



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

**ECONOMÍA**

**ROL DE LOS INVERSIONISTAS, EMISORES, BANCOS,  
AGENCIAS CALIFICADORAS Y REGULADORES EN LOS DEBT  
CAPITAL MARKETS**

Trabajo de suficiencia profesional presentado para optar al Título Profesional de  
Licenciada en Economía

Presentado por

**Afrania Palomino Seguin**

**Lima, enero de 2021**

## **RESUMEN EJECUTIVO**

Este trabajo presenta una breve revisión de literatura sobre el papel que desempeñan los emisores, estructuradores, agencias clasificadoras de riesgos, colocadores, inversionistas y el regulador en el mercado primario de bonos corporativos de empresas no pertenecientes al sector financiero. Además de mostrar cómo interactúan en un mercado de capitales regulado por la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV). Se muestra, además, un análisis sobre las emisiones en los últimos doce años (desde el 2009 hasta el 2012), en cuanto al número de emisores y montos colocados. Se evidencia que los participantes del mercado cumplen su rol de manera adecuada contribuyendo al buen funcionamiento del mercado de capitales, mas no necesariamente con su desarrollo, el cual parece responder a factores coyunturales y preferencias, principalmente, de los emisores.

# Índice

INTRODUCCIÓN .....	4
I. MARCO TEÓRICO .....	6
1. <i>Debt capital market</i> .....	6
2. Bonos .....	6
3. Agencias calificadoras de riesgo .....	6
4. Emisores .....	7
5. Bancos .....	7
5.1 Estructuradoras .....	8
5.2 Colocadoras .....	9
6. Inversionistas .....	10
7. Reguladores .....	10
II. EVIDENCIA EMPÍRICA .....	12
III. CONCLUSIONES .....	17
IV. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	18
ANEXOS .....	21

## INTRODUCCIÓN

El mercado de capitales peruano se caracteriza por ser pequeño y de muy poca liquidez, por lo que comparado con sus pares regionales como Chile o Colombia –integrantes del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)<sup>1</sup>– se encuentra varios pasos atrás.

Al interior del mercado de capitales se distingue principalmente el de renta variable y el de deuda. En el Perú, el mercado de renta variable es superior al mercado de renta fija en términos de monto negociado y número de operaciones; sin embargo, en los últimos diez años, la emisión y la negociación de los instrumentos de deuda han crecido sustantivamente. En efecto, entre el 2009 y el 2018, el monto negociado de instrumentos de deuda en soles se incrementó alrededor del 98,4% y pasó a representar 60,9%<sup>2</sup> del monto negociado de instrumentos de renta variable, equivalente al 6 784 millones de soles (ver el anexo 2). Con relación a los instrumentos de deuda emitidos en el mercado primario, entre todos, los bonos son los más representativos (cerca del 78%<sup>3</sup>). Y, dentro de este grupo, son los bonos corporativos los que tienen mayor participación (más del 80% en el 2019). Dada su mayor representatividad, es que este documento se centra en los bonos corporativos y, particularmente, en los emitidos por las empresas no financieras.

En el mercado de bonos corporativos intervienen diversos participantes: emisor, estructurador, agencia clasificadora de riesgo, inversionista y regulador, siendo este último el que establece las reglas para asegurar la estabilidad y buen funcionamiento del mercado, el cual, como cualquier otro, presenta fallas. Precisamente, una de estas fallas es la asimetría de información, la cual aparece cuando el inversionista desconoce información privada relevante, tanto antes como después de realizar la transacción (Bebczuk, 2000). Ante la presencia de este tipo de fallas, el mercado puede verse afectado negativamente. En ese sentido, puede producirse un racionamiento del capital por parte de los inversionistas o un desinterés por parte de las empresas de financiarse a través de deuda. Esto último debido a que las empresas con mejor *performance* pueden ser castigadas con tasas más altas ante la presencia de empresas riesgosas (Mishkin, 1990). Por ello, es necesario que el mercado sea transparente para así asegurar la confianza de los inversionistas y brindar mejores oportunidades de financiamiento a las empresas y, en consecuencia, impulsar el crecimiento de la economía del país.

Dado el rol clave que posee la transparencia y la integridad, es que este trabajo plantea como hipótesis que el buen funcionamiento del mercado de bonos corporativo de empresas no

---

<sup>1</sup> En el 2019, el saldo de instrumentos de deuda en el mercado local representó el 19% del PBI, cifra inferior comparada con la alcanzada por Chile (32%) y Colombia (38%). De manera similar, el valor negociado promedio mensual en el mercado de renta variable fue de 2,1% del PBI, porcentaje muy por debajo al obtenido en Colombia (28,0%) y Chile (70,6%). Estas cifras y otros indicadores más pueden encontrarse en la tabla del anexo 1.

<sup>2</sup> En el 2009 este porcentaje era de 26,3%.

<sup>3</sup> Participación promedio en las colocaciones en soles entre el 2015 y 2019, inclusive.

financieras serían reflejo, en gran medida, del adecuado actuar de cada uno de los participantes del mercado.

El resto del documento está dividido en tres grandes partes. En la primera parte se aborda una breve revisión de literatura respecto al rol de los participantes en el mercado de deuda. En la segunda parte se realiza un análisis respecto a las emisiones de bonos corporativos de empresas no financieras durante los últimos 12 años. Finalmente, se presentan algunas conclusiones sobre el trabajo realizado.

## **I. MARCO TEÓRICO**

### **1. Debt capital market**

Es el mercado en el que se tranzan instrumentos de deuda de largo plazo o de corto plazo (como papeles comerciales) (Mishkin & Eakins, 2006), los cuales son emitidos por empresas o instituciones del gobierno con el objetivo de obtener financiamiento (CFA, 2014). Los tenedores de estos instrumentos se caracterizan, generalmente, por obtener un retorno fijo con un bajo nivel de riesgo (Jhabak & Lalchandani, 2016).

### **2. Bonos**

Es un título valor que representa una obligación de deuda para el emisor (deudor), y que este asume con el objetivo de obtener recursos para sus actividades (Tong, 2007), comprometiéndose a realizar pagos periódicos al tenedor (acreedor). Esencialmente, un bono incluye el principal (es el valor nominal del bono), la tasa cupón (es el pago periódico que recibe el tenedor del bono) y el *maturity* (fecha de vencimiento) (CFA, 2014).

Los bonos pueden ser de diferentes tipos según el emisor (soberano o corporativo), su nivel de riesgo (grado de inversión o de alto rendimiento), la tasa cupón (de tasa fija, de tasa flotante y de cupón cero), garantía (si cuentan con ella o no), el vencimiento (a corto, mediano, largo plazo o perpetuos), etc.

### **3. Agencias calificadoras de riesgo**

Las agencias clasificadoras de riesgo son empresas especializadas que brindan una medida objetiva que refleja el riesgo crediticio de un prestamista o instrumento financiero. La calificación o *rating* se obtiene a partir de una metodología que considera información tanto cualitativa como cuantitativa (Caballero et. al, 2014). En el Perú existen cinco clasificadoras de riesgo<sup>4</sup>, cada una con una metodología distinta, aunque se pueden encontrar varias similitudes entre sí. En ese sentido, a grandes rasgos, estas metodologías tienen un proceso que comprende: (i) el análisis preliminar de la cantidad y calidad de información mínima brindada por la empresa, (ii) el análisis de la capacidad de pago de la empresa (con base en sus indicadores financieros, su posición en la industria, administración y propiedad, etc.) y, finalmente, (iii) el análisis de las condiciones del instrumento a ser emitido<sup>5</sup>. Cabe mencionar que este proceso es recurrente en las metodologías para las empresas que emiten instrumentos de deuda, ya que para otros instrumentos y emisores existen otros procedimientos. En cuanto a la clasificación, la mayoría de agencias sigue la simbología de la agencia S&P.

---

<sup>4</sup> Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C., Pacific Credit Rating S.A.C., Class & Asociados S.A., JCR Latam y Moody's local.

<sup>5</sup> En el anexo 3 se indican los factores claves de estas metodologías.

Las agencias clasificadoras de riesgo cumplen un rol importante en el funcionamiento eficiente del mercado de capitales, en la medida que contribuyen a reducir las asimetrías de información entre el inversionista y el emisor. Además, según Bae et. al (2015), las señales que envían tienen un impacto en la riqueza tanto de los inversionistas como de los prestamistas. Así pues, una calificación alta permite a la empresa endeudarse en mejores condiciones (incrementando su valor de mercado) y al inversionista, una mayor probabilidad de obtener el retorno de su inversión.

Debido a las políticas de los inversionistas o del regulador, los inversionistas institucionales están permitidos de invertir únicamente en bonos de grado de inversión. Dado el gran tamaño de los fondos que manejan estas inversiones, se puede decir que estas clasificaciones también tienen un impacto en la asignación del capital de riesgo en la economía (Bae et. al, 2015).

Considerando el papel crítico que cumplen las agencias, es muy importante que estas califiquen de manera precisa y objetiva la solvencia de las empresas. Asimismo, es relevante que el regulador garantice que estas agencias estén realizando su deber como asesores imparciales (Bae et. al, 2015).

#### **4. Emisores**

Los emisores, en este caso, son empresas del sector no financiero que recurren al mercado de capitales a fin de obtener financiamiento para sus planes de expansión (o diversificación) y crecimiento o la incursión en nuevos proyectos (Mendiola et. al, 2014). También para liberar sus líneas de crédito con otras instituciones financieras (Chávez et. al, 2020). En el Perú, estos emisores se caracterizan por emitir instrumentos de deuda de alta calificación crediticia, precisamente porque el grueso de la demanda son inversionistas institucionales.

De acuerdo con el BCRP (2013), para emitir bonos corporativos en el mercado de capitales, las empresas tienen que incurrir en gastos de preparación de la emisión, gastos para efectuar la oferta pública primaria y un gasto anual de mantenimiento de la emisión<sup>6</sup>. Cabe mencionar que los mayores gastos se sitúan en la estructuración y en el pago a las clasificadoras<sup>7</sup>.

Los emisores a través de las emisiones de instrumentos de deuda contribuyen a crear la oferta y así ampliar el tamaño del mercado de deuda.

#### **5. Bancos**

Los banqueros de inversión son empresas que fungen de intermediarios entre los inversionistas y las empresas. Estos bancos canalizan el dinero de los inversores (fondos de pensiones, fondos mutuos e inversionistas privados) mediante la venta de valores y luego transfieren ese dinero a

---

<sup>6</sup> En el primer rubro, el mayor gasto se da en la estructuración

<sup>7</sup> Cuando la emisión supera los 24 millones de dólares, la comisión de colocación supera el gasto en las clasificadoras de riesgo. En el anexo 4, se encuentra la tabla de gastos desagregada y los supuestos bajos la emisión de cuatro montos.

entidades que necesitan los recursos para los proyectos que consideran. Concretamente, los bancos de inversión tienen la tarea de organizar la emisión de nuevos valores de empresas o del gobierno. A diferencia de los bancos comerciales, estas empresas especializadas comprometen muy poco de su capital para sus negocios (arreglo del financiamiento) (Morrison & Wilhelm, 2007).

El banco de inversión cumple un rol muy importante en el mercado en la medida que emplea la información que posee para establecer las condiciones de demanda del mercado y, por lo tanto, fijar el precio de forma más precisa (Morrison & Wilhelm, 2007). La forma en que se establecen los precios es crucial, siendo este la variable clave de cualquier valor, tanto de renta fija o renta variable. Así pues, el papel que desempeña del banco de inversión está relacionado con el mecanismo de fijación de precios. Cabe mencionar, que la presencia de los bancos de inversión se hace aún más crucial en las IPO, donde el precio es más "incierto". Esta es también la razón por la que las tarifas de los bancos de inversión son mucho más altas en las IPO que en cualquier otra oferta de valor (Iannotta, 2010).

En el Perú, la figura y rol de los bancos de inversión recaen en las empresas estructuradoras y colocadoras.

### 5.1 Estructuradoras

Las estructuradoras son las empresas encargadas del proceso de oferta pública, previa evaluación de algunos factores como la situación económica financiera de la empresa; su capacidad de pago y la generación de fondos; su entorno político, económico y social; las condiciones del mercado y la posible demanda de valores a emitir por los inversionistas. Estas empresas son mayormente sociedad de agentes de bolsas, bancos, entidades autorizadas por SMV<sup>8</sup>.

Entre sus funciones específicas está la elaboración, de manera conjunta con el emisor, y firma del prospecto informativo del instrumento a emitir. Este documento es clave porque contiene la descripción de la oferta, de los valores y del negocio; un resumen ejecutivo financiero; factores de riesgo; etc. información relevante para la toma de decisiones de los inversionistas. Además, incluye el formato de la orden de compra. Para iniciar el proceso, este documento se debe inscribir en los Registros Públicos del Mercado de Valores (RPMV).

---

<sup>8</sup> En el Reglamento de entidades estructuradoras del mercado de valores publicado el 21 de diciembre del 2014 mediante Resolución de Superintendente N° 00142-2014 se brinda mayor detalle de las entidades permitidas. Cabe mencionar que en el caso peruano, la SMV tiene registradas a cinco empresas: Apoyo Consultoría, BTG Pactual Perú S.A.C., Credicorp Capital Servicios Financieros S.A., LXG Capital S.A.C. y Summa Asesores Financieros S.A.



## 5.2 Colocadoras

Según Deware (2011), gran parte de las transacciones de bonos se llevan a cabo mediante un proceso de suscripción (*underwriting*), a través del cual los bancos de inversión, asumiendo el rol de suscriptores (*underwriters*), compran los bonos de los emisores al cierre y luego los revenden a los inversionistas. Este rol intermediador es importante pues acelera el proceso de oferta. Otra forma práctica ocurre cuando los suscriptores reciben fondos de los inversionistas antes de la compra de los bonos, sin embargo, luego de ocurrida la transacción se los venden inmediatamente. Esta es otra manera de facilitar el proceso para el emisor, ya que este solo tiene que recibir fondos de unos cuantos suscriptores, en lugar de un gran número de inversores.

### Gráfico 1.

El proceso de *underwriting* de un bono.



Fuente: International Project Finance: Law and Practice, Dewar, J. (2011).

Esencialmente existen tres tipos de compromisos de suscripción:

- **Suscripción de compromiso empresarial.** También conocido como “*hard underwriting*”, se da cuando los suscriptores asumen todo el riesgo comprando el monto principal del bono a un precio previamente acordado, para después venderlo a los inversores. En caso los suscriptores no logren vender los bonos con éxito, estos deben retenerlos. En ese sentido, se trata del acuerdo de suscripción más riesgoso desde la perspectiva de los suscriptores (y, sin embargo, más seguro para el emisor). Por eso mismo, es el tipo de suscripción más costoso para el emisor.
- ***Best efforts underwriting.*** Con este tipo de compromiso, los suscriptores hacen su “mejor esfuerzo” para vender la mayor cantidad posible del monto de la emisión; sin embargo, no hay una obligación tácita. De manera que, los suscriptores solo compran la cantidad necesaria para satisfacer la demanda de los inversores, en caso estos no puedan vender el monto total de los bonos, no están obligados a comprar lo restante.
- ***Standby underwriting.*** Es un punto intermedio entre el primer y segundo tipo, se da cuando los suscriptores acuerdan comprar una fracción del monto de la emisión de bonos que permanece sin vender a los inversores.

En el Perú, el agente colocador es el que cumple esta parte del proceso de *underwriting*, de acuerdo con la legislación del mercado de valores<sup>9</sup>, el colocador tiene por obligación brindar oportunamente la información completa sobre la emisión. Además, está obligado a recibir las propuestas de compra, realizar la subasta y colocación primaria (según lo establecido en el prospecto informativo) y, finalmente, “dar a conocer a los adjudicatarios de la subasta el monto asignado y el precio respectivo”. Este rol es asumido principalmente por una de las 21 sociedades agente de bolsa (SAB)<sup>10</sup> que existen en el Perú.

De acuerdo con Salinas (1998), la acogida de la oferta depende de la efectividad de la campaña de promoción de la misma. Así pues, el colocador también tiene un papel importante ya que es este el que organiza el *roadshow*, el principal mecanismo para vender el instrumento de deuda. Un *roadshow* es una gira por las plazas financieras en donde se pretende colocar los valores. Gracias a este evento, los principales inversionistas pueden conocer a los ejecutivos y aclarar sus dudas sobre la emisión. En el mercado doméstico, este *roadshow* implica visitar a los posibles inversionistas y hablar con sus comités de riesgo (Diviso Perú, 2018).

## **6. Inversionistas**

Los inversionistas son personas o entidades que comprometen capital (propio o de terceros) a fin de obtener un mayor retorno por su inversión, para lo cual recurren a diferentes instrumentos. En el mercado de bonos predominan más los inversionistas institucionales. Estas entidades son empresas especializadas que reúnen altos montos de dinero y destinan recursos para estar informados y así poder diversificar el riesgo y realizar una inversión más rentable (MEF, 2020). Así como las empresas emisoras, los inversionistas cumplen un rol importante en la medida que conforman la demanda del mercado y, por eso mismo, afectan su tamaño (Chuppe, 1996). En el Perú, el grupo de inversionistas institucionales está conformado principalmente por los fondos de pensiones<sup>11</sup>, aseguradoras<sup>12</sup> y fondos mutuos<sup>13</sup>. Los tres primeros son regulados por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), el último por la SMV.

## **7. Reguladores**

Como se mencionaba al principio, el mercado de capitales no está exento de fallas, y una de estas es la asimetría de información. Es por ello que surge la necesidad de divulgar información financiera veraz sobre la cual se puedan tomar decisiones de inversión. Gracias a los reguladores y otros actores, los emisores sienten la necesidad de ser creíbles y transparentes con la

---

<sup>9</sup> Manual para el cumplimiento de los requisitos aplicables a las ofertas públicas de bonos en el Mercado Alternativo De Valores – MAV, aprobado por Resolución de Superintendente N.º 021 - 2017- SMV/02.

<sup>10</sup> Entre ellas figuran Acres SAB, BBVA Bolsa SAB, BTG Pactual Perú SAB, etc.

<sup>11</sup> Coexisten cuatro fondos de pensiones: Profuturo, AFP Integra, Prima AFP y AFP Habitat.

<sup>12</sup> En el Perú funcionan 19 aseguradoras según la SBS, entre ellas, las más grandes son Rímac Seguros, Pacífico Seguros y Mapfre Seguros.

<sup>13</sup> De acuerdo con la SMV, en el mercado peruano hay 13 fondos mutuos, entre ellos, Fondos SURA SAF S.A.C., Credicorp Capital S.A. SAF y BBVA Asset Management S.A. SAF.

información que difunden (Healy & Palepu, 2001). Además de contribuir con la corrección de las fallas del mercado, los reguladores cumplen un rol importante en la reducción de la brecha de información entre inversionistas informados y no informados (Healy & Palepu, 2001).

En el Perú, la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) es la institución que asume el rol de ente regulador. De acuerdo con su Ley Orgánica<sup>14</sup>, la SMV vela por “la protección de los inversionistas, la eficiencia y transparencia de los mercados que supervisa, la correcta formación de precios y la difusión de toda la información necesaria para tales propósitos”. Dentro de sus funciones, la SMV se encarga de dictar el marco normativo, supervisar su cumplimiento, y promover y estudiar los mercados de valores, productos y sistemas e fondos colectivos.

---

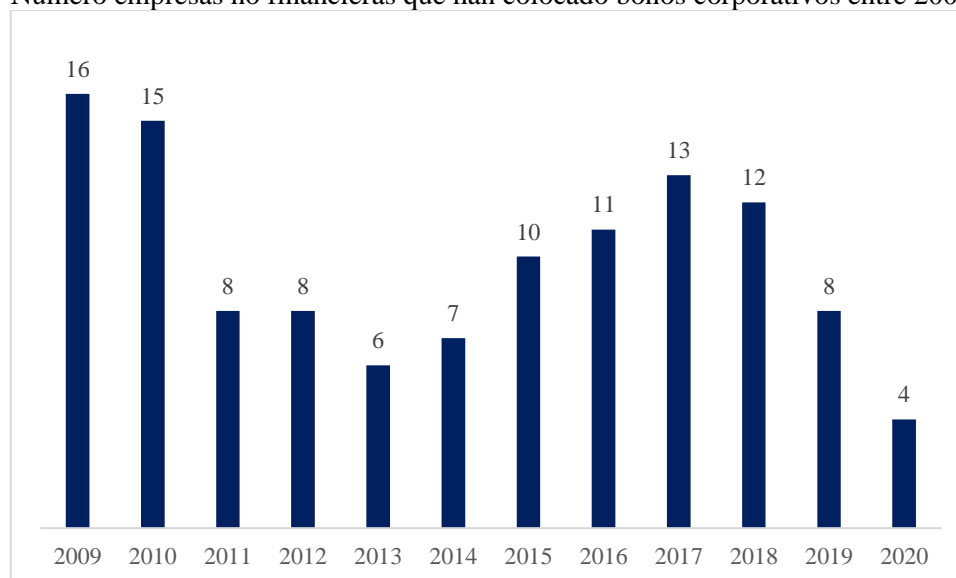
<sup>14</sup> Decreto Ley N.º 26126.

## II. EVIDENCIA EMPÍRICA

En los últimos doce años, el número de empresas no financieras colocadoras de bonos corporativos se ha reducido (ver gráfico 2). Si bien a partir del 2014 se percibió una tendencia positiva, esta se revirtió marcadamente en el 2018. Una tendencia que no solo se presentó en los bonos corporativos, sino también en los instrumentos de deuda<sup>15</sup>.

### Gráfico 2.

Número empresas no financieras que han colocado bonos corporativos entre 2009-2020.



Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores (SMV).

Cabe mencionar que en el 2012 se creó el Mercado Alternativo de Valores (MAV) a fin de promover la inclusión de empresas de menor tamaño, pero con necesidad de financiamiento para poder crecer, al mercado de capitales. Con ese propósito se flexibilizaron diversos requisitos, entre ellos, el plazo de inscripción (se redujo a la mitad, 15 días), el número de informes de clasificadoras de riesgos (solo de una, ya no de dos) y la presentación de información financiera individual anual auditada (solo del último ejercicio). A pesar de las mejores oportunidades, hasta el 2019 había 13 emisores inscritos, de los cuales solo cuatro habían colocado bonos corporativos entre los años 2016 y 2019<sup>16</sup>.

<sup>15</sup> Para los años 2018, 2019 y 2020, el número de empresas no financieras que colocaron instrumentos de corto plazo fueron 6, 8 y 5.

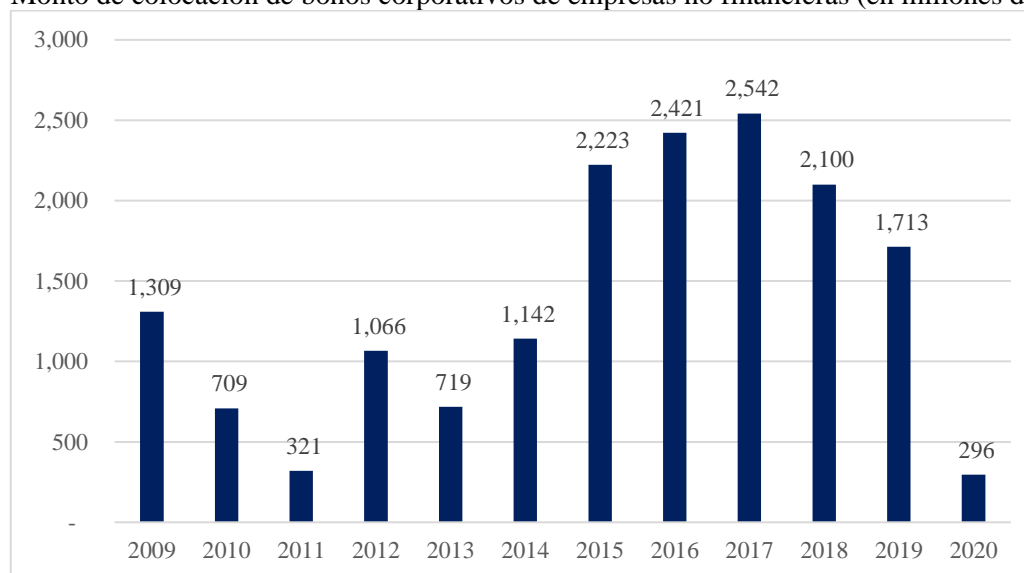
<sup>16</sup> Empresas Agrícola y Ganadera Chavín de Huantar S.A., A. Jaime Rojas Representaciones Generales S.A., Edpyme Inversiones La Cruz S.A. y Ciudadaris Consultores Inmobiliarios S.A.

### Colocaciones en soles

En los últimos 12 años la colocación de bonos corporativos de empresas no financieras no han presentado una estricta tendencia como se observa en el gráfico 3. Entre el 2009 y el 2011 inclusive, la colocación de bonos disminuyó en promedio 20%, para luego del 2012 al 2017 crecer a un ritmo promedio del 61% y, nuevamente, caer 41% a partir del 2018.

#### **Gráfico 3.**

Monto de colocación de bonos corporativos de empresas no financieras (en millones de soles).



Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores (SMV)

En todo este tiempo, la mayor variación porcentual se presentó en el 2012 y ascendió a un 232%. Entre los factores que pueden explicar este salto está el menor riesgo país y la estabilidad del sol, elemento que impulsaron la reducción de las tasas cupón de las emisiones en el mercado local (BCRP, 2013). La tasa cupón promedio de una emisión AA a un año se redujo 0.7 puntos porcentuales, de 4,9% en diciembre del 2011 a 4,2% en diciembre del 2012. Además, la tasa cupón promedio de una emisión a 10 años de riesgo AAA disminuyó de 7,2% en diciembre de 2011 a 5,3% en noviembre del 2012 (BCRP, 2013).

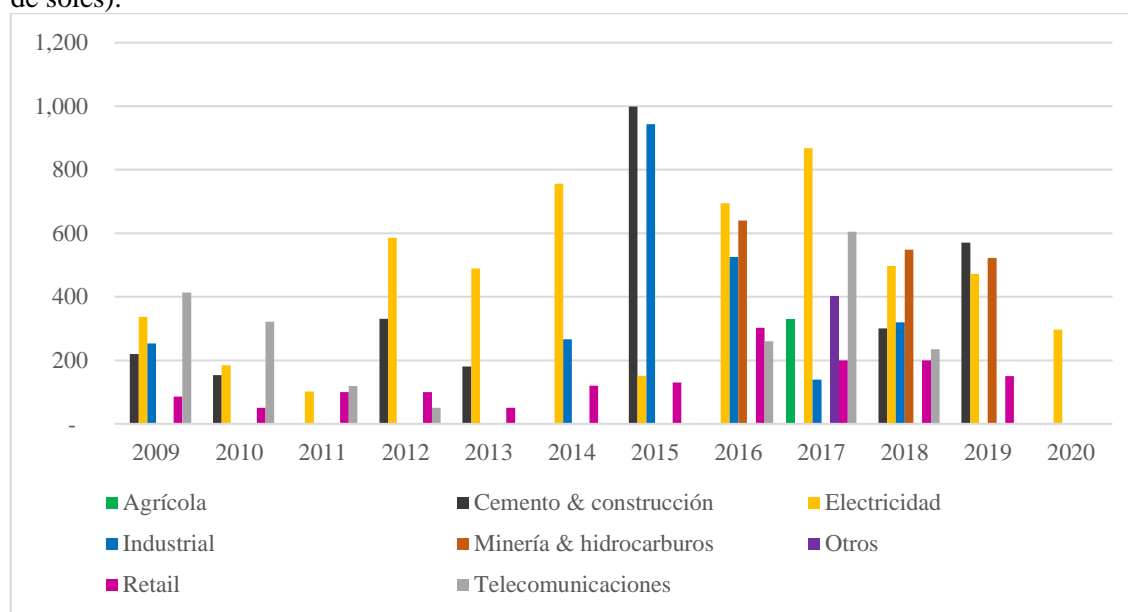
En el periodo de estudio, la empresa que generó la mayor colocación de bonos corporativos fue Corporación Prímax en el 2016 con 640 millones de soles, este monto representó cerca de un 26% del total de ese año. Asimismo, en el 2017, se registró la mayor colocación de bonos corporativos de empresas no financieras, cifra que ascendió a los 2 542 millones de soles. Entre los bonos corporativos que explican este monto está el de Telefónica del Perú S.A.A. con 605 millones de soles, como parte de su sexto programa de bonos corporativos que inició en el 2012 para financiar el espectro radioelectrónico de la banda de 700 MHz (Telefónica del Perú, 2017). En ese mismo año, Hermes Transportes Brindados S.A. registró una emisión cercana a los 400

millones de soles, como parte de su primer programa de bonos corporativos para prepagar el préstamo sindicado de la empresa absorbida Rhino Inversiones Perú S.A.C. (Hermes Transportes Blindados, 2018). Cabe mencionar que este programa estuvo dirigido exclusivamente a inversionistas institucionales (Class & Asociados, 2019).

Otra mirada permite identificar que las empresas pertenecientes a los sectores de Electricidad y *Retail* se han mantenido activas a lo largo de estos doce años, pero en términos de montos de dinero la participación de las empresas de Electricidad ha sido superior (ver gráfico 4). Cabe destacar que en el 2014, se presentaron las mayores emisiones de bonos corporativos dentro de este sector, por parte de Edelnor S.A.A. y Luz del Sur S.A.A. con 389 millones de soles y 367 millones de soles, respectivamente. En ambos casos, para cubrir las necesidades de financiamiento (Edelnor, 2014; Class & Asociados, 2019).

#### Gráfico 4.

Monto de colocación de bonos corporativos de empresas no financieras por sector (en millones de soles).



Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores

En el 2020, en pleno contexto del COVID-19, solo una empresa emitió bonos corporativos en moneda nacional: Electro Dunas S.A.A., perteneciente al sector eléctrico. El monto de la emisión ascendió a 296 millones de soles y estuvo destinado a refinanciar los pasivos generados de la ejecución de su plan de inversiones. Cabe destacar que se trató de la primera colocación de bonos corporativos de empresas no financieras desde noviembre del 2019 (Gestión, 2020).

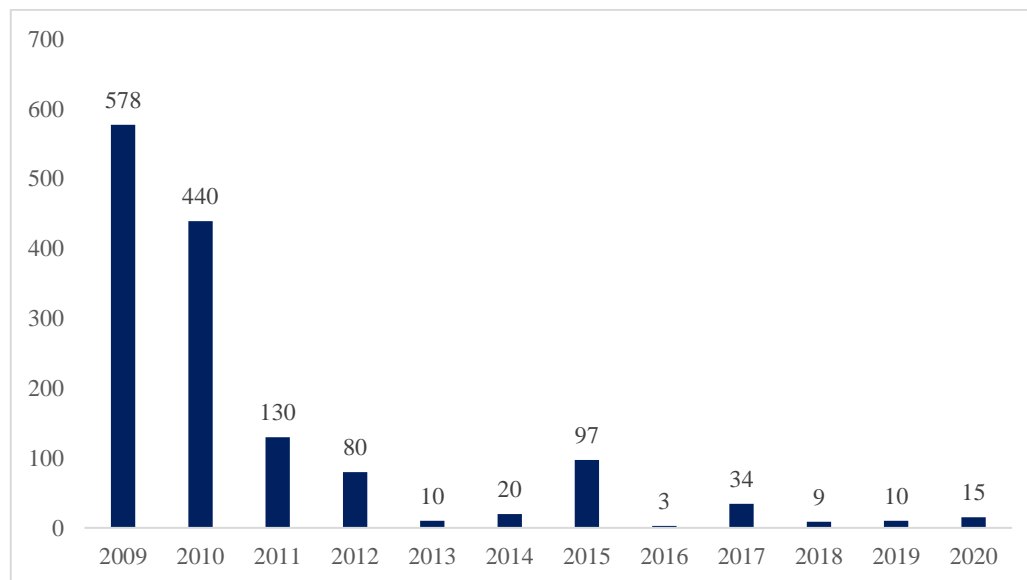
#### Colocaciones en dólares

Las colocaciones en dólares de empresas no financieras emisoras de bonos corporativos en el mercado doméstico se han reducido drásticamente, siendo el punto de inflexión el año 2011,

como se observa en el gráfico 5. En efecto, durante los años 2009 y 2019 el monto promedio colocado fue de 509 millones de soles, mientras que a partir del 2011 en adelante el monto promedio fue de 41 millones de soles, es decir, 90% menos.

**Gráfico 5.**

Monto de colocación de bonos corporativos de empresas no financieras (en millones de dólares).

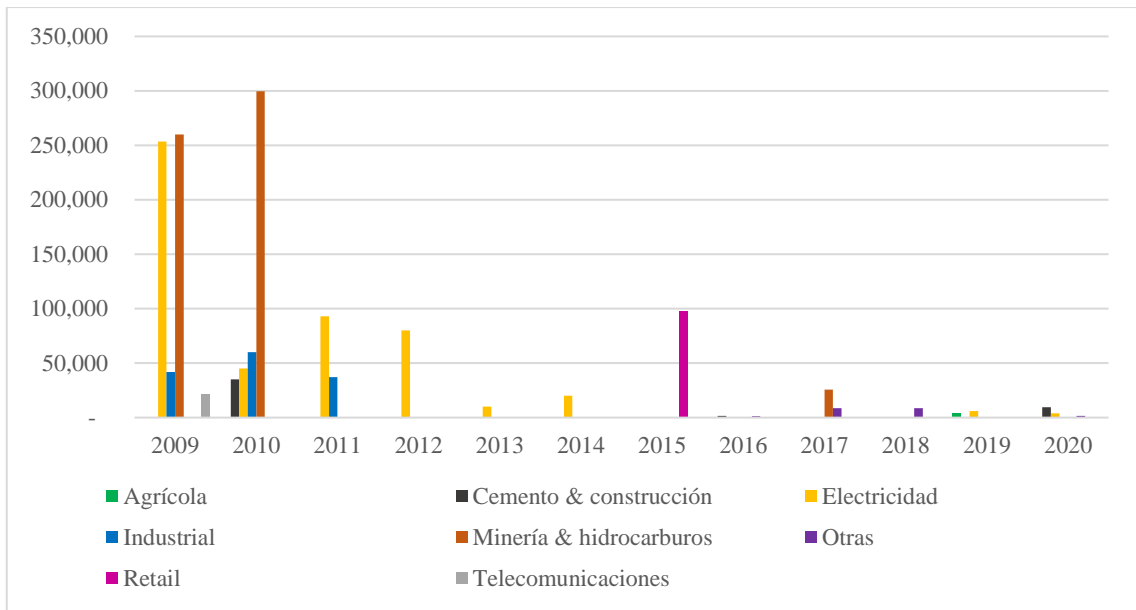


Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores (SMV).

Durante los doce años, la variación más resaltante se dio en el 2017, más de 1000%, como resultado de emisión de bonos corporativos de San Martín Contratistas Generales S.A., una empresa que ejecuta proyectos de construcción y operación minera. La emisión se dio en un mejor contexto favorable para la actividad minera, debido a una mayor demanda por parte de China, lo que se reflejó, a su vez, en mejores precios para el cobre y zinc (San Martín, 2018). Cabe destacar que la emisión fue dirigida exclusiva a inversionistas institucionales (Lex Latin, 2018).

En los 12 años, la mayor emisión se dio en el 2009 con Perú LNG por un monto de 200 millones de dólares, el segundo más grande en la historia del Perú, destinado a financiar las acciones del proyecto en el largo plazo (Perú LNG, 2010). Después de Perú LNG, Kallpa Generación S.A. realizó la segunda mayor emisión en este periodo con 172 millones de dólares para la etapa IV de su proyecto de generación de energía.

De manera similar al escenario de las colocaciones en soles, las emisiones en dólares de las empresas no financieras del sector Electricidad han estado presentes en los primeros años del periodo de estudio. Las emisiones de mayor tamaño dentro de este sector fueron las de Kallpa Generación S.A. y Edegel S.A.A., esta última bastante inferior a la primera en tanto el monto ascendió a 34 millones de dólares.



Es importante mencionar que aun cuando las AFP son uno de los principales inversionistas institucionales del mercado peruano, no ha definido el curso de las colocaciones en el mercado local. Su tenencia de instrumentos de deuda se mantuvo en promedio 13.10% en el periodo de estudio.



### III. CONCLUSIONES

- Por los últimos doce años, los participantes en el mercado han contribuido con el buen funcionamiento del mercado y contribuyendo con su transparencia. Ello debido a que durante el periodo de estudio las colocaciones de bonos corporativos de empresas no financieras no se han interrumpido, aun en escenarios turbulentos.
- Las colocaciones en soles siguen siendo preferidas a las colocaciones en moneda extranjera; sin embargo, en los últimos tres años, estas han declinado. Existen diversos factores que explican este resultado, como los elevados costos de financiamiento para emitir en el mercado doméstico o las tasas más atractivas del exterior.
- La transparencia sigue siendo el sello de garantía del mercado de capitales en la medida que desde la creación del MAV, en el 2012, solo se han registrado 13 empresas emisoras. Si bien algunos requisitos se han relajado respecto al régimen general, la divulgación mínima financiera sigue siendo un impedimento para que muchas empresas medianas incursionen en el mercado de capitales.
- Entre todos los participantes, los emisores siguen siendo el “principal jugador” y el que define el tamaño del mercado primario de emisiones de bonos corporativos del sector no financiero.

## IV. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Apoyo & Asociados (2017). Metodología Maestra de Clasificación de Empresas No Financieras. <https://www.aai.com.pe/wp-content/uploads/2017/01/Metodolog%C3%ADa-Maestra-Empresas-No-Financieras.pdf>
- Bae, K., Kang, J. & Wang, J. (2015). Does Increased Competition Affect Credit Ratings? A Reexamination of the Effect of Fitch's Market Share on Credit Ratings in the Corporate Bond Market. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(5), pp. 1011-1035. [https://www-jstor-org.up.idm.oclc.org/stable/pdf/43862285.pdf?ab\\_segments=0%252Fbasic\\_SYC-5187\\_SYC-5188%252F5187&refreqid=excelsior%3A12d5fe61900b311590cd2e2231dea145](https://www-jstor-org.up.idm.oclc.org/stable/pdf/43862285.pdf?ab_segments=0%252Fbasic_SYC-5187_SYC-5188%252F5187&refreqid=excelsior%3A12d5fe61900b311590cd2e2231dea145)
- Banco Central de Reserva del Perú. (2013). Propuestas para la incorporación de nuevos emisores de instrumentos de deuda en el mercado local de capitales. Nota de estudios del BCRP. <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Notas-Estudios/2013/nota-de-estudios-21-2013.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú. (2019). Mercado de Capitales. *Guía Metodológica de la Nota Semanal* (pp. 153). BCRP <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Guia-Metodologica/Guia-Metodologica-04.pdf>
- Bebczuk R. N. (2000). *Asymmetric Information in Financial Markets: Introduction and Applications*. Cambridge University Press.
- Caballero, A., Melgarejo, G., Mongrut S. & Villanueva, M. (2014). DD Las Agencias Clasificadoras de Riesgo en el Perú: análisis y evaluación de su rol. <https://repositorio.up.edu.pe/bitstream/handle/11354/310/DD0614.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- CFA (2014). Chapter 9: Debt securities
- Chávez, D., Chicana, D., & Cuba, W. (Marzo, 2020). Diagnóstico y propuestas para desarrollar el mercado de capitales peruano. *Moneda*, (181), 10-16. <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Moneda/moneda-181/moneda-181.pdf>
- Chuppe, T. (1996). Rol de los inversionistas institucionales en un dinámico mercado de capital norteamericano. <http://hdl.handle.net/11445/1305>
- Class & Asociados (2016). Metodología empresas. <http://www.classrating.com/wp-content/uploads/2016/11/Metodo-Empresas.pdf>
- Class & Asociados. (2019). Fundamentos de clasificación de riesgos: Hermes Transportes Blindados S.A. <http://www.classrating.com/informes/hermes2.pdf>
- Class & Asociados. (2019). Fundamentos de clasificación de riesgos: LUZ DEL SUR S.A.A. [https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Class\\_Jun2019.pdf](https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Class_Jun2019.pdf)
- Dewar, J. (2011). *International Project Finance: Law and Practice*. OUP Oxford.
- Diario Gestión. (2020). Electro Dunas colocó bonos por 296 millones de soles. 11 de diciembre del 2020. <https://gestion.pe/economia/empresas/electro-dunas-coloco-bonos-por-s-296-millones-noticia/>
- DIF Markets (2018). Guía de bonos. [https://www.difmarkets.com/es/wp-content/uploads/sites/2/2018/12/01\\_06122018\\_Guia-de-Bonos-AmericaLatina\\_DIFmarkets\\_Nova\\_imagem\\_AF-4.pdf](https://www.difmarkets.com/es/wp-content/uploads/sites/2/2018/12/01_06122018_Guia-de-Bonos-AmericaLatina_DIFmarkets_Nova_imagem_AF-4.pdf)

- Edelnor (2015). Memoria Anual 2014. [https://ungc-production.s3.us-west-2.amazonaws.com/attachments/cop\\_2015/188601/original/Memoria de Edelnor 2014.pdf?1442288224](https://ungc-production.s3.us-west-2.amazonaws.com/attachments/cop_2015/188601/original/Memoria_de_Edelnor_2014.pdf?1442288224)
- Healy, P. & Palepu, K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (2001) 405-40  
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.195.4442&rep=rep1&type=pdf>
- Hermes Transportes Blindados. (2018). Memoria Anual 2017. <https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20Anual%20III.pdf>
- Iannotta, G. (2010). *Investment Banking: A Guide to Underwriting and Advisory Services*. Springer Science & Business Media.
- JCR Latam (2020). Metodología de Clasificación de Bonos Corporativos, Instrumentos de Deuda de Corto y Largo Plazo y Acciones Preferentes. [https://jcrlatam.com/wp-content/uploads/2020/01/ID\\_20.pdf](https://jcrlatam.com/wp-content/uploads/2020/01/ID_20.pdf)
- Jhabak P. & Lalchandani (2016). *Equity and Debt Market*. Himalaya Publishing House. <http://www.himpub.com/documents/Chapter1029.pdf>
- Lex Latin. (2018). *San Martín Contratistas emite bonos corporativos en Perú*. <https://lexlatin.com/noticias/san-martin-contratistas-emite-bonos-corporativos-en-peru>
- Mendiola, A., Aguirre, C., Bendezú, G., Berrospi, A., Córdova, D., Nuñez Del Prado, P. (2014). Emisión de acciones de empresas peruanas en el mercado financiero internacional: factores de éxito, beneficios y riesgos. Universidad ESAN. [https://www.esan.edu.pe/publicaciones/2014/04/15/serie\\_gerencia\\_desarrollo\\_36\\_emision\\_acciones\\_empresas\\_peruanas.pdf](https://www.esan.edu.pe/publicaciones/2014/04/15/serie_gerencia_desarrollo_36_emision_acciones_empresas_peruanas.pdf)
- Ministerio de Economía y Finanzas (s.f.). *Glosario*. Recuperado el 27 de diciembre de 2020. [https://www.mef.gob.pe/es/?option=com\\_content&language=es-ES&Itemid=100789&view=article&catid=228&id=665&lang=es-ES](https://www.mef.gob.pe/es/?option=com_content&language=es-ES&Itemid=100789&view=article&catid=228&id=665&lang=es-ES)
- Mishkin F. S. & Eakins S. G. (2006). *Financial Markets and Institutions*. Pearson.
- Mishkin F. S. (1991). Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective. *Financial Markets and Financial Crises*. <https://www.nber.org/system/files/chapters/c11483/c11483.pdf>
- Moody's local (2019). Metodología de Clasificación De Emisores Corporativos, Bonos Y Acciones Preferenciales. <blob:https://www.moodylocal.com/1e99c772-cd29-4b77-bfb6-f8ac048efec6>
- Morrison, A. & Wilhelm, W. (2007). *Investment Banking: Institutions, Politics, and Law*. Oxford.
- Pacific Credit Rating (2017). Metodología de calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores. [https://www.ratingspcr.com/application/files/9415/1336/7054/pcr-met-p-012\\_1117.pdf](https://www.ratingspcr.com/application/files/9415/1336/7054/pcr-met-p-012_1117.pdf)
- Perú LNG. (2010). Reporte de responsabilidad corporativa 2009. <https://perulng.com/wp-content/uploads/2016/05/Reporte-Anual-PERU-LNG-2009.pdf>
- Resolución de Superintendente N° 00142-2014, Reglamento de entidades estructuradoras del mercado de valores. (21 de diciembre del 2014). [https://www.smv.gob.pe/Frm\\_SIL\\_Detalle.aspx?CNORMA=RSMV00001400142%20&CTEXTO=](https://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RSMV00001400142%20&CTEXTO=)

- Salinas, S. (1998). El financiamiento empresarial a través de la emisión de valores: ventajas, desventajas y perspectivas. *THEMIS Revista De Derecho*. (37), 76.  
<http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/11695>
- San Martin. (2018). Memoria Anual Ejercicio 2017. [https://sanmartin.com/wp-content/uploads/2018/10/Memoria-SM\\_2017\\_251018.pdf](https://sanmartin.com/wp-content/uploads/2018/10/Memoria-SM_2017_251018.pdf)
- Telefónica del Perú. (2017). Memoria Anual 2016.  
[https://juntadeaccionistas.telefonica.com.pe/2017/general\\_marzo/downloads/Memoria%20Anual%202016%20VERSION%20FINAL.pdf](https://juntadeaccionistas.telefonica.com.pe/2017/general_marzo/downloads/Memoria%20Anual%202016%20VERSION%20FINAL.pdf)
- Tong, J. (2007). Finanzas empresariales: la decisión de inversión. Universidad del Pacífico.

## **ANEXOS**

## Anexo 1:

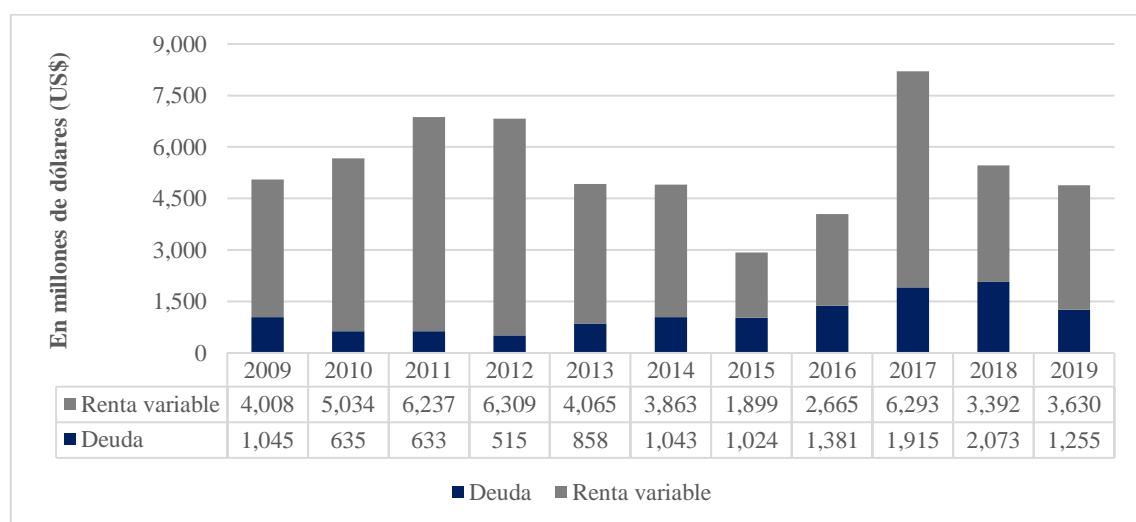
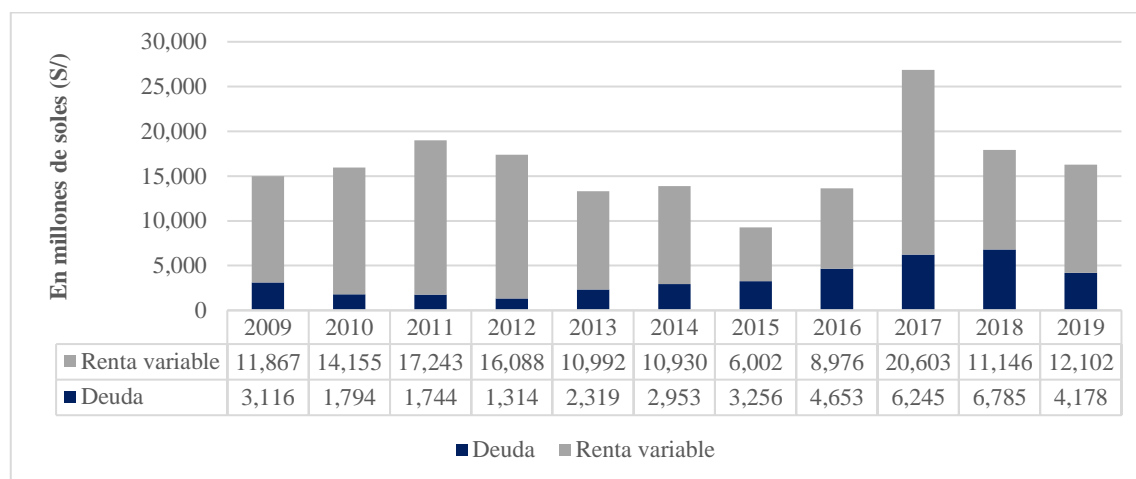
Comparativo de los mercados de capitales de Chile, Colombia y Perú (% PBI)

Indicadores de oferta de valores negociables	Perú					Chile	Colombia
	2015	2016	2017	2018	2019	2019	2019
<b>I. Mercado de renta fija</b>							
A. Saldo de instrumentos de deuda en el mercado local	11	13	16	17	19	32	38
A.1. Bonos y letras del sector público	8,1	10,0	12,7	14,0	15,7	19,7	31,0
A.2. Deuda del sector privado	3,1	3,3	3,4	3,4	3,4	12,4	7,0
<b>II. Mercado de renta variable</b>							
A. Capitalización bursátil	51	63	75	65	70	71	42
B. Valor negociado promedio mensual	1,6	2,1	3,8	2,5	2,1	70,6	28,0
B.1. Renta variable	1,1	1,4	2,9	1,5	1,6	14,0	4,2
B.2. Instrumentos de deuda	0,6	0,7	0,9	0,9	0,5	56,6	23,8
C. Ratio de rotación de acciones (%)	1,9%	2,4%	4,2%	2,3%	2,3%	21,0%	6,9%

Fuente: Revista Moneda

## Anexo 2:

Monto negociado de instrumentos de deuda y renta variable en soles y dólares



Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores (SMV)

**Anexo 3:**

Principales aspectos considerados en las metodologías de las agencias clasificadoras de riesgo para empresas.

Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.

<b>Variables cualitativas</b>	<b>Variables cuantitativas</b>	<b>Adicionalmente para las emisiones</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Perfil de la industria</li> <li>• Entorno operacional</li> <li>• Perfil de la empresa</li> <li>• Posicionamiento en el mercado</li> <li>• Estrategia y administración</li> <li>• Estructura de grupo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Evolución de los ingresos</li> <li>• Apalancamiento</li> <li>• Generación de caja y utilidades</li> <li>• Estructura de capital</li> <li>• Flexibilidad financiera</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prioridad de pagos</li> <li>• Posible nivel de recupero en caso de producirse un incumplimiento</li> </ul>

Fuente: Metodología Maestra de Clasificación de Empresas No Financieras de Apoyo & Asociados.

Pacific Credit Rating S.A.C.

<b>Calificación preliminar de la capacidad de pago</b>	<b>Determinación de la calificación preliminar</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Características de la industria a la que pertenece el emisor.</li> <li>• Posición de la empresa en la industria</li> <li>• Indicadores de la situación financiera del emisor</li> <li>• Características de la administración y propiedad.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Características del instrumento</li> <li>• Resguardos del instrumento</li> <li>• Garantías del instrumento</li> </ul>

Fuente: Metodología de calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores (Perú)

Class & Asociados S.A.

<b>Solvencia del emisor</b>	<b>Contrato de emisión</b>	<b>Entorno, perspectivas y proyecciones</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Riesgo de la industria</li> <li>• Administración y propiedad</li> <li>• Situación financiera</li> <li>• Posición en su industria</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Resguardos</li> <li>• Garantías</li> </ul>	

Fuente: Metodología de empresas Class & Asociados S.A.

### JCR Latam

Solvencia del emisor	Características cualitativas del Emisor	Características del instrumento	Análisis del entorno
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Análisis de la solvencia y liquidez histórica y proyectada de la empresa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Riesgo macroeconómico</li> <li>• Riesgos de la industria</li> <li>• Riesgos de la empresa</li> <li>• Propiedad y administración</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Resguardos</li> <li>• Garantías</li> </ul>	

Fuente: Metodología de Clasificación de Bonos Corporativos, Instrumentos de Deuda de Corto y Largo Plazo y Acciones Preferentes

### Moody's local

Capacidad de pago del emisor	Características cualitativas del Emisor
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cobertura histórica</li> <li>• Grado de riesgo de la industria</li> <li>• Coberturas proyectadas</li> <li>• Posición de la empresa en su industria</li> <li>• Administración y propiedad</li> <li>• Análisis de sensibilidad</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Garantías</li> <li>• Liquidez</li> </ul>

Fuente: Metodología de Clasificación de Bonos Corporativos, Instrumentos de Deuda de Corto y Largo Plazo y Acciones Preferentes

#### **Anexo 4.**

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

		Escala 1	Escala 2	Escala 3	Escala 4
Supuestos	<b>Monto emisión</b>	<b>5 000 000</b>	<b>10 000 000</b>	<b>20 000 000</b>	<b>50 000 000</b>
Gastos de preparación de la emisión	Estructuración	50 000	50 000	50 000	50 000
	Gastos legales	25 000	25 000	25 000	25 000
	Auditoría externa	20 000	20 000	20 000	20 000
	Contratación de un representante de obligacionistas	5 000	5 000	5 000	5 000
	Contratación de 2 clasificadoras de riesgo	20 000	20 000	20 000	20 000
	Otros gastos 1/	3 100	3 100	3 100	3 100
Gastos para efectuar la oferta pública primaria	Inscripción Conasev	1 286	1 286	1 286	1 286
	Publicación Resolución en El Peruano	246	246	246	246
	Inscripción BVL: 0,0375%	1 875	3 750	7 500	18 750
	Inscripción Cavali	100	100	100	100
	Gastos de publicación, registrales y de impresión 2/	3 015	3 015	3 015	3 015
	Comisión de colocación: 0,15%	7 500	15 000	30 000	75 000
Gasto anual de mantenimiento de la emisión	Conasev 0.0035% mensual	2 100	4 200	8 400	21 000
	BVL: 0.002% mensual	1 200	2 400	4 800	12 000
	Cavali: 0.001% mensual (Min US\$ 100; Máx US\$300)	1 200	1 200	2 400	3 600
	Clasificadoras	36 000	36 000	36 000	36 000
	Representante de Obligacionistas: 0,035% anual	1 750	3 500	7 000	17 500
	Auditoría externa	20 000	20 000	20 000	20 000
	Representante bursátil 3/	15 000	15 000	15 000	15 000
	<b>Costo total de efectuar la emisión</b>	<b>137 122</b>	<b>146 497</b>	<b>165 247</b>	<b>221 497</b>
Costos totales	(En % de la emisión)	2.74%	1.46%	0.83%	0.44%
	<b>Gasto anual de mantenimiento</b>	<b>77 250</b>	<b>82 300</b>	<b>93 600</b>	<b>125 100</b>
	(En % de la emisión)	1.55%	0.82%	0.47%	0.25%

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

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

Fuente: Nota de estudios del BCR (2013)