controlar la empresa. Además, a diferencia de los bonos, con las acciones se detenta el derecho de propiedad de la empresa.

Sin embargo, es importante señalar que desde el punto de vista contable, una diferencia significativa es que las acciones incrementan el capital social de la empresa; en cambio los bonos incrementan el pasivo no corriente de la empresa, es decir, resulta más ventajosa la emisión de acciones ya que le daría más solidez a la empresa, lo cual quedaría demostrado en sus estados financieros y por ende en los ratios financieros.

En el Perú, la relación entre accionista y bonista tiene que ver con el riesgo de las empresas. Cuando la razón Deuda/Capital es alta, el riesgo es asumido por los acreedores (bonistas). Por ejemplo si la razón $D/C=8/2=4$, entonces quiere decir, que por cada 4 unidades

que se invierten solo 1 unidad invierten los dueños. Por lo tanto, en la medida que la razón aumente, las posibilidades de conseguir deuda se hace más difícil.

CUADRO 14

Características	Capital: acciones	Deuda: bonos
NATURALEZA	Incrementa el capital social de la empresa. Fortalece la estructura patrimonial	Incrementa el pasivo no corriente
PLAZO	Indefinido	Definido (más de 1 año)
RIESGO	Capital de riesgo	Garantía específica cuando la emisión es por encima del patrimonio.
BENEFICIO	Dividendos aleatorios	Intereses fijos
INCUMPLIMIENTO	Las empresas no pueden quebrar por no pagar dividendos	La deuda sin pagarse es un pasivo para la empresa
CONTROL	Las acciones por lo general tienen derecho a voto	Los bonos no tienen derecho a voto
DERECHOS PATRIMONIALES	Detenta la propiedad de la empresa	No detenta la propiedad de la empresa
CONDICIÓN TRIBUTARIA	Los dividendos normalmente se gravan como ingreso personal; éstos no son un gasto del negocio	Los intereses normalmente se gravan como ingreso personal; los intereses son un gasto para el negocio

3.6 Análisis de las posibilidades de financiar a las medianas empresas mediante bonos

El mundo financiero ha tenido que adaptarse a los avances tecnológicos, introduciendo innovaciones y el resultado son los mercados financieros más interconectados a nivel internacional, más liberalizados, menos regulados, más globalizados. El sistema financiero tradicional, de intermediación indirecta entre el ahorrista y el prestamista, está siendo superado largamente en importancia entre las operaciones financieras en el mercado de capitales, donde se viene desarrollando constantemente nuevas operaciones e instrumentos.

En esta evolución está quedando atrás el financiamiento de las grandes empresas a través de la Banca, al hacerse más frecuente y eficiente la obtención de recursos de estas empresas directamente en el Mercado de Valores vía la emisión y colocación de títulos, no sólo en el mercado nacional sino en el internacional, en un mundo que la movilización de capitales es cada vez más libre, más voluminosa y más rápida. En el largo plazo, sería interesante, que las medianas y pequeñas empresas puedan acceder a este mercado. Todo depende de la madurez que logren los empresarios en su sector y la cobertura que pueda desarrollar la Bolsa de Valores de Lima para facilitar el acceso a estos nuevos participantes deficitarios.

Es posible observar en los Mercados de Valores a nivel mundial, una tendencia en el mediano plazo a un aumento progresivo en términos relativos de los inversionistas. En el Perú son las AFP y los Fondos Mutuos de Inversión en Valores los dos inversionistas nacionales de mayor importancia para el futuro desarrollo del Mercado de Valores.

En nuestro país, la presencia de los inversionistas institucionales en el Mercado de Valores actualmente es muy importante ya que su demanda presiona la oferta de valores. Cada día son más las empresas que deciden acudir al mercado de Valores como fuente de financiamiento. Una de las formas preferidas es la emisión de bonos.

3.6.1 Proceso de Ahorro-Inversión y mejora en la asignación de fondos

Una de las principales funciones del Mercado de Valores es contribuir a la mejora de calidad del ahorro al asignar los recursos a los proyectos que presenten mayores expectativas de rentabilidad. Ello es muy importante para nuestro país, en donde el ahorro interno es insuficiente para atender los requerimientos de inversión que faciliten su desarrollo. El problema radica en que el ahorro nacional se encuentra concentrado en las empresas y familias de mayores recursos. El Gobierno y la mayor parte de las familias no ahorran dado que su nivel de ingresos se los impide. El ahorro externo, luego de las dificultades de la década pasada, recién retorna por nuestro país después que se iniciaran un conjunto de reformas estructurales y se flexibilizara el tratamiento del capital extranjero.

Debemos realizar esfuerzos en el aumento y mejora del ahorro, en especial del interno; procurando que ello conlleve al crecimiento del producto y a una mejor distribución del ingreso, de tal manera que las posibilidades de ahorro se extienda a todos. Si bien el aumento del ahorro requiere de plazos mayores, la mejora de su calidad y su contribución a la distribución del ingreso podría facilitarse con una mayor participación, principalmente a través de los inversionistas institucionales – que permiten superar dificultades como fragmentación y diversificación de riesgo – en las utilidades de las empresas, a través de los

productos y mecanismos que ofrece el Mercado de Valores. La canalización del ahorro a la inversión a través del Mercado de Valores contribuye a la mejora de calidad del ahorro, de ahí la necesidad de reforzar la acción de los intermediarios financieros tanto Banca Tradicional como Banca de Inversión.

3.6.2 Posibilidades de financiamiento a través de la emisión de valores

Las reformas en nuestro Mercado de Valores son las más significativas en los últimos años. Conjuntamente con el nuevo marco legal, la política económica da un tratamiento global al capital de riesgo que, si bien precisa de ajustes, otorga al sector empresarial un marco que le permitirá proyectarse a futuro, como los casos de Chile y México (véase el anexo). Destaca la velocidad en el mercado peruano, que obedece a la desregulación del mercado, donde las autoridades cumplen solamente un rol dinamizador de las inquietudes empresariales.

Existe en el sector empresarial consenso de acuerdo con las líneas generales del manejo económico, que es preciso extender a toda la sociedad para permitir su continuidad en el tiempo. Están dadas las primeras condiciones para procurar alternativas de financiamiento de largo plazo, imposibles de lograr sin reglas claras e inestabilidad. La presencia de inversionistas institucionales facilita el encuentro de oferentes con demandantes de productos financieros en el mercado de capitales a precios (tasas de interés) competitivos. Por el lado de la oferta, son potenciales emisores de valores aquellos que requieran de financiamiento a tasas de mercado, y que demuestren puedan sostener su pago con la rentabilidad esperada de su proyecto, sea éste nuevo o se trate de ampliación o reestructuración. Los oferentes precisan

de presentar al mercado en forma transparente la viabilidad de su propuesta a fin que los inversionistas adopten una posición frente a su ofrecimiento.

Por el lado de la demanda, destaca además de la posibilidad del ahorro externo, la presencia de los inversionistas institucionales, los mismos que permiten mejorar la calidad de ahorro que canalizan, al contar con gerencias profesionales que procuran las mejores alternativas a los fondos de trabajadores que administren. A través del mercado se podrá acceder a una amplia gama de productos y servicios financieros que satisfagan requerimientos de plazo, riesgo y costo; en donde las preferencias, tanto de emisores como inversores, debiera darse por calidad del instrumento a emplear de adecuarse a sus necesidades.

De acuerdo a cada requerimiento de financiamiento, se optará por valores de renta fija o variable. Esta posibilidad de desarrollo del mercado de emisiones (mercado primario de valores) requiere también de la presencia de intermediarios profesionales en el ámbito bursátil. Ambos mercados deben brindar amplia información (transparencia) y estar regulados y supervisados. La Ley del Mercado de Valores ha encargado esta última función a la CONASEV.

Emitir en el Mercado de Valores resulta más conveniente para una empresa; sin embargo, es fundamental que exista una mayor cultura bursátil por parte de las empresas, ya que esto permitiría por lo menos a determinadas compañías recurrir a este mercado como alternativa de financiamiento. Claro está, que es muy importante la trayectoria y prestigio de la firma así como el nivel de capitales que invierte.

CONCLUSIONES

- 1) El éxito en la colocación de una emisión de bonos depende en gran medida del intermediario que intervenga en la operación. Los agentes organizadores de las ofertas públicas son las instituciones financieras que operan como Bancos de Inversión.
- 2) En el Perú, cada día son muchas las empresas que deciden acudir al Mercado de Bonos como fuente de financiamiento. Una de las formas preferidas es la emisión de bonos corporativos. No obstante, si bien hoy en día se observa un relativo auge en el mercado de bonos, producto de la recuperación económica, y una gran demanda por parte de los inversionistas institucionales, ésta solo ha acogido la oferta de las grandes compañías.
- 3) Para que una emisión de bonos corporativos resulte beneficiosa o rentable para una mediana empresa se requiere un monto mínimo de emisión; que en el presente estudio se ha establecido en el orden de los US\$ 10 millones. Ello implica un costo efectivo menor que un préstamo en el sistema bancario. Esto significa que endeudarse en el Mercado Primario de Valores resulta más barato que obtener préstamos del sistema bancario.

- 4) Se ha determinado que a mayores montos de emisión menor será el costo efectivo anual por dicha emisión.
- 5) Existen empresas que potencialmente pueden recurrir al Mercado Primario de Valores como alternativa de financiamiento pero no lo hacen; debido a que las empresas no están de acuerdo con proporcionar su información al mercado o a hacerla pública. Toda oferta pública supone la obligación de informar, es decir, la obligación de ser transparente. Estos efectos no son deseados por las empresas y obviamente se trata de evitarlos. Sin embargo, esta situación se presenta no sólo en el Perú, sino en el mundo entero. Todos se resisten a dar información sobre la situación de su empresa y la marcha de sus negocios.
- 6) Obtener financiamiento a través del Mercado Primario de Valores está abierto a todo tipo de empresas, pero en la práctica las medianas empresas no pueden asumir los costos de la emisión y colocación que representan estos valores. A diferencia de una empresa grande que sí puede asumir estos costos y que no le serían muy elevados e incluso más rentable en comparación con un préstamo bancario. En el largo plazo, las pequeñas empresas podrán acceder al Mercado de Valores. Todo depende de la madurez que logren los empresarios en su sector y la cobertura que pueda desarrollar la Bolsa de Valores de Lima para facilitar el acceso a estos nuevos participantes deficitarios.
- 7) Agrupando las empresas por tamaño, puede observarse que las medianas empresas tienen un coeficiente de gastos financieros/pasivos que duplica el ratio equivalente para las empresas grandes, lo que indica un elevado costo de financiamiento. Como se sabe, las medianas empresas en su mayoría, recurren al financiamiento bancario, por lo que tienen un mayor costo por financiamiento. Asimismo, los ratios de endeudamiento patrimonial de estas

empresas son el 70% de los ratios de las empresas grandes, lo que puede indicar un insuficiente flujo de fondos hacia este segmento, por lo que es necesario que cuenten con otra alternativa distinta al sistema bancario.

8) El exceso de dinero en el Mercado de Valores – demanda de valores privados - supera la oferta de valores mobiliarios, esto significa que existen compradores o demandantes listos para adquirir las emisiones de valores. Si bien el Mercado Primario de Valores ha tenido un desarrollo importante en los últimos años, el tamaño relativo de la oferta agregada en nuestro mercado es aún reducido en comparación al registrado en economías que han alcanzado un mayor nivel de desarrollo, generando un déficit de instrumentos financieros, frente a la creciente demanda observada por los inversionistas institucionales, lo cual se refleja en el desbalance existente entre el monto demandado de valores y el monto ofertado.

9) Los puntos a tomar en cuenta al momento de obtener financiamiento son: *a) Para qué necesita los fondos la empresa*, lo cual podría ser para capital de trabajo (financiamiento a corto plazo), reestructurar pasivos a corto plazo (por ejemplo emitir bonos), comprar nuevos activos fijos o un nuevo proyecto; *b) cómo desea financiarse la empresa*, la misma que puede ser vía emisión de deuda (bonos o instrumentos de corto plazo) o mediante emisión de capital (acciones); *c) cuál es el financiamiento más barato para la empresa*, en el cual se tiene que elegir entre los costos de emisión y colocación en el Mercado Primario de Valores y el financiamiento bancario.

10) Ante una probable emisión, las empresas se niegan a una clasificación de riesgo, ya que temen a una clasificación "mala", lo cual se vería reflejado en la imagen objetivo de la empresa. Por lo tanto, su emisión no sería absorbida.

RECOMENDACIONES

- 1) Es aconsejable una mayor cultura bursátil por parte de las empresas peruanas, para que así éstas puedan recurrir a los bonos como alternativa de financiamiento.
- 2) En términos de costos, cuando una empresa requiera financiamiento por un monto menor a US\$ 10 millones, le resulta conveniente financiarse mediante el crédito bancario; por el contrario, si la empresa, decide financiar un monto superior es aconsejable que recurra a la emisión de bonos como la alternativa óptima de financiamiento.
- 3) Se recomienda a las empresas que cuenten con un perfil financiero mínimo recurran a los bonos corporativos como principal fuente de financiamiento, por el menor costo de financiamiento que éste implica.
- 4) Se sugiere a las empresas potenciales sujetarse a una mayor supervisión y control de las entidades reguladoras del Mercado de Valores y así posibilitar la financiación a través de éste.
- 5) Para que una empresa pueda emitir bonos es aconsejable el cumplimiento de ciertos parámetros como trayectoria, prestigio, solidez, situación económica-financiera óptima.
- 6) La empresa que decida realizar una emisión de bonos corporativos, además de los costos por financiamiento –costos de emisión y colocación- debe tener muy en cuenta la tasa que ofrezca por el rendimiento del bono, ya que de ello dependerá el menor costo para el emisor.

- 7) Si se recurre al Mercado Primario de Valores como alternativa de financiamiento empresarial, es muy importante tomar en cuenta la relación que existe entre *Emisor-Estructurador*, para saber el momento oportuno de salir al mercado y de esa manera ser más eficientes.
- 8) Cuando el monto a financiar es considerable, es conveniente el acceso al financiamiento directo por el menor costo que implica endeudarse en el Mercado Primario de Valores. Además, se recomienda la diversificación de las fuentes de financiamiento.
- 9) La planificación financiera adecuada permitirá un análisis de influencias mutuas entre las alternativas de inversión y de financiamiento abiertas a la empresa.

BIBLIOGRAFÍA

- 1) BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ, Glosario de Términos Económicos; 247 páginas, Lima 1 995.
- 2) BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ, Memoria 1998; 213 páginas, Lima 1998.
- 3) BREALEY Richard - MYERS Stewart, Principios de Finanzas Corporativas; Cuarta edición, Editorial McGraw-Hill, 1204 páginas, España 1 993.
- 4) BREALEY Richard - MYERS Stewart - MARCUS Alan, Fundamentos de Finanzas Corporativas; Editorial McGraw-Hill, 776 páginas, España 1 996.
- 5) CASTELLARES Rolando – DÍAZ Enrique – ROCCA Lilian – VARGAS Julio, El ABC del Mercado de Capitales; Universidad San Ignacio de Loyola, 165 páginas, Lima 1998.
- 6) COMISIÓN NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES, Reglamento para la preparación de información financiera e información financiera auditada, 130 páginas, Lima 1 997.
- 7) COMISIÓN NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES, Memoria 1999; Lima 1 999. CHONG Esteban, Contabilidad Intermedia - Tomo I; Universidad del Pacífico, 352 páginas, Lima 1 992.

- 8) COSTA Luis - FONT Monserrat, Nuevos Instrumentos Financieros en la Estrategia Empresarial, Segunda edición, Editorial ESIC, 531 páginas, Madrid 1 992.
- 9) DECRETO LEGISLATIVO N° 861, Ley del Mercado de valores, 22 de octubre de 1996.
- 10)DECRETO LEGISLATIVO N° 862, Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, 22 de octubre de 1 996.
- 11)FABOZZI Frank - MODIGLIANI Franco - FERRI Michael, Mercados e Instituciones Financieras; Editorial Prentice Hall Hispanoamericana S.A, 698 páginas, México 1996.
- 12)FRANK Robert H, Microeconomía y Conducta; Editorial McGraw-Hill, 796 páginas, España 1 992.
- 13)GRADOS Pedro - CHÁVEZ Tatiana - ZÚÑIGA Magaly, La Bolsa principios básicos; Tercera edición, Universidad de Lima, 192 páginas, Lima 1 994.
- 14)INDACOCHEA C. Alejandro, Finanzas en Inflación; Cuarta edición, Grafia editores e impresores, 444 páginas, Lima 1 990.
- 15)LÓPEZ Rafael – SOUSA Lorenzo, Banca de Inversión en el Perú; Publicaciones Universidad de Piura, 288 páginas, Piura 1996.
- 16)MOCHON MORCILLO Francisco - ISIDRO APARICIO Rafael, Diccionario de Términos Financieros y de Inversión; Editorial McGraw-Hill, 414 páginas, España 1995.
- 17)NORIEGA NAIRN Fernando, La Bolsa de Valores, Primera edición, Universidad de San Martín de Porres, 236 páginas, Lima 1 998.
- 18)PROM PERÚ, País en Marcha, Comisión de Promoción del Perú, junio 1 999.

- 19) RODRÍGUEZ CAIRO Vladimir, Diccionario Bursátil, Económico y Financiero; Impreso por IGMontero, Lima 1 998.
- 20) ROSS Stephen - WESTERFIELD Randolph - JAFFE Jeffrey, Finanzas Corporativas; Tercera edición, Editorial Irwin, España 1 995.
- 21) SACHS Jeffrey - LARRAIN Felipe, Macroeconomía en la Economía Global; Editorial Prentice Hall Hispanoamericana S.A, 790 páginas, México 1 994.
- 22) SUÁREZ SUÁREZ Andrés S., Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa; Ediciones Pirámide S.A., 931 páginas, Madrid 1 996.
- 23) TAFUR PORTILLA Raúl, La Tesis Universitaria: La tesis doctoral – La tesis de maestría – El informe – La monografía; Editorial Mantaro; Lima 1995
- 24) TOLA NOSIGLIA José, El Mercado de valores y la Bolsa en el Perú; Editorial Mass Comunicación SRL, 589 páginas, Lima 1 994.
- 26) VADEMECUM BURSÁTIL 1 999; Bolsa de Valores de Lima.
- 27) VAN HORNE James - WACHOWICZ John Jr., Fundamentos de Administración Financiera; Octava edición, Editorial Prentice Hall Hispanoamericana S.A, 860 páginas, México 1 994.

DIRECCIONES ELECTRÓNICAS

- <http://www.conasevset.gob.pe>. (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores)
- <http://www.procapitales.org> (Procapitales)
- <http://www.bvl.com.pe>. (Bolsa de Valores de Lima)
- <http://www.bloomberg.com>
- <http://www.mef.gob.pe> (Ministerio de Economía y Finanzas)
- <http://www.bcrp.gob.pe>. (Banco Central de Reserva del Perú)

ANEXOS

ANEXO 1: Fondos de Inversión de Capital de Riesgo

Uno de los principales problemas para la pequeña y mediana empresa en nuestro país lo constituye el acceso al financiamiento. Sólo las grandes compañías pueden acceder a un financiamiento bancario favorable y al mercado de capitales. Estas y otras consideraciones llevan a determinar la necesidad de promover otros mecanismos de financiamiento.

Los fondos de inversión de capital de riesgo (FIR) constituyen un mecanismo alternativo de financiamiento cuyas bondades se encuentran poco difundidas en nuestro país. Las inversiones que aquí se realizan difieren de las que se hacen en acciones negociadas en las bolsas de valores, pues como su nombre lo indica, implican un mayor riesgo.

Resulta oportuno el análisis de la evolución de estos Fondos en Chile y México para poder determinar a qué nivel estamos y cuál podría ser el camino para lograr un mayor desarrollo de estos Fondos en nuestro país.

La experiencia chilena

En Chile, la regulación de fondos de inversión empezó en 1989 y 3 años después se creó el primer Fondo que, al contar con una regulación muy rígida, sólo logró escasos retornos de inversión. Asimismo, la falta de experiencia de los dirigentes de los fondos, los altos costos

de supervisión, así como la percepción de altos riesgos de parte de la industria, fueron algunos de los factores que impidieron que los Fondos de inversión de capital de riesgo resultaran atractivos para los inversionistas.

Con la finalidad de atraer nuevos proyectos e inversionistas, en el 2001, se corrigieron una serie de deficiencias en la Ley de fondos de inversión chilena. Los cambios estuvieron orientados a flexibilizar las restricciones de los instrumentos en los que los fondos pueden invertir, la ampliación de los límites por inversiones de cada empresa y la exoneración de impuestos de las ganancias de capital que provengan de empresas emergentes.

Aún con estos cambios, continuaba un bajo retorno del capital invertido y la experiencia de los dirigentes aún resultaba insuficiente para desarrollar la industria o para cambiar la percepción del riesgo. Sumado a ello se encontraban los altos costos de supervisión.

En este sentido, Chile optó por reformas de segunda generación en el Mercado de Capitales, cuyo objetivo era facilitar el financiamiento de proyectos innovadores realizados por empresarios creativos. Con esta reforma se busca una disminución en los costos de transacción y del riesgo asumido por los inversionistas. Así también se procura capacitar a personas para que operen en la industria del capital de riesgo.

Dentro de este escenario de reformas, se crean garantías estatales diseñadas para inversionistas institucionales, se instaura la asistencia y promoción para programas de capacitación a pequeñas y medianas empresas y el Estado brinda incentivos tributarios como la exoneración temporal de ganancias de capital de compañías de capital de riesgo

En este sentido, la creación de empresas más flexibles, el fortalecimiento en la supervisión con mecanismos de control, sanciones y coordinación entre los reguladores, así como

cambios profundos de gobierno corporativo, permitieron una considerable reducción de los costos de transacción y por ende, un aumento de inversiones en estos FIR.

Experiencia mexicana

Por su parte, en México, el desarrollo de los fondos privados de patrimonio denominados Sociedades de Inversión de Capitales: SINCAS, empieza en 1987. El mayor logro para desarrollar este instrumento era el soportar un portafolio básico de pequeñas y medianas empresas en diversos sectores: agropecuario, turismo, tecnológico, industrial, entre otros.

Sin embargo, la crisis del sistema financiero, normas regulatorias inadecuadas y la carencia de incentivos fiscales ocasionaron el poco interés de la banca comercial y de inversionistas institucionales para realizar inversiones a largo plazo.

Ante esto, los mexicanos comprendieron que era necesario una serie de reformas para el desarrollo de estos fondos. Así, con la implementación de nuevas medidas, tales como: incentivos fiscales y tributarios, la capacitación de los participantes e inversionistas institucionales en estos fondos, buenas prácticas de gobierno corporativo y una adecuada protección de los derechos de los minoritarios, permitieron que México sea escogida por fondos privados de inversión como una economía apropiada para invertir y obtener atractivos retornos.

Con estas experiencias encontramos, que sólo una regulación adecuada y una buena capacitación permitirán una mayor participación de los FIR en la economía. Es en este escenario donde nace INVERTIR, un proyecto destinado no sólo a incentivar la creación de FIR para captar recursos de la economía sino que además busca capacitar a las pequeñas y

medianas empresas para que resulten atractivas a la inversión y encuentren en los FIR un nuevo y alternativo mecanismo de financiamiento

Algunas consideraciones

Los Fondos de Capital de riesgo deben ser promovidos por todos los participantes en el mercado: El Gobierno debe brindar reglas estables para promover mecanismos para captar recursos privados, simplificar la regulación y utilizar recursos de entidades del estado en fondos de capital de riesgo. Por su lado, los inversionistas institucionales deben ser incentivados para colocar sus recursos en fondos de capital de riesgo, para lo cual necesitan una ampliación del límite legal, reglas claras y certeza de retorno de la inversión.

Finalmente, corresponde a las pequeñas y medianas empresas, comprender que permitiendo el ingreso de otros accionistas y la adopción de prácticas de buen gobierno corporativo, lograrán el adecuado financiamiento para el desarrollo de sus negocios.

ANEXO 2: Oferta Pública Primaria 1994-1999

OFERTA PÚBLICA PRIMARIA INSCRITA EN EL R.P.M.V. 1994 - 1999
(MILES DE DÓLARES)*

MODALIDAD DE EMISIÓN	1994	1995	1996	1997	1998	1999
EMISIONES DE OFERTA PUBLICA (A + B + C)	243.110	362.130	631.126	1.025.382	1.094.386	817.496
A. ACCIONES	0	0	14.937	22.552	46.130	0
Cema Comunicaciones S.A.			1.232			
Corporación Financiera de Inversiones S.A.					46.130	
Emp. Reg. de Serv. Pub. Electríc. ELECTROSUR S.A.			2.080			
Emp. Reg. Serv. Pub. Electríc. Electrosur Este S.A.			3.393			
Enrique Ferreyros S.A.				9.397		
Graña y Montero S.A.				13.115		
Promotora Club Empresarial S.A.			8.232			
B. BONOS DE MEDIANO Y LARGO PLAZO	243.110	362.130	595.773	799.860	1.048.256	575.124
- B.A.F.	105.000	119.000	141.575	217.276	580.000	185.000
American Leasing S.A.			17.492	27.276	16.000	
Banco Banex			5.000	20.000		
Banco de Comercio	20.000					
Banco de Crédito del Perú					40.000	
Banco de Lima						25.000
Banco del Nuevo Mundo	10.000			10.000	40.000	
Banco del Progreso S.A.		10.000	10.000	15.000	20.000	
Banco del Sur del Perú - Bancosur		9.000		20.000	100.000	
Banco Financiero del Perú					20.000	
Banco Interamericano de Finanzas	5.000		5.000	15.000	20.000	
Banco Interandino	10.000					
Banco Internacional del Perú - Interbank		15.000	15.000			35.000
Banco Latino			10.000		40.000	
Banco Norbank						15.000
Banco República					10.000	
Banco Santander S.A.			14.083	30.000	40.000	50.000
Banco Sudamericano	10.000	10.000	20.000			30.000
Citileasing	10.000					
Crédito Leasing S.A.					30.000	60.000
Extelbandes S.A.					10.000	
Financiera Daewoo						40.000
Financiera del Crédito del Perú S.A.	20.000	25.000				
Financiera Regional del Sur S.A. - FINSUR			5.000		5.000	
Financiera San Pedro S.A.			30.000			
Financiera Sudamericana S.A.						
Latino Leasing S.A.	10.000	10.000	10.000	10.000	30.000	
Lima Leasing S.A.	10.000				35.000	
Nuevo Mundo Leasing S.A.				10.000	10.000	
Santander Leasing S.A.				20.000	90.000	
Wiese Leasing S.A.		40.000				30.000
- CORPORATIVOS	54.000	192.707	288.290	477.186	246.256	300.295
Alicorp S.A.					54.125	
Bakelita y Anexos S.A.		4.000				
Carbolan S.A.		4.000				
Cementos Lima S.A.				60.000		
Cementos Yura S.A.				40.000		
Centro Comerciales del Perú S.A.				12.000	20.000	
Cia. Arequipa de Importaciones S.A. (CAR SA)	40.000					
Cia. Cervecería del Sur del Perú S.A.		22.202				
Cia. De Minas Buenaventura S.A.		25.000				
Cia. Industrial Perú Pacífico S.A.	10.000					
Cia. Minera Poderosa S.A.		15.000				
Consorcio de Alimentos Fabril Pacífico S.A.		39.980	61.249			
Consorcio Inmobiliaria Los Portales S.A.				5.000		5.000
Consorcio Textil del Pacífico S.A.		5.000				
Corporación Sagitario S.A.		2.000				
Corporación Financiera de Desarrollo S.A.						87.237
D'onofrio S.A.		4.440				
EDEGEL S.A.						50.000
EGENOR S.A.					60.000	
Embotelladora Lima S.A.	10.000					

OFERTA PÚBLICA PRIMARIA INSCRITA EN EL R.P.M.V. 1994 - 1999
(MILES DE DÓLARES)*

MODALIDAD DE EMISIÓN	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Empresa Distrib. Eléctrica Lima-Norte - EDELNOR		8 881		54.990	15.000	
Enrique Ferreyros S.A.		10.000				30.000
Fabricantes Electrónicos del Sur S.A. (FESSA S.A.)	10.000					
Fima S.A.			80.000			
Gloria S.A.			40.833			
Graña y Montero Edificaciones S.A.			15.000		25.000	
Graña y Montero S.A.					25.000	
Grupo Sindicato Pesquero del Perú S.A. (SIPESA)				30.000		
Hogar S.A.		5.000				
Industrias Pacocha S.A.		10.000				
Inversiones Centenario S.A.				25.000		
Luz del Sur S.A.		22.202				
Nuevo Mundo Soc. Adm. de Fondos de Inversión						7.000
Medifarma S.A.				7.000		
Panamericana Televisión S.A.		15.000				
Pesquera Austral S.A.			55.000			
Proccacao S.A.						6.000
Ransa Comercial S.A.				13.155		
Siderperu S.A.						3.000
Southern Peru Limited				50.000		
Telefónica del Perú S.A.A.			102.082	88.329	101.256	85.058
Unión de Cervecerías Backus y Johnston S.A.				37.587		
Universal Textil S.A.			6.125			
Volvo Perú S.A.	20.000					
- B. CONVERTIBLES	40.000	0	0	0	0	0
TELE 2000 S.A.	40.000					
- B. SUBORDINADOS	44.110	50.423	165.908	105.398	202.000	64.679
Banco Banex S.A.			39.000			
Banco Continental	32.110					
Banco de Crédito S.A.			61.249		100.000	
Banco de Lima - Sudameris				30.000		
Banco del Comercio					5.000	
Banco del Nuevo mundo S.A.		4.000	4.000		8.000	
Banco del Progreso S.A.			6.000			75.000
Banco del Sur del Perú - Bancosur		11.661		30.070		
Banco del Trabajo				3.759		
Banco Financiero				6.000		
Banco Interamericano de Finanzas S.A. E.M.A.			5.000		5.000	
Banco Interandino S.A. E.M.A.	5.000					
Banco Internacional del Perú - Interbank		17.762	8.000	30.070		22.179
Banco Labno	7.000		10.000			
Banco Mercantil del Perú		6.000				
Banco Regional del Norte		5.000			5.000	
Banco Santander S.A.			7.758	5.500		20.000
Banco Sudamericano		6.000				15.000
Banco Wiese LTDO			60.000		60.000	
Financiera Daewoo					4.000	
Wiese Aetna S.A.					15.000	
- B. DE TITULIZACIÓN					20.000	25.150
Citicorp Perú S.T. - FERREYROS BTf 1997-01					20.000	
Credititulos S.T. - Edificios San Isidro						10.150
Citicorp Perú S.T. - FERREYROS BTf 1998-01						15.000
C. INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO	0	0	20.416	202.969	0	242.373
Telefónica del Perú S.A.A.			20.416	202.969		198.715
Lima Leasing S.A.						20.000
Santander Perú Holding S.A.						14.786
EdeInor S.A.A.						8.872

*Valorización al Tipo de Cambio promedio anual del Mercado Informal

Fuente: Registro público del Mercado de Valores - CONASEV