



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**
FACULTAD DE ECONOMÍA
Y FINANZAS

**VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LOS PRÉSTAMOS
BANCARIOS Y BONOS CORPORATIVOS DESDE EL PUNTO DE
VISTA DE LA FIRMA EN EL PERÚ**

**Trabajo de Suficiencia Profesional presentado para optar al Título profesional de
Licenciado de Economía**

Presentado por

Astrid Carolina Castro Flores

Luis Eduardo Saturno Villanueva

Lima, enero 2021

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN.....	3
INTRODUCCIÓN	4
CAPÍTULO I. MARCO CONCEPTUAL Y CONTEXTUAL	5
1. Teorías de Estructura de Capital y su relación con el Valor de la Firma.....	5
1.1. Estructura de Capital en un Mercado Perfecto.....	5
1.2. Estructura de Capital con Imperfecciones de Mercado.....	5
2. Teorías Contemporáneas sobre la elección de la Estructura de Capital.....	6
3. Alternativas de Financiamiento	6
3.1. Préstamos Bancarios	6
3.2. Mercado de Valores: Bonos Corporativos	6
4. Evolución del Mercado de Valores.....	6
4.1. Evolución en Economías Desarrolladas.....	6
4.2. Evolución en el Perú	7
CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO	7
CAPÍTULO III. MARCO METODOLÓGICO.....	10
CAPÍTULO IV. RESULTADOS.....	11
1. Entrevistas a emisores.....	11
2. Entrevistas a Estructuradores de Deuda.....	16
2.1. Inversionistas	19
CAPÍTULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	21
1. Conclusiones	21
2. Recomendaciones.....	24
ANEXOS.....	25
BIBLIOGRAFÍA.....	33

RESUMEN

Existe una amplia literatura que esquematiza cuál debería ser la estructura óptima de capital de una empresa, sin embargo, la elección del tipo de pasivo depende de las necesidades específicas de cada empresa. Por lo anterior, el objetivo de este trabajo es analizar las alternativas de financiamiento en un caso aplicado a Perú. En específico, se evaluará las características del mercado de deuda peruano así como las ventajas y desventajas más relevantes. La metodología escogida son entrevistas a los principales grupos de interés del mercado: emisores, estructuradores e inversionistas institucionales de distintos sectores. Con este análisis cualitativo, se tratará de identificar la percepción de los entrevistados sobre sus experiencias y obtener conclusiones en base a sus comentarios enfocados, principalmente, en el mercado de deuda peruano.

ABSTRACT

There is an extensive literature that outlines how the optimal capital structure of a company should be, however, the choice of the type of liability depends on the specific needs of each company. Therefore, the objective of this investigation is to analyze the financing alternatives in a case applied to Peru. Specifically, the features of the Peruvian debt market will be evaluated as well as the most relevant advantages and disadvantages. The chosen methodology consists of interviews with the main interest groups in the market: issuers, structurers and institutional investors from different sectors. With this qualitative analysis, an attempt will be made to identify the perception of the interviewees about their experiences and draw conclusions based on their comments focused mainly on the Peruvian debt market.

INTRODUCCIÓN

En la actualidad, las firmas cuentan con diferentes opciones de financiamiento y la elección de un instrumento de deuda depende de muchas variables como costo de capital, monto, plazo, reputación de la firma, entre otras. Existe una amplia literatura que esquematiza cuál debería ser la estructura óptima de capital de una empresa; sin embargo, la elección del tipo de pasivo depende de las necesidades específicas de cada empresa.

Evaluando la evolución del mercado de deuda peruano y mercados desarrollados, se encontró una diferencia significativa en la tendencia de ambos. Mientras que, el mercado de bonos internacionales es sumamente diversificado y líquido, en el caso peruano existe un decrecimiento en el ratio que compara el saldo de circulación de emisiones con respecto al crédito del sistema bancario (Anexo 01). Lo anterior sugiere una mayor participación del financiamiento bancario en comparación al mercado de valores, y por ende, existe una alta dependencia de las firmas a dichos instrumentos.

Por lo anterior, el objetivo de este trabajo es analizar las alternativas de financiamiento en el Perú. En específico, se evaluará i) la relevancia del apalancamiento en la estructura de capital, ii) las opciones de financiamiento, iii) evolución del mercado deuda en el Perú y mercados desarrollados, iv) ventajas y desventajas de bonos corporativos con respecto préstamos bancarios, v) contexto actual y expectativas del mercado peruano, así como vi) principales barreras o inconvenientes en el proceso de emisión.

La metodología escogida son entrevistas a los principales grupos de interés del mercado: emisores, estructuradores e inversionistas institucionales de distintos sectores. Con este análisis cualitativo, se tratará de identificar la percepción de los entrevistados sobre sus experiencias y obtener conclusiones en base a sus comentarios enfocado, principalmente, en el mercado de deuda peruano.

La estructura del trabajo está organizada en cinco secciones. En la primera sección se introduce la relevancia del apalancamiento y la evolución del mercado de deuda en el Perú. Segundo, se muestra los extractos de la literatura en relación al tema en discusión. En tercer lugar, se describe el marco metodológico aplicado a los grupos de interés y el tipo de análisis cualitativo. Cuarto, se muestran los resultados obtenidos luego de aplicada la metodología. Por último, en la última sección, se presentan las conclusiones y recomendaciones.

CAPÍTULO I. MARCO CONCEPTUAL Y CONTEXTUAL

Un tema de suma relevancia en la administración de las firmas es la elección del tipo de financiamiento de sus operaciones (salarios, alquiler, publicidad, etc.), inversiones (capital fijo, intangibles y capital de trabajo), sustitución de deuda (refinanciamiento), entre otros (Quispe, 2007). Estos desembolsos pueden ser cubiertos usando recursos internos o externos (deuda o emisión de acciones) (Bravo, 2016). La interrogante recae en la elección óptima de estas alternativas. Por esta razón, a lo largo de los años, muchos autores han presentado diversas teorías sobre la estructura de capital y su implicancia en el valor de la firma.

1. Teorías de Estructura de Capital y su relación con el Valor de la Firma

1.1. Estructura de Capital en un Mercado Perfecto

En 1958, Modigliani y Miller publicaron un documento de investigación sobre la relación de la estructura de capital y el valor de la firma. Basados en los supuestos de un mercado perfecto¹ y otros relacionados a la toma de decisión², determinaron que el valor total de una firma es independiente de la elección sobre la estructura de capital. Asimismo, otra conclusión es la independencia del costo de capital del nivel de apalancamiento³ (Modigliani & Miller, 1958).

1.2. Estructura de Capital con Imperfecciones de Mercado

En 1988, los mismos autores publicaron otra investigación que refuta las conclusiones de su documento anterior. En ausencia del supuesto de mercados perfectos, el doble cobro por los gastos de intereses es evitado debido a que es considerado un gasto deducible (Miller, 1988). Este beneficio es denominado “escudo fiscal”. Por dicho motivo, según Modigliani y Miller, el valor de la firma no es independiente del nivel de endeudamiento (deuda/patrimonio). En específico:

$$Valor\ firma_{apalancada} = Valor\ firma_{desapalancada} + Valor\ Presente_{escudo\ fiscal}$$

En consecuencia, el costo del capital presenta una función negativa con respecto al nivel de endeudamiento. Por tal razón, los autores concluyeron que la estructura de capital óptima se alcanza con un nivel de 100% de deuda⁴ (Miller, 1988).

¹ Un mercado perfecto se caracteriza por la omisión de costos de transacción e impuestos (Modigliani & Miller, 1958).

² Los otros supuestos considerados en la investigación son los siguientes: (i) inversionistas con expectativas homogéneas, (ii) el costo de deuda de los inversionistas es equivalente a la tasa libre de riesgo, (iii) no hay costos de agencia (omisión de conflictos de intereses entre los gerentes y accionistas) y (iv) las decisiones de inversión no son afectadas por las de financiamiento (Kaplan Schweser, 2019).

³ La segunda proposición planteada por Modigliani y Miller concluye que el costo del capital propio presenta una función lineal con el nivel de apalancamiento de la firma ($r_e = r_0 + D/E(r_0 - r_d)$). No obstante, el menor costo del uso de deuda contrarresta este aumento de capital, por lo que, el costo de capital total se mantiene constante.

⁴ El costo de capital con impuestos es el siguiente: $r_e = r_0 + D/E(r_0 - r_d)(1 - t_c)$ (Kaplan Schweser, 2019). En el anexo 02, se muestra gráficamente la función del costo ponderado de capital (*Weighted Averaged Cost of Capital*).

2. Teorías Contemporáneas sobre la elección de la Estructura de Capital

En primer lugar, se resalta la teoría de información asimétrica. Esta última sugiere que las empresas con mayores barreras sobre la visibilidad de su información financiera, enfrentarán mayores costos de deuda. Conforme mayor sea la asimetría de información, la firma optará por una menor proporción de deuda (Kaplan Schweser, 2019). Por otra parte, la teoría de la sustitución (*Trade-off Theory*) toma en cuenta los costos de quiebra y de agencia. Se sugiere que la proporción de deuda estará en función del nivel de apalancamiento deseado, escudo fiscal, posición financiera y flujos de efectivo (Białek-Jaworska & Krawczyk, 2020).

Adicionalmente, la teoría del orden jerárquico (*Pecking Order Theory*) sugiere que el financiamiento depende de la madurez de la firma. Primero, una compañía en etapa de desarrollo es más propensa a utilizar fuentes privadas (préstamos); mientras que, una empresa más consolidada tiene acceso a emisiones públicas (bonos). (Białek-Jaworska & Krawczyk, 2020).

3. Alternativas de Financiamiento

3.1. Préstamos Bancarios

Para el propósito de la presente investigación, se define el financiamiento tradicional como la solicitud de créditos de mediano-largo plazo proporcionado por bancos comerciales. Debido a la gran magnitud del préstamo, este requiere ser estructurado específicamente para la empresa. Para el otorgamiento de este crédito, la entidad financiera solicita información como propósito del financiamiento, información financiera histórica e indicadores de solvencia. Asimismo, se introducirán elementos que controlen y reduzcan el riesgo de la operación tales como los flujos de efectivo al acreedor, garantías, costo de la deuda, entre otros. Si el préstamo es aprobado, ambas partes inician una relación contractual (Quispe, 2007).

3.2. Mercado de Valores: Bonos Corporativos

De acuerdo con el *US Securities and Exchange Commission*, un bono es definido como un documento contractual que contiene la promesa de pago de una parte hacia otra de una determinada cantidad de dinero a un determinado plazo. Un prestatario emite un bono para captar dinero de inversionistas con excedentes de liquidez a cambio del pago de una tasa de interés y la devolución del principal al vencimiento.

4. Evolución del Mercado de Valores

4.1. Evolución en Economías Desarrolladas

La decisión para una empresa sobre la elección entre la solicitud de un préstamo y la emisión de un bono está influenciada por el entorno macroeconómico y por características específicas. Con respecto a la parte macroeconómica, los movimientos en la tasa de política monetaria influyen en

las tasas de interés del mercado, por ende, en el precio de los activos y decisiones ahorro-consumo (De Fiore & Uhlig, 2005).

Se sugiere que el mercado de bonos es menor en Europa con respecto a EEUU debido a la poca disponibilidad de información pública sobre la solvencia crediticia de las empresas (Anexo 03). Entre las principales razones del mayor tamaño del mercado de valores americano se encuentra el alto nivel de liquidez y la diversificación de sus emisores. En esa misma línea, en EEUU la mayor proporción de bonos son emitidos por instituciones no financieras a diferencia de Europa, en donde los intermediarios financieros son los principales ofertantes (Biais et al., 2006).

4.2. Evolución en el Perú

En el Perú, como se muestra en el anexo 04, el saldo de circulación de bonos corporativos y papeles comerciales ha mantenido un crecimiento progresivo durante el siglo XXI. Asimismo, otro indicador relevante es la evolución de los montos de los bonos corporativos colocados⁵, el gráfico 02 del anexo 04 presenta una clara tendencia positiva en la serie. Estos resultados son consecuencia de: i) mayores montos de colocaciones y ii) aumento de participantes en el mercado de valores. En específico, en 1997, 11 emisores realizaron colocaciones en moneda nacional; mientras que, en 2019, 28 firmas recurrieron a esta fuente de financiamiento.

No obstante, en términos relativos, el mercado peruano todavía no muestra un incremento significativo. En el anexo 05, se muestra un decrecimiento en un ratio que compara el saldo de circulación de bonos corporativos y papeles comerciales con el crédito del sistema bancario al sector privado, lo cual refleja una mayor participación del financiamiento bancario por encima del mercado de valores. Mientras que, comparado al nivel de producto bruto interno, el monto de bonos inscritos presentó un crecimiento significativo hasta 2009, sin embargo, a fines de 2019, la participación de los bonos corporativos se encuentra en niveles cercanos a 1998. Otra característica resaltante en la evolución del mercado peruano, es la mayor concentración en el sector bancario. Como se muestra en el anexo 06, a partir de 2011, las emisiones inscritas se han concentrado en bancos y financieras.

En resumen, al igual que en Estados Unidos y Europa, el mercado de valores ha presentado un crecimiento en los últimos años; no obstante, su participación y concentración de sectores muestra un gran desafío de mejora para los siguientes años.

CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO

Teniendo en cuenta las definiciones previas, se presentará una comparación entre las ventajas y desventajas de un préstamo de largo plazo y un bono corporativo desde la perspectiva del emisor.

⁵ Como parte del proceso en el mercado de valores, en primer lugar, el regulador debe aprobar el programa de emisiones para luego la firma proceda con la inscripción de estos instrumentos. Si bien el bono o papel comercial es inscrito, no necesariamente implica la subasta inmediata en el mercado.

Es importante notar que ciertas ventajas que ofrece la emisión de un bono podrían significar desventajas con respecto a solicitar un préstamo.

La primera diferencia es la tasa de interés de ambos instrumentos. La comparación realizada por Schwert (2018) estimó que los bancos ganan en promedio una prima de 143 puntos básicos por encima de los bonos. Esta prima internaliza los futuros costos que puede enfrentar el banco al renegociar la tasa de interés en un escenario de estrés. Adicionalmente, otro factor que explica una mayor prima son los costos de monitoreo. Por lo mencionado, el mayor costo de los préstamos representa una ventaja para los bonos corporativo (Schwert, 2018).

Además de los intereses generados por la deuda, se requiere la evaluación de los gastos incurridos en el proceso de emisión. Mendiola, et al. (Mendiola et al., 2015) presentaron la relación de gastos únicos y periódicos que un emisor debe afrontar para la colocación de un bono en el Perú. En primer lugar, destacan el pago al banco de inversión por la estructuración y comisiones. En adición, se suman los costos por inscripción en la BVL, SMV y Cavali, así como gastos por asesoría legal y otros. Dentro de los costos periódicos se encuentran los costos de auditoría, gastos de mantenimiento, pagos a las clasificadoras de riesgo, etc⁶. Inclusive, los autores calcularon dichos costos efectivos para las emisiones en el mercado principal y MAV⁷. Como resultado, para una emisión de USD 5 millones, el costo como porcentaje del monto emitido es 2.34%; mientras que, en el Mercado de Valores Alternativo, es 1.83% (Mendiola, 2015). Estos gastos adicionales representan una desventaja en la elección entre un bono con respecto a un préstamo bancario.

Otra consideración es la diversificación de prestamistas. A diferencia de un préstamo otorgado por una sola contraparte, en un bono pueden existir múltiples partícipes como inversionistas institucionales, fondos de pensiones, entre otros. Todo un bloque de inversionistas podría ofrecer un nivel de liquidez mayor al que podría proporcionar una sola entidad y a plazos mayores. Parte de la explicación de un menor plazo ofrecido por los bancos radica en la necesidad de calce entre activos y pasivos (Sojeva, 2015). Lo mencionado anteriormente, se considera como una ventaja de los bonos en inversiones de altos volúmenes como adquisición de empresas, entre otros.

La difusión de información de la empresa puede ser una desventaja adicional para las emisiones de deuda pública. En específico, entre los requisitos solicitados por el regulador peruano se encuentra la información financiera individual auditada y memoria anual de los dos últimos ejercicios, así como la publicación trimestral de los estados financieros⁸ (SMV). Quispe (2007)

⁶ En el anexo 07, se muestra el detalle de los pagos únicos y periódicos incurridos en la colocación de un bono.

⁷ En 2013, la Bolsa de Valores de Lima y la Superintendencia de Mercado de Valores crearon un mercado alternativo de emisiones cuya finalidad es facilitar el acceso de las pequeñas y medianas empresas al mercado de capitales. A diferencia del mercado tradicional, se solicitan menos requerimientos lo que se traduce en menores costos de colocación (Superintendencia de Mercado de Valores, 2020).

⁸ En el anexo 08, se presentan los requisitos para las emisiones de Mercado Principal y Alternativo de Valores solicitadas por la Superintendencia de Mercados y Valores.

sugiere que esto genera un conflicto para la firma debido a que la información puede ser utilizada por empresas competidoras. Sin embargo, la revelación de información también sugiere al mercado la certeza sobre las expectativas de crecimiento, un buen gobierno corporativo y, por ende, un efecto reputacional positivo. Un estudio aplicado a Polonia reveló que las empresas con buena reputación, así como estables expectativas de crecimiento prefieren emitir bonos como instrumento de financiamiento (Białek-Jaworska & Krawczyk, 2020).

A diferencia de los préstamos, los bonos están reguladas por una institución estatal. En específico, en el Perú, la entidad encargada de la regulación es la Superintendencia de Mercado de Valores (Superintendencia de Mercado de Valores, 2020b). Esta particularidad se considera una ventaja para los préstamos dado que los reguladores exigen mayores requerimientos, lo cual se traduce en un mayor costo monetario y extensión en los plazos de desembolso del capital (Quispe, 2007). Entre las exigencias adicionales, se destaca la necesidad de disponer de uno o dos informes de clasificación de riesgo⁹ (Superintendencia de Mercado de Valores, 2020).

A consecuencia de esta mayor cantidad de requisitos, los plazos de desembolso de capital son mayores en comparación a los créditos tradicionales. Según el Banco Mundial, para una empresa que realizará su primera emisión, el proceso de colocación puede tener una duración de 4 meses aproximadamente (van der Wansem et al., 2019)¹⁰. Por el contrario, el tiempo de aprobación de un préstamo es menor en la mayoría de situaciones. En específico, en su documento de investigación Mendiola *et al* (2015) realizaron entrevistas a funcionarios bancarios quienes detallaron un proceso más acotado en el otorgamiento de un crédito¹¹.

Tomando en cuenta que ambos instrumentos son relaciones contractuales, Rajan (1992) sugiere que la renegociación es más restrictiva en un bono en comparación a un préstamo. Lo anterior puede atribuirse a que, en el caso de los bonos, una renegociación tiene que ser aprobada por una asamblea de bonistas, la cual puede ser tediosa dependiendo del número de participantes.

Asimismo, Rajan (1992) menciona que los bancos afrontan de manera individual el riesgo de crédito, por lo tanto, incurren en mayores costos de monitoreo para reducir la probabilidad de enfrentar pérdidas. Por dicho motivo, ante un incumplimiento en los flujos pactados o pérdidas

⁹ Los informes de clasificación de riesgo son reportes emitidos por una agencia de clasificación, el cual presenta una opinión sobre la calidad crediticia de una emisión de deuda (McGraw, 2014). Según los requerimientos de la SMV, para una emisión en el mercado principal es necesario dos informes; mientras que, para el mercado alternativo de valores se exige solo un informe (Superintendencia de Mercado de Valores, 2020).

¹⁰ Específicamente, según el autor, el proceso se organiza en seis pasos: elección de la estructura del bono, selección del estructurador, preparación de los documentos requeridos (estados financieros, informes de clasificación, etc.), reuniones de venta con inversionistas, subasta y liquidación del instrumento (van der Wansem et al., 2019).

¹¹ Según el testimonio del funcionario entrevistado, en primer lugar, se solicita la información financiera de la entidad. Luego, se acuerdan reuniones con el cliente para el análisis de estados financieros u otro detalle. Tercero, el expediente es enviado al área de “*Credit Solution*”, la cual se encarga de la elaboración de un informe con los detalles del préstamo. Con la aprobación de esta área, el informe es enviado al área de riesgos quien emite el dictamen final (Mendiola et al., 2015). En el anexo 09, se detallan las declaraciones de los entrevistados.

esperadas en un proyecto¹², la entidad bancaria podría activar ciertas cláusulas con antelación. En contraste, las presiones de monitoreo son menos constantes por parte de los bonistas.

CAPÍTULO III. MARCO METODOLÓGICO

La presente investigación se realizó bajo un enfoque cualitativo. Este enfoque busca comprender las perspectivas de los principales *stakeholders* del mercado financiero y de valores en el Perú sobre los siguientes temas:

- a) Percepción de la estructura del mercado de valores peruano
- b) Ventajas y desventajas de los préstamos bancarios y bonos corporativos
- c) Opinión sobre contexto económico-financiero y factores externos

Como primer paso de la metodología, se identificaron los principales actores del mercado:

Grupo de Interés	Descripción
Emisores	Compañías ofertantes que buscan fuentes de financiamiento con el objetivo de refinanciar deudas, expandir su negocio, adquisición de activos, mantener indicadores financieros, etc.
Estructuradores de Deuda	Áreas especializadas en la estructuración de deuda. Entre sus funciones se resalta los trámites legales, organización de road shows, selección de estructura de deuda, entre otros.
Inversionistas Institucionales	Principales demandantes de colocaciones quienes tienen como objetivo la gestión de patrimonios para obtener los mayores retornos posibles ajustados por niveles de riesgo.
Regulador	Entidades cuyo objetivo es ordenar y ajustar el comportamiento del mercado y sus partícipes. En el Perú, la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) es el regulador del mercado de capitales y la Superintendencia de Bancos y Seguros (SBS) es la encargada del monitoreo del sector financiero.
Entidades Bancarias	Firmas cuyo giro de negocio está centrado en la captación y colocación de fondos.
Intermediadores	Otros participantes del mercado, entre los cuales se encuentran: CAVALI, Bolsa de Valores de Lima, Sociedades Agentes de Bolsa, entre otras.
Banco Central	Institución encargada de la política monetaria del país. Entre sus funciones más importantes se resalta la fijación de tasas de referencia.

De los participantes presentados, se seleccionaron a los *stakeholders* con mayor intervención en el mercado de deuda: emisores, estructuradores e inversionistas. En específico, la investigación tuvo un alcance de 14 entrevistados, los cuales se distribuyen de la siguiente manera: 7 emisores

¹² La factibilidad financiera de un proyecto es medida utilizando el indicador del Valor Presente Neto, el cual advierte pérdidas en caso de tener un valor negativo (Benninga, 2006).

de diversos sectores, 2 estructuradores de deuda y 5 inversionistas peruanos de los dos bancos con mayor participación en el mercado¹³.

Se realizaron 16 preguntas a los emisores relacionadas a los tres objetivos presentados al inicio de la presente sección¹⁴. Para los estructuradores, las entrevistas estuvieron constituidas por 14 preguntas¹⁵ relacionadas al contexto de mercado de deuda peruano y su experiencia en los procesos de emisión. Finalmente, las entrevistas de los inversionistas contaron con 6 preguntas¹⁶ enfocadas en la coyuntura actual, experiencia en procesos de emisión y expectativas. Cabe resaltar que lo expresado por los entrevistados no representa la opinión de la empresa.

CAPÍTULO IV. RESULTADOS

En esta sección, se presentan los resultados de las entrevistas a los *stakeholders* de interés. Se sintetizaron las respuestas obtenidas resaltando algunas opiniones particulares.

1. Entrevistas a emisores

¿Con qué objetivo de inversión realizaron la emisión (refinanciamiento, adquisición de activos, expansión, etc.)?

Una emisión está normalmente ligada a un objetivo de inversión y/o expansión de la empresa. Durante las entrevistas realizadas, la mayoría resaltó que el objetivo principal de sus emisiones era refinanciar sus pasivos. No obstante, uno de ellos tenía un objetivo diferente, el cual estaba relacionado a la adquisición de una subsidiaria. Asimismo, otra de las razones comunes para emitir deuda pública es preservar la estabilidad de los indicadores financieros (niveles de solvencia, apalancamiento y liquidez). Esto último se detalla en los siguientes testimonios:

"Pre covid las necesidades eran de diversificación de fondeo, eficiencias en costo financiero, ayudar a que los pasivos generen el spread necesario con respecto a los activos. Post covid, las necesidades fueron fortalecer los niveles de liquidez, mantener reputación, clasificación en el mercado de valores y mantener eficiencias en el costo de fondeo." Emisor 6

"El objetivo de la última emisión (bono subordinado) fue mantener los ratios de solvencia estables. Asimismo, es computable como patrimonio efectivo." Emisor 7

Entre sus instrumentos de mercado, ¿cuáles fueron los primeros utilizados? ¿bonos o préstamos? ¿considera que la emisión contribuyó en la reputación de la firma?

La teoría del orden jerárquico sugiere que las empresas en etapa de crecimiento son más propensas a utilizar fuentes privadas de financiamiento (préstamos bancarios); mientras que, las

¹³ En el anexo 10, se muestra el detalle de los entrevistados en la presente investigación.

¹⁴ En el anexo 11, se muestra el cuestionario dirigido a los representantes de las firmas (emisores).

¹⁵ En el anexo 12, se muestra el cuestionario dirigido a los estructuradores de deuda.

¹⁶ En el anexo 13, se muestra el cuestionario dirigido a los inversionistas institucionales.

más consolidadas recurren a fuentes públicas como bonos corporativos. Las entrevistas sugieren que las compañías siguen esta tendencia. En cuanto a instrumentos de deuda, primero se solicitan préstamos bancarios, luego certificados de depósitos; y por último, bonos corporativos. Toda la muestra considera que emitir bonos genera un beneficio reputacional marginal debido a que la presentación de información financiera sugiere transparencia con el mercado.

"Es una oportunidad para mostrar lo positivo de la empresa, si una empresa emite es porque está segura de una buena respuesta del mercado." Emisor 7

La teoría sugiere que una desventaja de los bonos es la publicación de información, ¿considera esto una desventaja? ¿Por qué?

Teóricamente, la difusión de información puede ser una desventaja para las emisiones de deuda pública porque revelaría la estrategia y resultados a los competidores. En contraste, algunos emisores comentaron que la revelación de información sugiere transparencia para los inversionistas, calificadoras de riesgo y mercado en general. Por otra parte, otra conclusión acota que la revelación de información es considerada una externalidad positiva porque permite identificar puntos de mejora, y así se contribuye al crecimiento de la industria. Finalmente, en el caso de las firmas con emisiones de acciones públicas, la presentación de resultados no es un inconveniente debido a que es una práctica que realizan periódicamente.

"Más transparencia funciona como herramienta de decisión para el inversionista y clasificadora, al final eso se va a reflejar en el precio." Emisor 3

"La transparencia es bien importante porque también te ayuda a recoger que está buscando el inversionista, como bonos ESG" Emisor 2

¿Considera que el monitoreo de los bancos es mayor al de los bonistas? Asimismo, ¿cuáles son las principales presiones que afronta la empresa al no cumplir ciertos parámetros impuestos por el banco?

Los bancos afrontan de manera individual el riesgo de crédito, por lo tanto, incurren en mayores costos de monitoreo para reducir la probabilidad de enfrentar pérdidas. Sin embargo, los emisores mencionaron que estas presiones dependen del perfil y rating crediticio de cada compañía. De hecho, no lo toman como un aspecto negativo porque se entiende que el banco está buscando preservar sus recursos. Asimismo, otros mencionaron que las presiones muchas veces se deben a la estrategia del banco para renovar las deudas financieras. Inclusive, un emisor destacó que el bono podría afrontar mayores presiones que un préstamo a consecuencia de sus *covenants* financieros.

"Hay presión porque los bancos cuidan sus recursos, con la pandemia han presionado un poco más pero se les presentan números actualizados y es suficiente" Emisor 4

"Depende de la empresa, una pequeña si puede afrontar presiones semanales, envíos a SUNAT, depende de la relación. Dado que la empresa tiene equity, se le envía al banco con la misma periodicidad que a los inversionistas. Los inversionistas canalizan a través de la clasificadora o a ellos directamente. Es subjetivo, depende de la percepción del banco" Emisor 1

¿Considera que los bonos le dan la posibilidad de obtener mayores fondos y financiarse a mayores plazos?

La emisión de bonos ofrece una mayor diversificación de prestamistas a diferencia de una sola contraparte como el banco. Asimismo, todo un bloque de inversionistas podría ofrecer un nivel de liquidez mayor al ofrecido por una sola entidad bancaria. Más aún, este último permitiría alcanzar mayores plazos de financiamiento. Por último, se resaltó que, en el mercado local, los demandantes son pocos a comparación del mercado internacional. Esto influye en los niveles de diversificación de inversionistas y características de papeles (montos y plazos).

Internamente, ¿cuál considera que fueron las variables más relevantes en la elección entre un bono o préstamo? ¿Hubo opiniones divididas dentro de la firma?

La mayoría de los emisores mencionaron que las variables más relevantes en la decisión entre un préstamo o una emisión son la diferencia de tasas de fondeo y niveles de demanda.

"Gerencia estaba convencida de entrar al mercado de capitales porque necesitaban horizontes más largos dado que los activos de la empresa son de largo plazo y eso calza mejor." Emisor 4

En ocasiones previas, aproximadamente, ¿cuál ha sido la diferencia de tasas de interés entre un préstamo de largo plazo y un bono?

La teoría sugiere que la prima de un banco es mayor a la de un bono. La muestra de emisores indica que, en el Perú, se cumple esta premisa. No obstante, a pesar de presentar un menor costo, las firmas optan por tener ambos tipos de pasivos, lo cual permite una adecuada diversificación de fondeo. Inclusive, estas diferencias en ambas tasas con respecto a la curva base (spreads) pueden ser más volátiles para los bonos que para los préstamos. A diferencia de la mayoría de respuestas, un emisor precisó que la deuda era menos costosa que las emisiones, sin embargo, para la diversificación de su fondeo utiliza ambos instrumentos.

"El costo de un banco es 1.5 veces más caro que el bono" Emisor 4

"-30 puntos básicos. Adeudo sale más barato que el bono por el menor plazo." Emisor 3

La teoría sugiere que la tasa de un préstamo es más alta, considerando los costos de emisión ¿el bono sigue siendo la alternativa menos costosa?

Los emisores mencionaron que, a pesar de los costos de emisión, un bono sigue siendo una alternativa menos costosa que un préstamo bancario. Sin embargo, lo mencionado anteriormente

solo aplica en el caso de colocaciones grandes para las cuales el costo puede diluirse. En el caso de medianas empresas quienes emiten montos pequeños, estos costos pueden representar una proporción significativa de las emisiones, lo cual reduce el interés por estos instrumentos. Asimismo, se resalta que la deuda bancaria también presenta comisiones adicionales que encarecen el préstamo.

"A pesar de los costos de emisión, el bono sigue siendo más ventajoso. Con el banco, hay muchas comisiones de precancelación que te mantienen unido a la banca." Emisor 4

¿Cuánto tiempo le toma obtener los fondos desde la elección hasta la colocación de los mismos en el caso de los préstamos y bonos?

Consecuencia de la mayor cantidad de requisitos, los plazos de desembolso de capital son mayores en comparación a los créditos tradicionales y se estima que un periodo aproximado de 4 meses según el Banco Mundial. En el caso de la experiencia de los emisores de la muestra, estos plazos varían dependiendo si es su primera colocación.

"Tuvimos un Kick off en febrero 2019 y recibimos los fondos a mediados de abril 2019 (3 meses aprox). El banco se demora en desembolsar para un mediano plazo unas 2 o 3 semanas pero también depende cuanto se demoren en el contrato." Emisor 1

"Si no están inscritos en el programa y es por primera vez puede tomar 1 año. Si eres recurrente es 1 mes máximo para salir a emitir incluida actualización de documentos y roadshow. Para los préstamos como es entre bancos no toma más de una llamada con el sectorista." Banco Ripley

"Toma entre 2-3 meses para un bono dirigido a institucionales. Lo que más demora son los prospectos. En la época de covid tomó 6 meses." Emisor 7

¿Cuáles considera fueron las principales barreras o inconvenientes en el proceso de emisión? Asimismo, ¿cuáles considera son las ventajas de la emisión?

Las entrevistas en su mayoría identificaron que la documentación es el principal retraso en el proceso de emisión. La demora puede darse porque no se cuenta con la documentación completa o por la aprobación de la misma por parte de las autoridades responsables. Entre otras cosas, se mencionó que las respuestas de los inversionistas luego del *roadshow* puede tomar un periodo mayor al estimado debido a las aprobaciones necesarias por sus equipos de riesgos.

"Documentación tiene varias aristas. Necesitas auditor, clasificaciones de riesgo, etc. Como ventaja, estar en el mercado siempre es importante, te da un monto potencial al precio que sea." Emisor 2

¿Considera que hubo un cambio en su poder de negociación con las entidades bancarias luego de sus primeras emisiones en el mercado de valores?

La teoría sugiere que el poder de negociación mejora conforme se cuente con diversas fuentes de financiamiento. La muestra concluyó que sí percibe un mayor poder de negociación luego de sus emisiones. En específico, una de las firmas entrevistadas que emitió por primera vez tuvo el ofrecimiento de una entidad bancaria para reperfilar su deuda luego de que se conociese su plan de emisión. Sin embargo, el mercado de capitales se mantuvo como la mejor opción de financiamiento.

"Sí, mejoró bastante. Cuando decidimos salir, también le dimos la oportunidad a la banca de reperfilar la deuda con mejor costo pero el mercado de capitales seguía ofreciendo mejores condiciones." Emisor 4

¿Es común el financiamiento con bonos en el sector que opera? ¿Tienen preferencia por los préstamos bancarios?

Las respuestas de los entrevistados revelaron que el sector con mayores emisiones es el sector financiero. Sin embargo, con la reciente coyuntura de exceso de liquidez, las firmas de este sector no han requerido este tipo de fondeo.

En cuanto a las preferencias por préstamos bancarios, va a depender de las necesidades de cada emisor. En específico, uno de los entrevistados resaltó que su preferencia por cada uno de ellos dependía del calce de sus activos y pasivos.

"Depende de la duración de la cartera. La del banco es pequeña (300 o 400 días), a 5 años no hace sentido un bono pero sí a 2-3 años. La emisión de un bono genera fondeo estable y se aprovecha la coyuntura de tasas bajas. Asimismo, reperfilar la deuda porque puedes ir rolleando las obligaciones." Emisor 3

¿En qué contexto económico-financiero emitieron el bono? ¿Qué influencia tuvo en la decisión esta variable?

En un contexto de tasas bajas como el actual, la teoría sugiere que podría aumentar el número de emisiones. Sin embargo, las respuestas fueron mixtas. En primer lugar, se mencionó que el contexto de incertidumbre política genera mayor riesgo a los inversionistas, lo cual genera una menor demanda de papeles. En adición, el contexto puede cambiar la estrategia de una emisión privada a pública.

"No para salir pero afecta la estrategia. Como las AFPs estaban sin liquidez porque estaban vendiendo por los retiros, cambiaron la estrategia y los documentos para salir con una emisión pública y no privada". Emisor 7

Actualmente, en este nuevo contexto, ¿consideraría oportuno realizar una nueva emisión?

En general, las empresas mencionaron que no ven necesario tener nuevas emisiones debido a sus altos niveles de liquidez y poca demanda del mercado. Solo un emisor mencionó que tiene planeado emitir 4 veces este año porque confía en los buenos fundamentos de la empresa. Finalmente, otro factor que consideran importante es la viabilidad de recomprar los bonos en un mercado poco líquido como el caso peruano para volver a emitir a una mejor tasa y generar un ahorro a futuro.

"Se tiene planeado 4 emisiones al año. Es una compañía con fundamento, lo peor que puede pasar es colocar menos de lo que se estima." Emisor 5

¿Quiénes considera son los principales demandantes de los instrumentos emitidos?

Todos los entrevistados concluyeron que los principales demandantes son las AFPs, fondos mutuos, compañía de seguros, portafolios administrados y el estado. Por lo anterior, también mencionaron que en el mercado internacional es posible captar más inversionistas y con apetito de riesgo peruano.

¿Qué mejoras consideraría que se debería tener en el mercado de valores para incrementar la participación de otras empresas?

Los emisores mencionaron varias propuestas, entre las cuales se resaltan: (i) mayor información sobre los procesos de emisión, (ii) reducción de requerimientos de información, (iii) reducción en el tiempo de aprobaciones por parte de autoridades regulatorias y (iv) establecer costos de emisión más competitivos. Sin embargo, se resaltó que para un emisor recurrente, el proceso es menos tedioso debido a que solo se requiere la actualización de ciertos requerimientos.

"Hay muchas restricciones como ratings y aprobaciones en la SBS y SMV son muy extensas, podrían ser más flexibles con emisores nuevos. Para el banco, por el tamaño de emisión el costo se diluye pero para empresas más pequeñas no. Podría haber más capacitaciones y flexibilización." Emisor 2

"Proceso tedioso pero una vez que lo tienes es piloto automático. En primer lugar, falta más información. En segundo lugar, la estructuración y colocación no es tan barato. Tercero, hay que pagar por la emisión de ratings y si no son positivos reduce la probabilidad de emitir. El mercado de capitales debería ser el camino pero cuesta hacer el trade porque no es líquido, es un mercado buy and hold." Emisor 3

2. Entrevistas a Estructuradores de Deuda

Dentro de este grupo de *stakeholders*, se entrevistó a dos estructuradores de los bancos con mayor participación de mercado. En específico, se les consultó sobre las características del mercado de deuda pública peruana (demandantes y ofertantes), ventajas y desventajas sobre los instrumentos de deuda, inconvenientes en el proceso de emisión, contexto actual del mercado y expectativas

para los siguientes periodos. En primer lugar, con respecto a las características de los principales demandantes y ofertantes, se obtuvo lo siguiente:

¿Cuáles son los sectores y perfil de las firmas que considera son los más participativos en el mercado de valores?

Todos los encuestados coincidieron que, en su mayoría, las empresas de sectores estables son quienes concentran las emisiones. En específico, se resalta la alta concentración de emisiones en el sector financiero y energía.

“Tomando en consideración, el número de emisiones y emisores, el 70% pertenece al sector financiero. Seguido de dicho sector, se resalta la participación de las empresas eléctricas y distribuidoras.” Estructurador 2

¿Quiénes considera son los principales demandantes de los instrumentos emitidos y quiénes no? ¿A qué se debe esto?

Históricamente, las AFP han sido los principales demandantes de las emisiones primarias. Seguido de estos inversionistas, se encuentran las aseguradoras, fondos mutuos y otros. No obstante, los entrevistados resaltaron la disminución significativa en la demanda de las AFP en 2020 consecuencia de los retiros aprobados por el congreso.

“Históricamente, las AFP han sido los principales demandantes de las emisiones primarias con una participación del 63% del stock emitido. Sin embargo, este año, consecuencia de los retiros, su participación ha bajado a 55%. Seguido de los fondos de pensiones, se encuentran las aseguradoras, fondos mutuos y otros.” Estructurador 2

En relación a la comparación entre préstamos bancarios y emisiones públicas, se obtuvieron las siguientes conclusiones sobre las diferencias en los costos de fondeo, plazos, montos de emisión, costos de emisión, entre otros.

¿Cuál considera que es la diferencia de tasas de interés entre un préstamo y un bono?

Los estructuradores mencionaron que la diferencia en el costo de fondeo depende de diferentes variables: riesgo crediticio, moneda, plazo, etc. Sin embargo, para un emisor AAA, el bono corporativo presenta un costo menor entre 50 y 100 puntos básicos.

“Aproximadamente, el préstamo presenta una tasa superior de 50 a 100 puntos básicos. Sin embargo, esta diferencia, puede variar dependiendo del sector y el riesgo.” Estructurador 1

Considerando los costos de emisión ¿el bono sigue siendo la alternativa menos costosa?

Los entrevistados coincidieron que, a pesar de los costos adicionales de emisión, los bonos corporativos siguen representando una alternativa menos costosa que los préstamos bancarios.

“A pesar de un gasto adicional por emisión, este costo se diluye dependiendo del plazo. En específico, para una primera emisión, entre abogados y clasificadoras, se estima un gasto entre 70-90 mil dólares. Este último sería un costo pequeño considerando una emisión a un plazo de 10 años.” Estructurador 2

La teoría sugiere que una desventaja de los bonos es la publicación de información, ¿considera esto una desventaja? ¿Por qué?

Los entrevistados no consideran este requerimiento como una desventaja, sino como una oportunidad para demostrar la transparencia de la firma.

“En el caso de las empresas que listan en la bolsa de valores, el costo incremental es nulo debido a que independientemente de la emisión, publican su información periódicamente. Este caso es similar para las empresas reguladas como son los bancos y aseguradoras quienes tienen la obligación de publicar su información.” Estructurador 1

“No es una desventaja, sino una oportunidad de mejora en el manejo interno de la información. Esto último puede contribuir inclusive en el gobierno corporativo.” Estructurador 2

¿Considera que los bonos le dan la posibilidad de obtener mayores fondos y financiarse a mayores plazos?

En esta pregunta, se obtuvo respuestas mixtas con respecto a obtener mayores fondos. Un entrevistado considera que, en términos de montos, no hay una diferencia significativa entre ambas alternativas. Mientras que, en el caso de plazos, los estructuradores coincidieron en que se permite alcanzar mayores plazos.

“En el Perú, el monto obtenido por un banco y un bono son similares. No obstante, las emisiones permiten alcanzar plazos de 15, 20 o 25 años. Mientras que, los bancos usualmente tienen plazos de 7 años. Inclusive, en caso de requerir préstamos de 10 años, se solicita la garantía de real estate.” Estructurador 1

“Bajo circunstancias típicas, las emisiones pueden obtener montos mayores de financiamiento a mayores plazos. Sin embargo, en la actualidad, con los retiros de las AFP, los montos de captación se han acotado hasta equipararse con las entidades bancarias.” Estructurador 2

En su experiencia, ¿cuál es el motivo por el cual las empresas ingresan al mercado de deuda pública?

Las empresas optan por emitir deuda pública con el objetivo de obtener mejores costos de fondeo, plazos más largos, diversificación de fondeo y reputación.

“La opción de alcanzar mayores plazos es una de las principales razones. Sin embargo, algunas empresas ingresan al mercado de valores con montos y plazos pequeños para ir generando una buena reputación.” Estructurador 2

Con respecto a los principales inconvenientes más recurrentes, las ventajas y los puntos de mejora en el mercado peruano, comentaron lo siguiente:

¿Cuáles fueron las principales barreras en el proceso de emisión?

Los entrevistados coincidieron que el mayor inconveniente en las emisiones es la limitada demanda en el mercado peruano. Asimismo, resaltaron la poca flexibilidad de los demandantes en emisiones con características diferentes a las tradicionales y emisores de mayor riesgo.

“El mayor problema que se enfrenta es la demanda, inclusive se puede hasta denominador que el emisor es ‘prisionero de la demanda’. Prácticamente, todo depende de las AFP debido a que los fondos mutuos invierten a plazos medios. Lo anterior se agrava en un escenario de incertidumbre como el vivido en 2020. Otra razón es la demora en la inscripción de la emisión, luego la demora en las etapas de Roadshow.” Estructurador 1

“Adicionalmente, otro problema es la poca flexibilidad del mercado peruano. En específico, los participantes buscan bonos bullet y a plazos 5-6 años.” Estructurador 2

¿Qué mejoras consideraría que se debería tener en el mercado de valores para incrementar su participación?

Lo fundamental para los entrevistados es aumentar la demanda para incentivar a más compañías. Asimismo, se considera necesario reducir la asimetría de información.

“Lo fundamental es aumentar el número de inversionistas. En específico, se debería uniformizar los requisitos de emisión en Chile, Colombia y Perú, de modo que, cualquier inversionista de un país pueda invertir en el mercado local del otro.” Estructurador 1

“Aumentar la publicidad, debido a que una gran cantidad de pequeñas y medianas empresas piensan que emitir es un proceso muy complicado y temen la aceptación de sus papeles por el mercado.” Estructurador 2

2.1. Inversionistas

Otro grupo de *stakeholders* entrevistados fueron cinco inversionistas provenientes de dos fondos mutuos quienes expusieron sus conocimientos y experiencia en el mercado de valores peruano. A continuación, se presentarán las respuestas de los gestores:

¿Cuáles son los sectores y perfil de las firmas que considera son los más participativos en el mercado de valores?

Del mismo modo que otros entrevistados, los inversionistas manifestaron que las firmas del sector financiero son quienes concentran el mercado peruano. Seguido de este sector, se encuentra el sector de energía.

Adicionalmente a lo requerido por el regulador, ¿considera que existen otras variables a tomar en consideración en la compra de un instrumento de deuda?

Los inversionistas expresaron que los requerimientos por parte del regulador son suficiente. Sin embargo, para tomar la decisión de inversión realizan un análisis más detallado de la firma.

“Para la inversión en un instrumento, realizamos un proceso de inversión fundamental, en el cual se evalúa la capacidad de pago, riesgo crediticio, etc. Asimismo, se realizan las proyecciones de los estados financieros como herramienta adicional.” Inversionista 1

¿Qué mejoras consideraría que se debería tener en el mercado de valores para incrementar su participación?

Similar a otros entrevistados, las respuestas coinciden en aumentar la liquidez del mercado y reducir la asimetría de información de los empresarios.

“La liquidez del mercado es bastante baja consecuencia de los pocos inversionistas y la estrategia de inversión. En específico, las AFP compran los bonos para mantenerlos al vencimiento. El mercado podría mejorar si hubiesen más market makers.” Inversionista 2

En relación a sus percepciones y expectativas sobre el mercado peruano, se concluyó lo siguiente:

En este contexto económico-financiero, ¿estaría dispuesto a comprar bonos peruanos?

Las respuestas concluyeron que la compra de bonos peruanos dependerán del perfil de los inversionistas. Sin embargo, en la actualidad, se ha convertido en una alternativa atractiva debido a las bajas tasas de depósitos a plazo.

“Actualmente, la tasa de los depósitos es muy baja, aproximadamente, entre 0.35-0.40%. Por eso, la alternativa de los bonos se ha convertido en una opción más atractiva.” Inversionista 1

¿Cómo considera que los retiros de fondos de las AFP están impactando en el mercado de deuda?

Los entrevistados coincidieron que los retiros impactaron sobre la valorización de la curva de soberanos del Perú. Asimismo, impactó sobre los niveles de liquidez de las AFP.

“En el primer retiro, hubo mucho temor en el mercado, lo cual se reflejó en la agresiva desvalorización que presentó la curva de soberanos. El segundo retiro se caracterizó por mayores flujos de bonos corporativos, los cuales fueron absorbidos por el mercado.” Inversionista 1

“El retiro de las AFP generó mayor riesgo en los soberanos debido a que la venta de renta variable es limitada y cuentan con poca exposición a estos activos. Para evitar una mayor desvalorización, el BCRP intervino con repos.” Inversionista 2

Con la propuesta de estatización en el sistema de pensiones, ¿cómo considera que podría verse afectado el mercado de deuda pública?

Los inversionistas coincidieron que sería una medida que tendría un impacto negativo en el mercado de deuda pública.

“Es muy prematuro determinar el impacto de esta medida. Considero que el principal impacto sería la limitación de flujos en las subastas primarias. Sin los fondos de pensiones, los emisores tendrían desincentivos a realizar nuevas colocaciones.” Inversionista 1

“La libre competencia ha generado una disminución en las comisiones de los fondos de pensiones. Esta propuesta generaría una menor competencia y mayores comisiones.” Inversionista 3

CAPÍTULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

1. Conclusiones

Con la información obtenida de la revisión de la literatura y entrevistas a *stakeholders*, se obtuvieron diversas conclusiones del mercado de deuda pública en el Perú. En específico, se evaluará i) la relevancia del apalancamiento en la estructura de capital, ii) las opciones de financiamiento, iii) evolución del mercado deuda en el Perú y mercados desarrollados, iv) ventajas y desventajas de bonos corporativos con respecto préstamos bancarios, v) contexto actual y expectativas del mercado peruano, así como vi) principales barreras o inconvenientes en el proceso de emisión.

Basados en la teoría de Modigliani y Miller sobre la estructura de capital (1988) y apuntes contemporáneos de otros autores, se determinó que el nivel de apalancamiento genera beneficios económicos para las compañías. Más aun, de las entrevistas no solo se reafirma esta premisa, sino que se adiciona que también contribuye en la diversificación de fondeo, el cual es un aspecto cualitativo relevante para los inversionistas y calificadoras de riesgo.

En diversas investigaciones se presentan las alternativas más comunes de financiamiento: préstamos bancarios y emisiones públicas (bonos corporativos). Sin embargo, en el Perú, se cuenta con diferentes modalidades de emisiones: (i) Oferta Pública, (ii) Oferta Pública dirigida a Inversionistas Institucionales y (iii) Oferta Privada. Inclusive, hace pocos años, se introdujo una nueva modalidad para incentivar las emisiones en las medianas empresas: Mercado Alternativo de Valores.

Evaluando la evolución del mercado de deuda peruano y mercados desarrollados, se encontró una diferencia significativa en la tendencia de ambos. En específico, en el Perú, los saldos de circulación han aumentado en los últimos 20 años. No obstante, en términos del PBI y nivel de colocaciones del sistema bancario, ha presentado un comportamiento estable sin mejoras significativas.

Adicionalmente, con las entrevistas se pudo obtener mayores detalles sobre el mercado de deuda público peruano. La primera conclusión recae en la alta concentración de empresas del sector financiero en las emisiones anuales. Específicamente, casi el 70% del total de colocaciones, han sido emitidas por bancos y/o financieras. Seguido de este sector, se resalta también la participación del sector eléctrico. Por otra parte, en términos de rating, se concluye que, predominantemente, las firmas AAA son las más participativas del mercado. Todo lo mencionado anteriormente refleja el poco interés de los inversionistas en sectores menos estables y compañías con otras clasificaciones de riesgo.

En relación a los principales demandantes, las respuestas fueron unánimes y concluyeron que los fondos de pensiones (AFP) son quienes predominan en este mercado. Seguido de este último se encuentran, las aseguradoras, fondos mutuos y portafolios administrados. Esto refleja la alta concentración de la demanda en pocos participantes. No obstante, desde marzo del 2020, consecuencia de los retiros otorgados a los aportantes, la demanda de los fondos de pensiones ha caído considerablemente, lo cual ha impactado negativamente sobre el nivel de emisiones.

Con respecto a los aspectos más relevantes en las decisiones de emisión, así como las principales ventajas y desventajas de los préstamos bancarios y bonos corporativos, se obtuvo las siguientes conclusiones:

En primer lugar, en línea a lo obtenida en la literatura, los emisores peruanos realizan emisiones públicas con el principal objetivo del refinanciamiento de su deuda o expansión de su negocio. No obstante, se resalta que otra razón recurrente es para preservar la estabilidad de indicadores financieros (liquidez, solvencia, apalancamiento y distribución de pasivos).

Por otra parte, al igual que lo sugerido por diferentes autores, los entrevistados concluyeron que las emisiones públicas generan un beneficio reputacional debido a que las firmas demuestran su transparencia con el mercado. Lo anterior, no solo se refleja en la aceptación de los inversionistas, sino que también en la mejora del poder de negociación de las firmas con las entidades bancarias.

De igual modo que lo obtenido en la revisión de la literatura, los entrevistados, en su mayoría, expresaron que las emisiones públicas presentan un menor costo de fondeo. No obstante, esta diferencia varía en función a diversos factores: rating, historial crediticio, plazos, sector, objetivo de financiamiento, indicadores financieros, proyecciones, entre otros. Más aun, se resalta que, en

la actualidad, esta diferencia de tasas de interés se ha ido reduciendo consecuencia de los altos niveles de liquidez de las entidades financieras.

Otra ventaja de los bonos corporativos es la posibilidad de alcanzar mayores plazos de financiamiento. En específico, lo obtenido de las entrevistas concluye que los bancos suelen prestar a plazos menores a 10 años, y los préstamos de mayor duración requieren garantías reales. Con respecto a los montos, teóricamente los bonos permiten obtener mayores montos de financiamiento. No obstante, en el Perú, lo obtenido por los bancos e inversionistas no difiere significativamente. Más aún, en el contexto actual de constantes retiros del fondo de pensiones, dicha brecha se ha acotado de manera importante.

En línea a los costos de emisión, a diferencia de lo sugerido por la teoría, estos toman mayor importancia en el caso peruano. Específicamente, se concluye que para las grandes empresas quienes emiten montos altos y plazos largos, los costos de emisión son poco significativos y se diluyen en el transcurso de los años. No obstante, en el caso de las medianas empresas que buscan financiamiento de plazos cortos y montos bajos, los gastos adicionales representan una variable significativa que desincentiva el uso del mercado de valores.

Sugerido por muchos autores, el proceso de emisión para obtener los fondos es una de sus principales desventajas de los bonos debido a que toma más tiempo que un préstamo bancario. Lo obtenido de la presente investigación concluye que esta premisa no se cumple en todas las situaciones. En ese sentido, las empresas recurrentes del mercado de valores consideran que la diferencia de plazos es marginal, por lo que, no se considera una desventaja. No obstante, en el caso de empresas que deseen emitir por primera vez, el proceso de emisión puede tomar, aproximadamente, un año.

Asimismo, teóricamente, se considera que una desventaja de los bonos corporativos es la publicación de información debido a que puede ser utilizada por sus competidores. Sin embargo, lo obtenido por la muestra sugiere lo contrario. Inclusive, los entrevistados consideran este factor como una oportunidad de mejora en el manejo interno. Asimismo, se resalta que muchos emisores independientemente de la emisión, publican su información periódicamente por exigencias regulatorias.

En referencia a los principales inconvenientes en los procesos de emisión, se concluye que los más significativos son los siguientes: (i) Pocos inversionistas en el mercado peruano, (ii) Retraso en la respuesta de los reguladores en las evaluaciones de la documentación, (iii) Poca información disponible sobre requisitos y otros factores de los procesos de emisión, (iv) Demora en las aprobaciones de los inversionistas luego de los *roadshows*, (v) contexto de incertidumbre actual y (vi) medidas sobre los principales demandantes (retiros de fondos de pensiones).

En específico, sobre este último punto, lo obtenido de las entrevistas concluye que los retiros de las AFPs han impactado de manera negativa en el mercado peruano. Una de las principales consecuencias es el aumento de incertidumbre (riesgo), el cual se refleja en las desvalorizaciones de las curvas base del Perú en 2020. Asimismo, se resalta el menor apetito de los fondos de pensiones por nuevas emisiones consecuencia de sus menores niveles de liquidez.

Con respecto a la posible nueva propuesta de estatización de los fondos pensiones, por unanimidad, se concluyó que perjudicaría drásticamente el mercado de deuda. Específicamente, se reduciría el universo de inversionistas, la gestión de inversiones estaría a cargo de una entidad estatal y la liquidez del mercado se reduciría. No obstante, se precisa que debido a falta de información todavía no se pueden adelantar conclusiones del tema.

2. Recomendaciones

A partir de los resultados obtenidos por la revisión de la literatura y entrevistas a *stakeholders*, se recomienda algunas medidas que podrían mejorar el funcionamiento del mercado de valores y aumentar la participación de más firmas.

Primero, se recomienda fomentar mayor información sobre el mercado de valores: características y ventajas de este tipo de instrumento. En específico, mostrar las diferentes modalidades de emisiones, los pocos requisitos para ciertos regímenes, los ahorros en costos de fondeo, y sobre todo casos de éxitos de otras firmas. La difusión de esta información se puede realizar, principalmente, por medios digitales.

En segundo lugar, aumentar el número de inversionistas. Como mencionó uno de los entrevistados, los emisores son “prisioneros de la demanda”. Esto genera temor y dudas en los emisores debido a que desconocen si obtendrían los fondos requeridos. Por dicho motivo, tomando en cuenta lo sugerido por uno de los estructuradores de deuda, se recomienda uniformizar los requisitos de emisión en Chile, Colombia y Perú. De este modo, cualquier inversionista de un país puede invertir en el mercado local de otro.

Tercero, reducir el tiempo de aprobaciones por parte del regulador. Un problema común identificado por los emisores es el tiempo de demora en la respuesta de las entidades pertinentes sobre la documentación para las emisiones. Se recomienda fortalecer y/o automatizar procesos para reducir los plazos.

Por último, establecer costos de emisión más competitivos. Según lo recolectado por las entrevistas, se concluye que un factor que genera desincentivos en los emisores son los costos de emisión, principalmente, para montos pequeños y plazos cortos. En consecuencia, se sugiere segmentar los costos de emisión dependiendo de las características de un grupo de empresas.

ANEXOS

Anexo 01: Saldo en circulación de Bonos Corporativos en el Perú (2001-19)

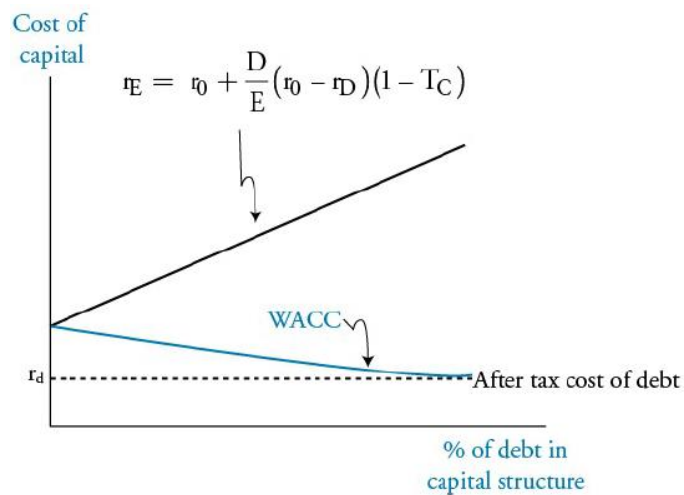


Fuente: CONASEV, SMV y Banco Central de Reserva del Perú.

Elaboración Propia.

Nota: Los datos de los saldos en circulación son obtenidos del reporte anual elaborado por el supervisor. Cabe resaltar que, en 2011, el CONASEV cambió su denominación a "Superintendencia del Mercado de Valores". Mientras que, el nivel de crédito del Sistema Bancario al Sector Privado y PBI son series obtenidas del Banco Central de Reserva del Perú.

Anexo 02: Costo ponderado de capital (WACC) con impuestos



Nota: el gráfico muestra la conclusión obtenida por Modigliani y Miller, la cual resalta que el nivel óptimo de la estructura de capital se alcanza con un nivel de 100% de endeudamiento.

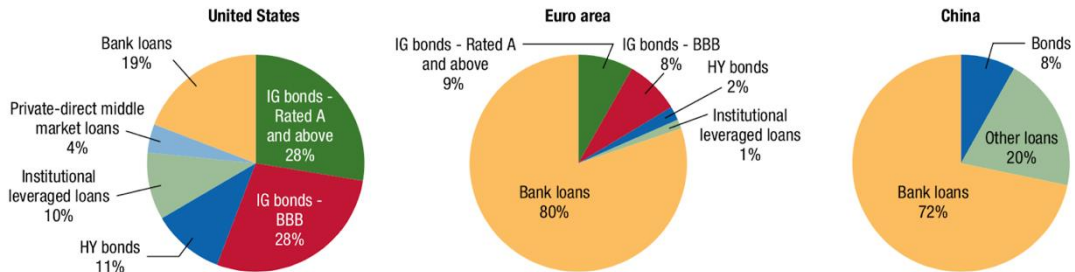
Fuente: CFA.

Anexo 03:

Figure 2.9. Shift in the Provision of Corporate Credit and the Investor Base

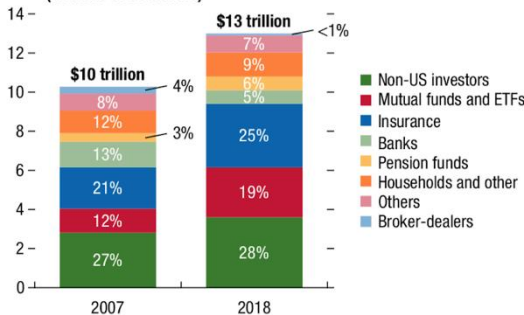
Capital market instruments have gained in prominence in the United States, whereas bank lending remains prevalent in the euro area and China.

1. Composition of Corporate Credit as of 2018 (Percent)



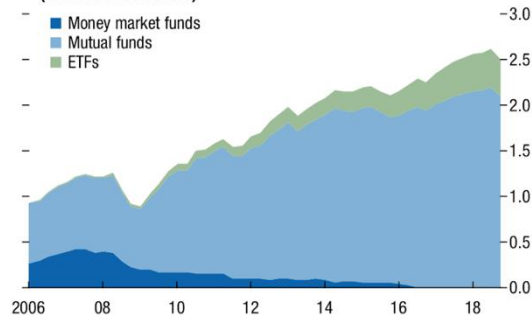
Ownership of US corporate bonds has shifted to investment funds and foreign investors ...

2. US Corporate Bond Ownership (Trillions of US dollars)



... as mutual fund ownership of US corporate bonds has increased more than 150 percent from levels before the global financial crisis.

3. US Corporate Bond Fund Ownership (Trillions of US dollars)



Sources: Bank for International Settlements; European Central Bank; Federal Reserve; Haver Analytics; Morgan Stanley; People's Bank of China; S&P Leveraged Commentary & Data; and IMF staff calculations.

Note: In panels 1 (the United States and the euro area), 2, and 3, financial corporate debt is included. For panels 2 and 3, the calculation for corporate bonds also includes holdings of foreign issues by US residents. ETFs = exchange-traded funds; HY = high yield; IG = investment grade.

Fuente: (IMF, 2019).

Anexo 04: Saldo en circulación de Bonos Corporativos en el Perú (2001-19)

Gráfico 01

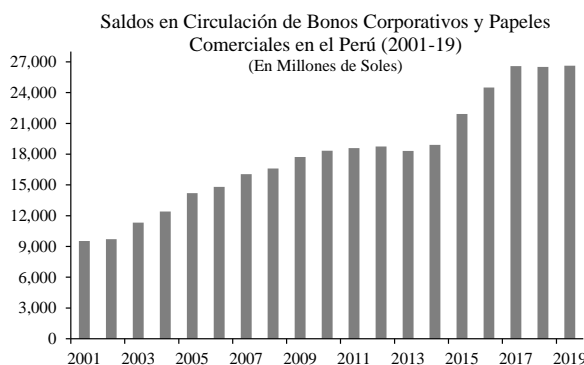
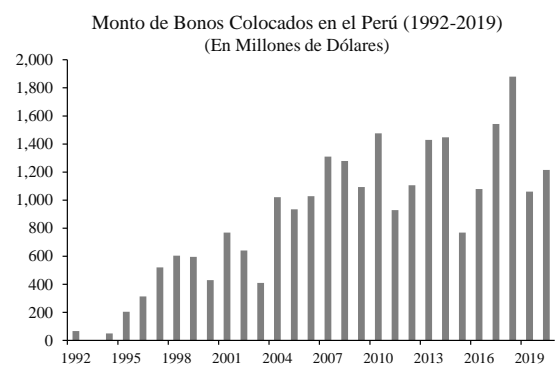


Gráfico 02



Fuente: CONASEV / SMV. Elaboración Propia.

Nota: Los datos del gráfico son obtenidos del reporte anual elaborado por el supervisor. Cabe resaltar que, en 2011, el CONASEV cambió su denominación a "Superintendencia del Mercado de Valores".

Anexo 05: Saldo en circulación de Bonos Corporativos en el Perú (2001-19)

Gráfico 01

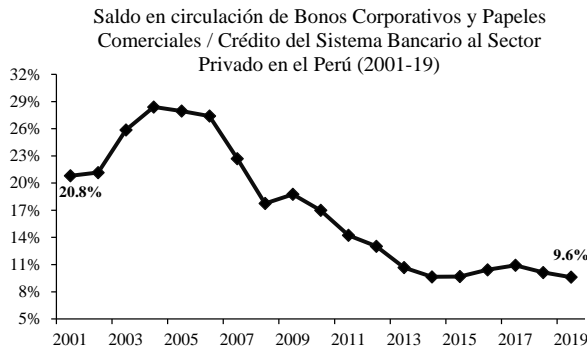
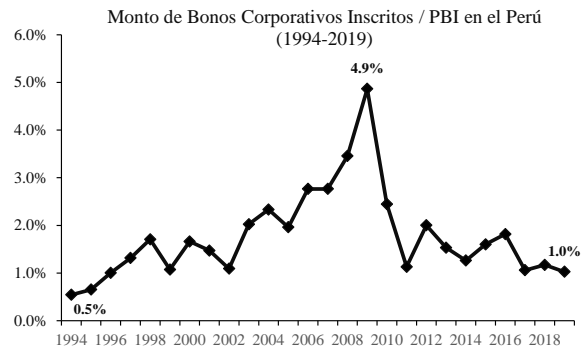


Gráfico 02



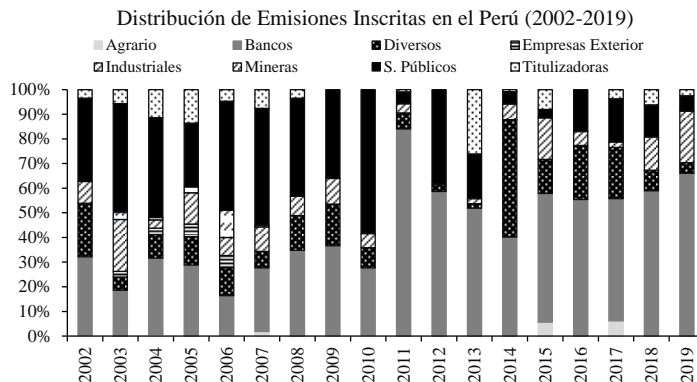
Fuente: CONASEV, SMV y Banco Central de Reserva del Perú.

Elaboración Propia.

Nota: Los datos de los saldos en circulación son obtenidos del reporte anual elaborado por el supervisor. Cabe resaltar que, en 2011, el CONASEV cambió su denominación a "Superintendencia del Mercado de Valores". Mientras que, el nivel de crédito del Sistema Bancario al Sector Privado y PBI son series obtenidas del Banco Central de Reserva del Perú.

Anexo 06: Distribución de Emisiones Inscritas en el Perú (2002-19)

Gráfico 05



Fuente: CONASEV / SMV. Elaboración Propia.

Nota: Los datos del gráfico son obtenidos del reporte anual elaborado por el supervisor. La distribución está en base a las emisiones de bonos corporativos y papeles comerciales. Cabe resaltar que, en 2011, el CONASEV cambió su denominación a "Superintendencia del Mercado de Valores".

Anexo 07: Costos Efectos de Emisiones en el Perú

Emisión A		Emisión B	
Instrumento	Bonos Corporativos	Instrumento	Papeles Comerciales
Moneda	PEN	Moneda	PEN
Monto (MM)	100	Monto (MM)	100
Plazo	10 años	Plazo	1 año
Amortización	Bullet	Amortización	Bullet
<i>Duration</i> Estimado	7.8y	<i>Duration</i> Estimado	1y

		Emisión A		Emisión B	
		Monto (S/)	pbs del Monto	Monto (S/)	pbs del Monto
Gastos de Inscripción del Programa					
Asesores Legales del Estructurador	US\$ 10,000 - US\$ 15,000	43,750	4.4 pbs	43,750	4.4 pbs
Tasa SMV por Inscripción del Programa (TUPA 125)	S/2,239	2,239	0.2 pbs	2,239	0.2 pbs
Escritura Pública del Contrato Marco	S/5,400	5,400	0.5 pbs	5,400	0.5 pbs
Upfront Clasificadoras de Riesgo (x2)	US\$ 15,000 - US\$ 20,000	61,250	6.1 pbs		
Instalación de Representante de Obligacionistas	S/10,000	10,000	1.0 pbs		
Gastos por Inscripción del Programa:		122,639	12.3 pbs	51,389	5.1 pbs
Gastos de la Inscripción y Colocación de la Primera Emisión					
Tasa SMV por Inscripción de la Emisión (TUPA 147)	S/1,806	1,806	0.2 pbs	1,806	0.2 pbs
Inscripción de la Emisión en la BVL	0.0375% de la emisión	37,500	3.8 pbs	37,500	3.8 pbs
CAVALI Inscripción de Serie	US\$ 100	350	0.04 pbs	350	0.04 pbs
Escritura Pública de Contrato Complementario	S/2,700	2,700	0.3 pbs	2,700	0.3 pbs
Publicación en el diario Gestión 1/	S/16,000	16,000	1.6 pbs	16,000	1.6 pbs
Gastos por Inscripción y Colocación por Emisión:		58,356	5.8 pbs	58,356	5.8 pbs
Gastos Recurrentes Anuales					
Mantenimiento Clasificadoras de Riesgo (x2)	US\$ 15,000 - US\$ 20,000	61,250	6.1 pbs	61,250	6.1 pbs
Honorario Representante de Obligacionistas	S/ 35,000 - S/ 65,000	50,000	5.0 pbs		
CAVALI Comisión de Mantenimiento 2/	0.0010% de la Emisión mensual	12,000	1.2 pbs	6,000	0.6 pbs
BVL Derecho de Cotización	0.0020% de la Emisión mensual	24,000	2.4 pbs	12,000	1.2 pbs
SMV Comisión de Mantenimiento	0.0035% de la Emisión mensual	42,000	4.2 pbs	21,000	2.1 pbs
Gastos Anuales:		189,250	18.9 pbs	100,250	10.0 pbs
Gastos Upfront (anual) 3/		23,204	2.3 pbs	109,745	11.0 pbs
Gastos Anuales		189,250	18.9 pbs	100,250	10.0 pbs
Total Gastos (anual)		212,454	21.2 pbs	209,995	21.0 pbs

Fuente y elaboración: Santiago Polar, Estructurador Financiero (2021)

Anexo 08: Requisitos para emisiones de Mercado Principal y Alternativo de Valores

Listado	Mercado Principal	MAV
Plazo máximo de inscripción	30 días	15 días
Información financiera individual anual auditada	Dos últimos ejercicios	Último ejercicio
Adecuación de estados financieros de acuerdo a normas internacionales de información financiera	Si	Si
Informe de Clasificación de Riesgo	Dos informes	Un informe
Memoria anual	Dos últimos ejercicios	Último ejercicio
Reporte sobre el Cumplimiento del Código del Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas	Si	A partir del tercer año de la primera colocación
Reporte de Sostenibilidad Corporativa	Si	No
Información financiera intermediaria individual	Trimestral	Trimestral o semestral

Fuente y elaboración: Superintendencia de Mercado de Valores.

Anexo 09: Entrevistas a funcionarios de entidades bancarias

Pregunta	Funcionario 1	Funcionario 2
¿Cuál es el procedimiento para el otorgamiento de crédito a las medianas empresas? ¿Qué temas son los que se evalúan?	<p>Los puntos básicos que se evalúan son:</p> <p>1) Sobre el flujo de caja óptimo</p> <ul style="list-style-type: none"> * Buen comportamiento de pago en el sistema financiero. * Apalancamiento menor a tres. * Destino del crédito. * Que tenga un punto de venta fijo. <p>2) El resto de puntos dependen del criterio de cada analista, de acuerdo con su experiencia en la evaluación de créditos.</p> <p>Para la evaluación del crédito intervienen las áreas de procesos, comercial y legal.</p>	<p>Primero se recaba la información financiera; la ficha comercial llega al funcionario, quien se reúne con el cliente para analizar los estados financieros y determinar el tipo de producto y los plazos que requiere. Este expediente pasa al área Credit Solution, la que se encarga de elaborar un informe sobre la estructura de la línea, las garantías, el tipo de cambio y los precios, los ratios financieros y la rentabilidad que tendrá este cliente. Con la aprobación de Credit Solution y Banca Comercial va al área de Riesgos, que revisa el informe y, en un plazo de cinco días, emite un dictamen.</p>

Fuente y elaboración: (Mendiola, 2015)

Nota: Cuadro extraído del documento de investigación elaborado por Mendiola *et al.*

Anexo 10: Relación de entrevistados en la investigación

- Emisores: se entrevistaron a 7 representantes del área de finanzas
 - Alicorp
 - Banco de Crédito del Perú
 - Banco Ripley
 - Electroquinas
 - Los Portales
 - Compartamos Financiera
 - Interseguros
- Estructuradores de deuda: se entrevistaron a 2 representantes
 - Credicorp Capital
 - BBVA Perú
- Inversionistas Institucionales: se entrevistaron a 5 inversionistas
 - 3 Portfolio Manager de Fondos Mutuos de Credicorp Capital
 - 2 Portfolio Manager de Fondos Mutuos de BBVA Asset Management

Anexo 11: Cuestionario dirigido a Emisiones (representantes del área de finanzas)

1. ¿Con qué objetivo de inversión realizaron la emisión (refinanciamiento, adquisición de activos, expansión, etc.)?
2. Entre sus instrumentos de mercado, ¿cuáles fueron los primeros utilizados? ¿bonos o acciones? ¿considera que la emisión contribuyó en la reputación de la firma?
3. La teoría sugiere que una desventaja de los bonos es la publicación de información, ¿considera esto una desventaja? ¿Por qué?
4. ¿Considera que el monitoreo de los bancos es mayor al de los bonistas? Asimismo, ¿cuáles son las principales presiones que afronta la empresa al no cumplir ciertos parámetros impuestos por el banco?
5. ¿Considera que los bonos le dan la posibilidad de obtener mayores fondos y financiarse a mayores plazos?
6. Internamente, ¿cuál considera que fueron las variables más relevantes en la elección entre un bono o préstamo? ¿hubo opiniones divididas dentro de la firma?

7. En ocasiones previas, aproximadamente, ¿cuál ha sido la diferencia de tasas de interés entre un préstamo de largo plazo y un bono?
8. La teoría sugiere que la tasa de un préstamo es más alta, considerando los costos de emisión ¿el bono sigue siendo la alternativa menos costosa?
9. ¿Cuánto tiempo le toma obtener los fondos desde la elección hasta la colocación de los mismos en el caso de los préstamos y bonos?
10. ¿Cuáles considera fueron las principales barreras o inconvenientes en el proceso de emisión? Asimismo, ¿cuáles considera son las ventajas de la emisión?
11. ¿Considera que hubo un cambio en su poder de negociación con las entidades bancarias luego de sus primeras emisiones en el mercado de valores?
12. ¿Es común el financiamiento con bonos en el sector que opera? ¿tienen una preferencia por los préstamos bancarios?

Con respecto al entorno macroeconómico:

13. ¿En qué contexto económico-financiero emitieron el bono? ¿Qué influencia tuvo en la decisión esta variable?
14. Actualmente, en este nuevo contexto, ¿consideraría oportuno realizar una nueva emisión?
15. ¿Quiénes considera son los principales demandantes de los instrumentos emitidos?
16. ¿Qué mejoras consideraría que se debería tener en el mercado de valores para incrementar la participación de otras empresas?

Anexo 12: Cuestionario dirigido a los Estructuradores de Deuda

1. ¿Cuáles son los sectores y perfil de las firmas que considera son los más participantes en el mercado de valores?
2. ¿Quiénes considera son los principales demandantes de los instrumentos emitidos y quiénes no? ¿A qué se debe esto?
3. ¿cuál considera que es la diferencia de tasas de interés entre un préstamo de largo plazo y un bono?
4. La teoría sugiere que la tasa de un préstamo es más alta, considerando los costos de emisión ¿el bono sigue siendo la alternativa menos costosa?
5. La teoría sugiere que una desventaja de los bonos es publicación de información, ¿considera esto una desventaja? ¿Por qué?

6. ¿Considera que los bonos le dan la posibilidad de obtener mayores fondos y financiarse a mayores plazos?
7. En su experiencia como estructurador de emisiones, ¿cuál es el motivo por las que considera las empresas ingresar al mercado de deuda pública?
8. ¿Cuáles considera fueron las principales barreras en el proceso de emisión? Asimismo, ¿cuáles considera son las ventajas de la emisión?
9. ¿Solo los requisitos que propone el regulador son suficientes para ingresar al mercado? ¿Por qué si o no? ¿Existen otras variables?
10. ¿Qué mejoras consideraría que se debería tener en el mercado de valores para incrementar su participación?

Con respecto al entorno macroeconómico:

11. ¿Qué influencia tiene el contexto económico-financiero en la decisión de emitir un bono?
12. Actualmente, en este nuevo contexto, ¿consideraría oportuno que se realicen emisiones?
13. ¿Cómo considera que los retiros de fondos de las AFP están impactando en el mercado de deuda?
14. Con la propuesta de estatización en el sistema de pensiones, ¿cómo considera que podría verse afectado el mercado de deuda pública?

Anexo 13: Cuestionario dirigido a Inversionistas Institucionales

1. ¿Cuáles son los sectores y perfil de las firmas que considera son los más participantes en el mercado de valores?
2. Adicionalmente a lo requerido por el regulador, ¿considera que existen otras variables a tomar en consideración en la compra de un instrumento de deuda?
3. ¿Qué mejoras consideraría que se debería tener en el mercado de valores para incrementar la participación de más empresas?
4. En este contexto económico-financiero, ¿estarías dispuesto a comprar bonos peruanos?
5. ¿Cómo considera que los retiros de fondos de las AFP están impactando en el mercado de deuda?
6. Con la propuesta de estatización en el sistema de pensiones, ¿cómo considera que podría verse afectado el mercado de deuda pública?

BIBLIOGRAFÍA

- Benninga, S. (2006). Introduction to Capital Budgeting. In *Principles of finance with excel* (pp. 158–192). Oxford University Press.
- Biais, B., Declerck, F., Dow, J., Portes, R., & von Thadden, E.-L. (2006). European Corporate Bond Markets : transparency , liquidity , efficiency. *Centre for Economic Policy Research*, May, 82.
- Białek-Jaworska, A., & Krawczyk, T. (2020). Corporate bonds or bank loans? The choice of funding sources and information disclosure of Polish listed companies. *Central European Economic Journal*, 6(53), 262–285. <https://doi.org/10.2478/ceej-2019-0017>
- Bravo, S. (2016). Conceptos y fundamentos del project finance. *Revista Especializada En Finanzas ESAN*, 073594.
- De Fiore, F., & Uhlig, H. (2005). Bank Finance versus Bond Finance: What Explains the Differences Between US and Europe? *CEPR Discussion Paper*, 5213.
- IMF. (2019). Vulnerabilities in a maturing credit cycle. *Global Financial Stability Report: Vulnerabilities in a Maturing Credit Cycle*, April.
- Kaplan Schweser. (2019). Financial Reporting and Analysis and Corporate Finance. In *CFA Program Exam Prep* (Vol. 53, Issue 9).
- McGraw, H. F. (2014). *¿Qué son las calificaciones crediticias y cómo funcionan?* <https://bit.ly/2QngCE5>
- Mendiola, A., Aguirre, C., Alatrística, Y., Lévano, F., & Vera, C. (2015). El mercado alternativo de valores como mecanismo de financiamiento para la mediana empresa. In *Esan Ediciones* (Vol. 7).
- Miller, M. H. (1988). The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years. *Journal of Economic Perspectives*, 2(4), 99–120. <https://doi.org/10.1257/jep.2.4.99>
- Modigliani, M., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, 2(3594), 952–953. <https://doi.org/10.1136/bmj.2.3594.952>
- Quispe, R. (2007). Decisiones de Inversión y Financiamiento de Proyectos Empresariales. In *En Formulación, evaluación y ejecución de proyectos de Inversión: lineamientos para un enfoque organizacional* (Issue 1, pp. 55–106).
- Rajan, R. G. (1992). Insiders and Outsiders : The Choice between Informed and Arm's-Length Debt. *The Journal of Finance*, XLVII(4).

- Schwert, M. (2018). Is Borrowing from Banks More Expensive than Borrowing from the Market? *Fisher College of Business*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3059607>
- Sojeva, D. (2015). Economic and Legal Advantages To Business Financing Through The Issuance of Bonds. *MPRA*, 62751, 1–15. https://mpra.ub.uni-muenchen.de/62751/1/MPRA_paper_62751.pdf
- Superintendencia de Mercado de Valores. (2020a). *Reseña Histórica*. Reseña Histórica.
- Superintendencia de Mercado de Valores. (2020b, November 28). *Mercado Alternativo de Valores*.
https://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo?data=D141BDE839DA325C10217EE83CEE2C1EC18CF07A593BDBF8299B
- van der Wansem, P. B. G., Jessen, L., & Rivetti, D. (2019). Issuing International Bonds. *World Bank*, 13. <https://doi.org/10.1596/31569>