

# UNI FINANCE

Año 2  
Número 3  
Julio 2018

Revista del Círculo de Mercado de Capitales  
FIECS UNI



**¿Cuáles son sus expectativas para las AFP este 2018?**

Mariano Álvarez de la Torre  
Gerente General en AFP Habitat Perú

**El rol de la información asimétrica en finanzas corporativas**

Hamilton Galindo Gil  
PhD(c) en Finanzas en Arizona State University

**Política y entrega de dividendos de las empresas listadas en bolsa**

Graciela Marlene Nakamura Tanaka  
Directora de Mercados en Bolsa de Valores de Lima



**UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERÍA** | Facultad de Ingeniería Económica, Estadística y CCSS



Círculo de Mercado de Capitales

## AUTORIDADES UNI

### Rector

Dr. Jorge Alva Hurtado

### Vicerrector Académico

Dr. Gilberto Becerra Arévalo

### Vicerrector de Investigación

Dr. Walter Estrada López

### Decano FIEECS

Dr. Raymundo Arnao Rondán

### Editado por

Círculo de Mercado de Capitales CMK  
FIEECS UNI  
Av. Túpac Amaru 210, Rímac  
Lima, Perú

Puede reproducirse el contenido si se  
cita la fuente.



## Editorial

La Universidad Nacional de Ingeniería (UNI) tiene la convicción de que la interrelación entre la academia, la sociedad y la empresa, que generan conocimientos y soluciones frente a adversidades, es fundamental para el logro de los objetivos en el desarrollo del país. Por ello, la UNI viene implementando políticas de apoyo para la investigación e innovación tecnológica, que generan condiciones favorables para que nuestros estudiantes, graduados y profesores lleven adelante una amplia gama de proyectos que fortalezcan sus capacidades, tanto personales y profesionales. En este contexto, las disciplinas, como la economía y las finanzas no son ajenas; ya que, en un medio de mayor complejidad, es posible realizar investigaciones rigurosas, pero a la vez comprensibles acerca de los posibles resultados esperados, que logra una mejor toma de decisiones.

La revista UNI FINANCE representa la aplicación del conocimiento y la experiencia

financiera de los profesionales y estudiantes de la Facultad de Ingeniería Económica, Estadística y Ciencias Sociales (FIEECS), que mediante un trabajo conjunto están construyendo un importante camino en la investigación de finanzas y mercado de capitales en nuestro medio académico nacional. Nuestra realidad, así como el país, es que somos un mercado emergente que necesita implementar soluciones de manera distinta a lo que la teoría tradicional recomienda; ya que muchas de ellas provienen de sociedades desarrolladas y mayormente no generan los resultados esperados. Por eso, los estudios desarrollados en la revista UNI FINANCE tienen como objetivo difundir el conocimiento teórico y empírico en finanzas, expuestos por profesionales exitosos dentro del mercado financiero nacional; además, mostrar herramientas de análisis de mercado que pueden ayudar a mejorar la toma de decisiones relevantes en distintas empresas.

**Dr. Estrada López Walter Francisco**  
Vicerrector de Investigación  
Universidad Nacional de Ingeniería



Círculo de  
Mercado de  
Capitales

**Directiva:** Briones Kevin, Flores Katherin,  
Barrera Donna y Jamanca Yordiño.

**Presidente:**  
Yoni F. Salazar Cunias

**Asesores:**  
Jeferson Carbajal Zapata, Armando Manco  
Manco

**Colaboradores:** Hamilton Galindo Gil, Mariano Álvarez de la Torre, Graciela Nakamura Tanaka, Eduardo Palpa Guimaraes, Abel García García y Pedro Olivares Muñoz.

### Edición y Redacción:

Adrián Anibal Enciso Ark, Claudia Stefany Castillo Vega, Jhon Lenin Coronel Silva, Vanesa López López, Eric Rogelio Castro Chujutalli, Donna Allison Barrera Villanueva, Yordiño Luis Jamanca Huaney, Katherin Bright Flores Peña, Raúl Alberto Suárez Peña, Carlos Garay Reyes, Cielo Guevara Boluarte, Cristhian Cárdenas Martínez, Cristian Llallico Mallaupoma, Henry Arriola Prialé, Jasmín Marcelo Alberto, Kevin Briones Salas, Liz Huaynates Saavedra, María Elena Ávila Cotrina, Nadia Zelaya Melgarejo, Nathan Barzola Rafael, Daniel Tolentino Puente y Daniel Jhonathan Poma Curi.

### En colaboración con el Vicerrectorado de Investigación

**Contacto y ventas:** cmk.fieecs@uni.edu.pe

Diseño: André Carpio Piscocoya



@revistaUNI.Finance



## CONTENIDO

**04** Las mayores empresas y grupos económicos en Perú  
*Pedro Olivares Muñoz*

**06** El rol de la información asimétrica en finanzas corporativas  
*Hamilton Galindo Gil*

**15** Crónica de una crisis anunciada en Graña  
*Eric Castro y Renato Bustamante*

Desarrollo actual y retos del mercado de derivados financieros en Perú

*Adrian Enciso*

**16** Inclusión financiera vs sobreendeudamiento  
*Eduardo Palpa Guimaray*

**19** Eficiencia de los Fondos Mutuos en el Perú: Periodo 2007-2017  
*Yordiño Jamanca y Lenin Coronel*

ENTREVISTA  
**10**

Mariano  
Álvarez de la Torre  
Gerente General AFP Habitat Perú



INVESTIGACIÓN  
**12**

Graciela Nakamura Tanaka  
Política y entrega de dividendos de las empresas listadas en bolsa

TESIS  
**20**

Abel García García  
El Value at Risk y su aplicación en la medición del riesgo de interés estructural





# Las mayores empresas y grupos económicos en Perú



**Pedro Olivares Muñoz**

Asesor del Ministerio de Transportes y Comunicaciones-Docente de la Facultad de Ingeniería Económica, Estadística y CCSS

Revisando algunos rankings sobre “reputación” como el desarrollado por Merco no sorprende que la empresa Graña y Montero (GyM) de estar entre el 4º y 7º lugar entre los años 2012 y 2016; el año 2017 se ubique en el puesto 82º. Tampoco sorprende encontrar a las empresas bancarias más grandes del país se ubiquen en el extremo superior de ese ranking. Han sido la construcción y los servicios los sectores de mayor crecimiento y consolidación en el último auge de la producción. Precisamente este auge ha propiciado la consolidación de nuevos esquemas de grupos económicos con alto poder económico y creciente influencia en las decisiones de política del país. Este es un hecho del nuevo siglo en el país, en el cual las empresas y grupos de poder económico han mutado hacia el sector servicios, principalmente de servicios financieros. Al desplazamiento de los antiguos grupos de poder a causa del quiebre bancario de fin del siglo pasado, le ha seguido esa consolidación de nuevos grupos a través de los cuales o en paralelo el capital extranjero tam-

bién se ha expandido y consolidado en sectores extractivos, construcción y de servicios.

Es así que ahora podemos identificar en la economía peruana grupos económicos dominantes desde su posición de mercado y su influencia en el Estado. Entre los nacionales tenemos a Romero (Credicorp, BCP), Breca (Inversiones Breca, BBVA), Rodríguez Pastor (InterCorp, Interbank), Graña y Montero (GyM), Ferreyros (Ferreycorp), Benavides (Buenaventura, Yanacocha), Belmont (Belcorp), Hochschild y Rizo Patron, y; dentro de los grupos económicos extranjeros están Repsol, Telefónica, Cencosud, Falabella y BBVA, explicado básicamente por la posición de dominio en el nivel de ventas que registran en forma anual.

Pero también han emergido grupos económicos desde el sector emergente en el país. Cómo no identificar el creciente poder de mercado de los Rodríguez (Gloria, Arequipa) Añaños (Ajegroup, Ayacucho), Dyer (Dyer&Coriat, Ucayali), Acuña (UCV, Cajamarca/La Libertad), Huancaruna (Altomayo, Cajamarca), Flores (Topitop, Huancaavelica), Norvisco, Oviedo, Ikeda, Wong. La identificación como grupos con relaciones dentro de los mismos y entre grupos es importante en el análisis de la reputación de las empresas, porque

no se trata de emprendimientos aislados; al contrario el sistema empresarial peruano se puede comprender mejor estableciendo los lazos como grupos económicos, como en todas las economías capitalistas, con la diferencia que así como en Latinoamérica, en Perú el componente de propiedad y gestión familiar es preponderante aún en los grupos más desarrollados corporativamente.

La cuestión por tanto no solamente reviste de interés para la economía en cuanto a un mercado específico; porque el comportamiento que tomen estos grupos empresariales marca la pauta de la economía. Ejemplo claro es la crisis en GyM, una muestra como los principales grupos nacionales y extranjeros con acciones propias del uso del Estado como instrumento para la mayor acumulación de capital, yendo incluso a veces más allá de lo correcto y ético, pueden comprometer a toda la cadena de pagos de proveedores y miles de trabajadores y la economía en general. Y así podríamos encontrar que el riesgo de reputación por utilidad de empresas en forma aislada es insuficiente en el análisis cuando se tiene por ejemplo empresas vinculadas en países de baja tributación como lo mostrado en el cuadro.

Grupo	Número total de empresas	Empresas en paraísos fiscales y/o países de baja tributación
Credicorp	56	12
Ferreycorp	28	4
Grupo Gloria	63	3
Hochschild	12	2
Intercorp	69	4

Otro ejemplo del comportamiento de estos grupos económicos es la posición de dominio en el mercado respecto a los emergentes y en general a la producción nacional a menor escala y/o informal como mal lo llamamos. La posición en los rankings de mayores registros de ventas y utilidades de los grupos del grupo capitalino parece producirse a costa de las ganancias de los actores que participan laboralmente por ejemplo en el otro grupo. La gran masa laboral ocupada en el sector emergente, finalmente es el consumidor principal de las empresas del sector de mayor consolidación, porque la

cantidad de empresas y canales de venta de estos grupos se ha expandido de forma enorme. Esto naturalmente puede ser capacidad de venta bien ganada de unos frente a otros, pero no deja de llamar la atención en términos agregados esta subordinación. Parece existir pues una suerte de creciente ganancia del sector empresarial que mayor influencia aún mantienen en el poder político, a costa de una creciente masa empresarial emprendedora provinciana y/o emergente. Se suma a ello que no existe cohesión para dirigir al país entre esos dos grupos pues mientras los primeros aún mantienen

la mayor influencia en decisiones de Estado y son el canal de ingreso del capital extranjero, los segundos casi imitándoles van partiendo de emprendimientos informales o que limitan con cuestiones de lo "correcto" como en el caso educativo, y van construyendo grupos empresariales que aún no pueden consolidarse como decisivos en la decisiones del país salvo su participación parlamentaria que aún no es imponente en fuerza y calidad.

Es decir existe no solamente una suerte de subordinación en el mercado y el poder de ventas de los primeros por sobre los grupos emergentes y los miles de emprendimientos mal llamados informales; sino tampoco existe una necesaria cohesión y dirección más allá de lo económico. Es tarea pendiente el análisis de como el comportamiento en la posición de mercado y en la posición de dirección del país que adopten estos grupos lo que finalmente configura escenarios sostenibles de empoderamiento de la clase empresarial.

# MACROTALLERES ACADÉMICOS

ORGANIZA:



Teoría econométrica

Evaluación de Impacto

Modelos de Demanda Monetaria

¡Y muchos más!

Todos los Sábados  
Inicio:  
14 de Julio

¡NO FALTES!



# El Rol de la Información Asimétrica en Finanzas Corporativas



**Hamilton Galindo**  
PhD(c) en Finanzas en  
Arizona State University

Las Finanzas (o Economía Financiera), debido a que es una rama de la Economía, está basada en muchos conceptos de microeconomía. Por ejemplo, uno de los primeros temas de estudio en asset pricing es el comportamiento del inversionista, que está representado por sus preferencias. Así, para estudiar estas preferencias se toma como punto de partida la teoría del consumidor, el cual es aplicado al mercado de activos. Como consecuencia, encontramos que las preferencias del inversor tienen que ser transitivas, completas y continuas (entre otros supuestos adicionales) en el conjunto de activos disponibles. Entonces, podemos ver que el estudio del comportamiento del inversionista en asset pricing es una extensión de la teoría del consumidor.

Otro fundamento microeconómico de finanzas lo encontramos en corporate finance. En particular, el rol de la información asimétrica en las relaciones contractuales entre la empresa y los inversionistas externos. En corporate finance existen al menos tres aplicaciones, en la cual la información asimétrica tiene un rol importante; primero, respecto a la inhabilidad de la empresa de obtener un crédito para financiar su proyecto. Esto es conocido formalmente, en la literatura, como **racionamiento del crédito**. La pregunta que surge es ¿por qué algunas empresas no pueden obtener crédito aun cuando están dispuestas a pagar altas

tasas de interés? Holmstrom y Tirole (1997) proponen un modelo interesante, el que describiré en este artículo.

La segunda aplicación de la información asimétrica es sobre la **estructura de capital** de la empresa; es decir, ¿la información adicional que dispone el Gerente de la empresa sobre los proyectos de la compañía podría afectar la relación deuda/capital de la empresa? El artículo que desarrollaron Myers y Majluf (1984) es uno de pioneros en ese tema.

La tercera aplicación es acerca del sobreendeudamiento de la empresa (**debt overhang**). Es decir, ¿en qué condiciones una empresa, con deuda inicial sobre un proyecto en marcha, podría obtener un financiamiento adicional? El trabajo de Myers (1977) ilustra claramente este tema.

En este artículo solo me centraré en la primera aplicación. Con esto en mente, revisemos uno de los principales conceptos relacionados a la información asimétrica: el **riesgo moral**. El riesgo moral se refiere a la situación en la cual uno de los agentes no puede observar directamente las acciones del otro agente; por ejemplo, los inversionistas no pueden observar cuanto esfuerzo dedica el Gerente para terminar el proyecto. Además, el riesgo moral refiere a que existen incentivos para que el Gerente no cumpla los términos del contrato. Estas acciones naturalmente afectan la rentabilidad de los inversionistas.

*“Los inversionistas no pueden observar cuanto esfuerzo dedica el Gerente.”*

## Racionamiento del Crédito

Bester y Hellwig (1987) indican que una empresa tiene racionamiento de crédito cuando no puede obtener el monto de crédito que necesita, incluso si está dispuesta a pagar una alta tasa de interés. Entonces, surge la siguiente pregunta: ¿Por qué el emisor del crédito no está dispuesto a otorgarle dichos fondos?, si se sabe que la empresa está dispuesta a pagar una alta tasa de interés, ¿por qué dejar pasar esta rentable oportunidad? En línea con estas preguntas pareciera que el racionamiento del crédito no es una situación de equilibrio.

Sin embargo, Jafee y Russell (1976), Keeton (1979) y Stiglitz y Weiss (1981) sugieren que el racionamiento del crédito es una situación de equilibrio, el cual surge por la información asimétrica entre la empresa (prestatario) y el prestamista. En consecuencia, la respuesta a la pregunta sobre la existencia de racionamiento del crédito está basada en el riesgo moral y la selección adversa.

Stiglitz y Weiss (1981) sugieren que se necesitan dos condiciones para que el racionamiento del crédito sea equilibrado; primero, el contrato de deuda entre el prestatario y el prestamista debe ser estándar; es decir, especificar el monto de dinero que el prestatario pagará al prestamista por el crédito otorgado; segundo, el prestamista no puede observar o verificar el grado de riesgo del proyecto elegido por el prestatario. Esto es importante porque el prestatario puede tener incentivos para elegir un proyecto altamente riesgoso que afecte la ganancia esperada del prestamista. Dado que el prestamista es consciente de todos es-



tos elementos, decide no otorgar el crédito y; por tanto, aparece la situación de racionamiento de crédito como un equilibrio.

De otro lado, Hart (1985) indica que el problema de conflicto de interés entre el prestatario y el prestamista, descrito por Stiglitz y Weiss (1981), se podría solucionar si el contrato de deuda se cambia por una participación de los ingresos. Es decir, en el contrato se debería de especificar la proporción del ingreso del proyecto que le corresponde a cada agente (prestamista y prestatario); sin embargo, ¿cómo surge el racionamiento del crédito en Hart (1985)? Él sugiere que el ingreso del proyecto es costosamente verificable o no se puede verificar. Así, bajo este supuesto, el racionamiento del crédito emerge como un equilibrio.

Un tercer enfoque sobre la explicación del racionamiento del crédito fue desarrollado por Holmstrom y Tirole (1997). Este modelo es interesante porque permite relacionar los activos de la empresa con el racionamiento del crédito. En los siguientes párrafos explicaré con más detalle este modelo.

En primer lugar, supongamos que la firma tiene un proyecto rentable, pero no tiene fondos para financiarlo. Asimismo, supongamos que no puede emitir acciones; entonces, la única alternativa de financiamiento es endeudándose. Si el prestamista decide financiar el proyecto le corresponde una proporción del ingreso y el resto es ganancia para la empresa. Bajo información simétrica, el proyecto es financiado y la ganancia es repartida entre el prestamista y el prestatario, sin exigir alguna condición adicional mas que el proyecto sea rentable. Sin embargo,

bajo información asimétrica, existe la posibilidad de que la empresa tenga incentivos de no invertir en el proyecto; sino de buscar otras alternativas que le beneficien de manera privada. El prestamista no sabe si después de firmar el contrato, la empresa optará por un proyecto alternativo. Es aquí donde aparece la información asimétrica.

En segundo lugar, para operacionalizar lo anterior, supongamos que la empresa tiene un proyecto alternativo que le otorga beneficios privados; es decir, beneficios que solo el prestatario podría recibir y que no es conocido por el prestamista. Si estos beneficios privados son mayores que el beneficio de invertir la deuda en el proyecto; entonces, la firma opta por desviarse del contrato perjudicando al prestamista. Es aquí donde aparece el riesgo moral, si en este escenario el prestamista observa que existe este problema; entonces,

optará por no otorgar el crédito y; por tanto, aparecerá el racionamiento del crédito como un equilibrio.

En tercer lugar, la pregunta que surge aquí es: ¿Qué condiciones necesitamos para que la empresa evite el racionamiento del crédito? Holmstrom y Tirole (1997) indican que se necesitan dos: La primera relacionada con los incentivos del prestatario; la segunda, con los incentivos del prestamista.

La primera condición, que está relacionada al prestatario, es denominada restricción de compatibilidad de incentivos. Esta indica que la rentabilidad de la empresa ( $R_b$ ) debe ser mayor a los beneficios privados ( $B$ ) provenientes del proyecto alternativo. La ecuación 1 refleja esta condición. Por ejemplo, si los beneficios privados son iguales a 100 ( $B=100$ ), la probabilidad de éxito del proyecto del contrato es 25% ( $P_H=25\%$ ) y la probabilidad de

## *“La información asimétrica tiene un rol importante en finanzas.”*

### Ecuación 1:

$$R_b \geq \frac{B}{P_H - P_L} \xrightarrow{\text{En números}} R_b \geq \frac{100}{25\% - 5\%} = 5(100)$$

### Ecuación 2:

$$P_H \left( R - \frac{B}{P_H - P_L} \right) \geq I - A \xrightarrow{\text{Re-expresando}} A \geq I - P_H \left( R - \frac{B}{P_H - P_L} \right) = \bar{A}$$

### Ecuación 3:

$$A \geq I - P_H \left( R - \frac{B}{P_H - P_L} \right) = \bar{A} \xrightarrow{\text{En números}} A \geq 1000 - 25\% \left( 2000 - \frac{100}{25\% - 5\%} \right) = \bar{A} \xrightarrow{\text{Resultado}} A \geq 625$$



éxito del proyecto alternativo es 5% ( $P_L=5\%$ ); entonces, la rentabilidad mínima que requerirá la empresa para no desviarse del contrato es igual a 500 (cinco veces el beneficio privado). Hay que destacar que esta rentabilidad está en unidades monetarias. Esta condición indica que no basta que la rentabilidad de la empresa, en el proyecto, sea superior marginalmente al beneficio privado; sino que debe ser superior significativamente.

Esta condición evita el riesgo moral del prestatario. La pregunta que surge aquí es: ¿Esta condición es suficiente para asegurar que el prestamista este dispuesto a otorgar el crédito? La respuesta es no. Necesitamos una segunda condición, desde el punto de vista del prestamista, donde este invertirá en el proyecto, si el retorno esperado del préstamo es mayor que la deuda emitida. Supongamos, que la rentabilidad del proyecto es igual a  $R$ , el cual es distribuido entre el prestamista ( $R_p$ ) y el prestatario ( $R_b$ ):  $R = R_b + R_p$ . Dada la condición previa para evitar el riesgo

moral del prestatario, así la máxima rentabilidad que obtendrá el prestamista es  $R - R_b$ . Asimismo, el monto de crédito es igual a la diferencia entre la inversión o costo del proyecto ( $I$ ) y los activos de la empresa ( $A$ ). Esto se debe a que la empresa invierte estos activos en el proyecto y solo requiere una deuda igual a  $I - A$ . Con todas estas especificaciones, la condición está expresada en la ecuación 2.

A la condición anterior se le conoce como restricción de racionalidad individual. Lo interesante de esta condición es que puede ser expresada como un requerimiento mínimo de los activos de la empresa; es decir, el prestamista estaría dispuesto a otorgar el crédito, si los activos de la empresa están por encima de un umbral. Por ejemplo, si asumimos que la inversión es 1000 y la rentabilidad del proyecto es 2000 obtendríamos la ecuación 3.

En este caso, el umbral es igual a 625; es decir, si los activos de la empresa son mayores a este monto; entonces, el prestamista está dispuesto a otorgar

el crédito. Con estas dos condiciones, Holmstrom y Tirole (1997) sugieren que la empresa podría superar la racionalidad del crédito. En realidad, la última condición (umbral de activos) es necesaria para determinar el racionamiento del crédito. Una de las principales conclusiones de este modelo es que las empresas con un mayor tamaño de activos enfrentarán menos problemas de racionamiento de crédito en comparación con las pequeñas empresas, cuyos activos son menores y son más propensas a tener restricciones en el crédito.

En conclusión, la información asimétrica tiene un rol importante en finanzas. En particular, la información asimétrica nos ayuda a entender la estructura de capital de la empresa y el racionamiento del crédito y el sobreendeudamiento de la empresa. Jaffee y Stiglitz (1990) realizan una excelente revisión en la literatura, sobre racionalización del crédito. Asimismo, Bellier et al. (2012) ofrece una revisión moderna del mismo tópico.

## DÍA DEL INGENIERO ECONOMISTA

El CCLFC envía sus saludos a alumnos y egresados que celebraron el Día del Ingeniero Economista y vivieron una semana con jornadas de ponencias, conversatorios, encuentros y actividades diversas, compartiendo experiencias y conocimientos y disfrutando de una cena de confraternidad.



### El Centro Cultural LUIS FELIPE DE LAS CASAS

Es una organización constituida por estudiantes y egresados de la especialidad de Ingeniería Económica (FIEECS- UNI) con 22 años trabajando a cultivar vínculos de solidaridad y ayuda mutua entre sus miembros.



# LABORATORIO DE ALTOS ESTUDIOS FINANCIEROS

El Laboratorio de Altos Estudios Financieros brinda el soporte de la plataforma BLOOMBERG para cada una de las maestrías, adaptando el flujo de

información en tiempo real hacia un mejor entendimiento de los mercados, los productos y las interrelaciones entre los agentes económicos



## LAEF - BLOOMBERG

Somos la única universidad pública en contar con el soporte Bloomberg, y uno de los primeros en formar un Laboratorio de Altos Estudios Financieros con 12 terminales Bloomberg.

# Bloomberg Soporte





# Mariano Álvarez de la Torre

Gerente General en AFP Habitat Perú

## ¿Cuáles son sus expectativas para las AFP este 2018?

**D**ada las características del mercado de valores peruano (poca profundidad, carencia de ventas descubiertas, préstamos de valores, poca oferta pública, etc.) ¿Cuáles considera que son los principales problemas que enfrentan los gestores de grandes portafolios y cómo podrían enfrentarlas?

Una de las grandes carencias es que hay pocos emisores y peor aún de pocos tamaños. Dado el análisis y seguimiento de riesgo que tenemos que hacer para cada uno de ellos, observamos que hay emisiones tan pequeñas que no son nada atractivas.

En base a su experiencia, ¿Qué opina de la normativa relacionada a los fondos de pensiones peruanos en comparación con los fondos de pensiones de Latinoamérica?

Por lo que he conversado nuestra regulación es mucho más exigente en

algunos aspectos. En todo caso, lo positivo es que los ahorros de nuestros afiliados están supervisados por la SBS.

Actualmente, los países que integran la Alianza Pacifico están evaluando realizar la colocación simultánea de cuotas de los fondos mutuos o abiertos. ¿Considera que esta situación podría afectar al sistema de fondos de pensiones?

Cuanto más alternativas de inversión haya es mejor para nuestros afiliados, porque podremos obtener mayor rentabilidad con menores riesgos.

En base a los volúmenes manejados por las administradoras de fondos de pensiones, ¿Considera viable que se puedan financiar en mayor medida a las empresas medianas (PyMES) y bajo qué alternativas?

Si es posible, pero debe manejarse a través de fondos que puedan analizar

y gestionar el riesgo; ya que al ser emisiones pequeñas el costo de gestionar el riesgo individual es muy alto para un inversionista institucional.

Si bien el 2017 fue un buen año para las AFP debido a que los fondos alcanzaron rentabilidades de hasta un 13%, ¿Cuáles son sus expectativas para este 2018?

En el 2017 y 2016 las rentabilidades de todos los fondos manejados por AFP Hábitat alcanzaron los dos dígitos y AFP Hábitat fue líder en rentabilidad para sus afiliados en todos los fondos. Repetir un tercer año con dos dígitos es difícil; sin embargo, hay razones para esperar buenos retornos. Por un lado, nuevamente en el 2018 se espera el crecimiento sincronizado de todas las economías desarrolladas, algo que ocurrió en el 2017, luego de diez años. Por otro lado, se espera que la

economía peruana crezca más que en el 2017, por factores ya definidos como el precio de materias primas y grandes proyectos de inversión interna. Esto hace esperar buenos resultados para las empresas y, por lo tanto, debería traducirse en buenos retornos para nuestros afiliados.

**De acuerdo con lo publicado por la SBS, en el 2017, la AFP Hábitat lideró rentabilidades en los fondos de pensiones, ¿Cuál es la estrategia que tiene AFP Hábitat que la diferencia de las demás AFP? ¿Cuál es su secreto?**

Efectivamente, durante todos los meses, desde diciembre de 2015 hasta enero de 2018, los fondos 1, 2 y 3 que maneja AFP Hábitat han sido los más rentables. ¿Cómo se logra esto? Pues tenemos, por un lado, un excelente equipo de jóvenes profesionales de inversiones: todos peruanos con experiencia en mercados de capitales peruanos y extranjeros, que se dedican permanentemente a buscar las mejores alternativas de inversión. Este equipo es respaldado por un sólido equipo de Riesgos y de back office que hacen que el análisis, selección y ejecución de las inversiones sean correctos. Además, tenemos el apoyo de profesionales que acumulan más de 60 años de experiencia, como gerentes de inversiones de AFP, y que participan como miembros de nuestros Comités de Inversiones y de Riesgos.

**En el 2017, según el informe final de la Comisión de Protección Social (CPS) adscrita al MEF y creada para "plantear reformas económicas para financiar la cobertura universal de aseguramiento de salud y protección previsional", se buscó que haya un sistema único de pensiones, donde el asegurado tenga una cuenta individual de capitalización y los fondos serían administrados por una entidad centralizadora (pública o privada), que derive estos recursos a los "gestores de activos", rol que cumplirían las AFP, que competirían entre sí mediante una licitación asegurando una reducción de costos de operación. Siendo así, ¿Qué cosas se podrían mejorar en el sistema de pensiones?**

El informe de la CPS es solo un punto de partida para empezar a analizar y plantear mejoras al sistema de pensiones. Dicho informe tiene algunos puntos positivos, como reconocer que la mejor solución es que todos los peruanos tengamos cuentas individuales de capitalización dado que un sistema de reparto es insostenible fiscalmente por el envejecimiento poblacional y la mayor esperanza de vida. Sin embargo, tiene una serie de recomendaciones equivocadas, como la que recomienda un monopolio estatal y como sabemos un monopolio siempre termina perjudicando al cliente o recomienda que las inversiones las decida un comité de notables, cuando sabemos que el mejor resultado viene por la competencia en mercados dinámicos como los financieros. Las mejoras a los sistemas de pensiones deben lograr la mayor pensión para todos los peruanos, es decir, mayor cobertura y más pensión.

**Tocando ahora el tema de la reforma, ¿Qué tipo de barreras ("rigideces") existen para los sistemas de pensiones en la ampliación de la cobertura al sector informal? ¿Qué estrategias utilizaría para ampliar la cobertura?**

El sistema de pensiones actual en Perú fue creado para trabajadores formales y, si vemos los cálculos, para ellos la cobertura es prácticamente 100%; es decir, la falta de cobertura viene por los trabajadores informales. Entonces, la mejor forma de captar a los informales es diseñando productos para ellos, por ejemplo, reconociendo que no pueden aportar todos los meses y tampoco el mismo monto cada mes. Actualmente esto no está permitido en las AFP; la ley nos obliga a ofrecer el mismo producto para todos.

**¿Cuál es el efecto en las carteras de esas inversiones hechas en los proyectos de empresas brasileñas vinculadas al escándalo de corrupción "Lava Jato"?**

El impacto es pequeño porque la cartera de inversiones de las AFP está altamente diversificada en países, monedas, tipos de instrumentos y emisores. Eso permite que un impacto negativo sea más que compensado con otros impactos positivos, por eso, en el

2017 la rentabilidad de las AFP fue alta a pesar de los impactos negativos de ese escándalo en nuestro país. Un principio básico de optimización de portafolio dice que a mayor diversificación se logra mayor rentabilidad con menos riesgo. Por esta razón, las AFP siempre pedimos que nos suban el límite para invertir en el exterior, porque esto permite una mejor optimización de la cartera de inversiones.

**Sabemos que en Chile el Sistema de Pensiones ofrece pensiones bajas a sus jubilados y algunos han planteado eliminar el sistema, ¿Qué soluciones daría, con proyección de 20 años, para que las pensiones de los jubilados en el Perú no sean tan bajas?**

La información hay que entenderla correctamente, se dice que la pensión promedio es baja. Si analizamos los datos, lo que observamos es que la pensión es baja para los que no aportan; pero es alta para los que sí aportan de manera regular. La pensión se construye con aportes del afiliado y rentabilidad que genera la AFP. Desgraciadamente hay afiliados que aportan dos meses en toda su vida laboral y luego se quejan de recibir bajas pensiones. Entonces, el problema de bajas pensiones promedio es un problema de bajo número de aportes, ¿cómo se resuelve? aportando más. Los afiliados en Perú que aportan regularmente a la fecha tienen más de la mitad de su fondo generado por rentabilidad, y su proyección de pensión está alrededor de 60% de su sueldo neto, lo que es altísimo comparado con cualquier sistema de pensiones.

**¿Ganar las próximas licitaciones está en la estrategia de Hábitat?**

Por supuesto, las licitaciones han ayudado a aumentar la cobertura del sistema privado de pensiones. Cuando AFP Hábitat empezó a afiliarse en junio de 2013, 2 de cada 3 peruanos que empezaban a trabajar se iban al Sistema Nacional de Pensiones, cuando terminamos la segunda licitación 2 de cada 3 peruanos se iban al Sistema Privado de Pensiones. Eso es positivo para nuestro país, porque el sistema nacional se financia con nuestros impuestos.

# POLÍTICA Y ENTREGA DE DIVIDENDOS DE LAS EMPRESAS LISTADAS EN BOLSA



## Graciela Marlene Nakamura Tanaka

Directora de Mercados en Bolsa de Valores de Lima

**A**bstract: Cuando una persona desea conocer sobre el mercado bursátil muchos temas pueden ser abordados con relación a este fascinante mundo de inversiones. En este artículo nos enfocaremos en los dividendos y, para ello, exploraremos las políticas y estadísticas de un conjunto de empresas listadas, donde incluiremos un ranking de empresas dividenderas para el período 2017 y su relación con el gobierno corporativo.

Al inicio surgirán preguntas como: ¿Existe algún sector económico donde las empresas repartan más dividendos o que destaquen por tener una sobresaliente política de dividendos?; si fuese el caso, ¿son las empresas con más accionistas, más capitalización o gobierno corporativo?; además, ¿qué tan importante es la política de dividendos?

Una muestra de la relevancia de los dividendos fue el lanzamiento el año pasado del índice dividend yield S&P Dow Jones integrado por las 10 acciones peruanas más dividenderas, entre ellas, destacan las acciones comunes de Alicorp, Cementos Pacasmayo, Credicorp, Ferreyros, entre otros; cuya mediana de capitalización bursátil total asciende a S/. 8 244 millones.

## La política de dividendos

El reparto de dividendos, si bien está en función de los resultados financieros que obtenga la empresa, también depende de la intención que considere la Junta General de Accionistas o el Directorio, pudiendo re-invertirlos en proyectos, repartirlos entre los accionistas o simplemente retenerlos para futuras aplicaciones.

En ese sentido y, en línea con un buen gobierno corporativo, una política de dividendos transparente y precisa otorga una mayor predictibilidad que permite al inversionista incluir esta información en sus estimados de flujos futuros. Es más, en muchos casos puede observarse que tras una distribución de beneficios, sea en acciones liberadas o en dividendos, el precio ex

derecho, producto de aplicar las fórmulas de corrección teóricas, puede marcar una tendencia al alza en un período corto y llegar a niveles de precios anteriores a la corrección, con lo cual la ganancia es doblemente beneficiosa para el inversionista.

A la fecha son 284 las empresas listadas en bolsa, pero nuestro universo de análisis se focaliza en una muestra de 60 empresas, excluyendo a aquellas con una frecuencia de cotización por debajo del 5%; compañías en procesos de liquidación, con problemas financieros, de reputación y aquellas que no reparten dividendos explícitamente, todos estos factores reducen a 15 las compañías que destacan.



## La política de dividendos por sectores

**Eléctrico:** Son 13 las compañías que listan en la BVL del sector eléctrico y 7 de estas muestran un “alto” nivel de precisión, esto implica que tienen una política estandarizada de dividendos, periodicidad de pago. Además, brindan descripciones sobre los porcentajes que destinan de sus utilidades del ejercicio o acumuladas, así como restricciones o limitantes en el pago de dividendos.

En las empresas eléctricas del Estado, Fonafe tiene un porcentaje superior a 90% en el accionariado, es decir, existe un free float aproximado de 10% en tenencias de accionistas minoritarios. Además, Fonafe tiene como política general repartir hasta el 100% de utilidades antes del 30 de abril de cada año, según lo establecido en la Ley N.º 27170.

Todo esto se encuentra en línea con estudios como los de Chi-Wen y Xing (2005), quienes concluyen que

en empresas controladas por el Estado se estima pagar más dividendos como porcentaje de las utilidades. Gugkler (2003) muestra que las empresas estatales austriacas tienden a pagar mayores tasas de dividendos que en otras industrias. En compañías eléctricas del sector privado peruano vemos diferencias importantes; por ejemplo, en subsidiarias del Grupo Enel, quienes tienden a pagar dividendos trimestralmente y poseen una política de dividendos bastante detallada, no repitiéndose necesariamente en otras compañías del mismo sector.

**Financiero:** La política de dividendos en el sector financiero se encuentra sujeta a las regulaciones de la SBS a fin de cumplir con los requerimientos globales de Basilea, como ratios de liquidez mínimos o requerimientos de capital, y es uno de los sectores que más ha aportado en el flujo de pago de

dividendos, con un aporte de 31% en la bolsa local. En la muestra de 5 compañías del sector financiero, estas reparten como mínimo el 10% de las utilidades de libre disposición del ejercicio al menos una vez al año y, en su mayoría, son controladas por holdings.

**Minería:** En compañías del sector, la política de dividendos se encuentra sujeta a las disposiciones legales de la Ley General de Sociedades, específicamente las vinculadas a la constitución de la reserva legal, su plan de inversiones, entre otras. Así, en 13 compañías del sector minero, el 30% presenta una política de dividendos con altos estándares, tanto que, el resto de su política de dividendos se relaciona directamente con las condiciones económicas del mercado supeditada a un contexto de condiciones favorables y sujetas a los cambios de tendencias en los precios de los metales.

## Flujos de pago de dividendos

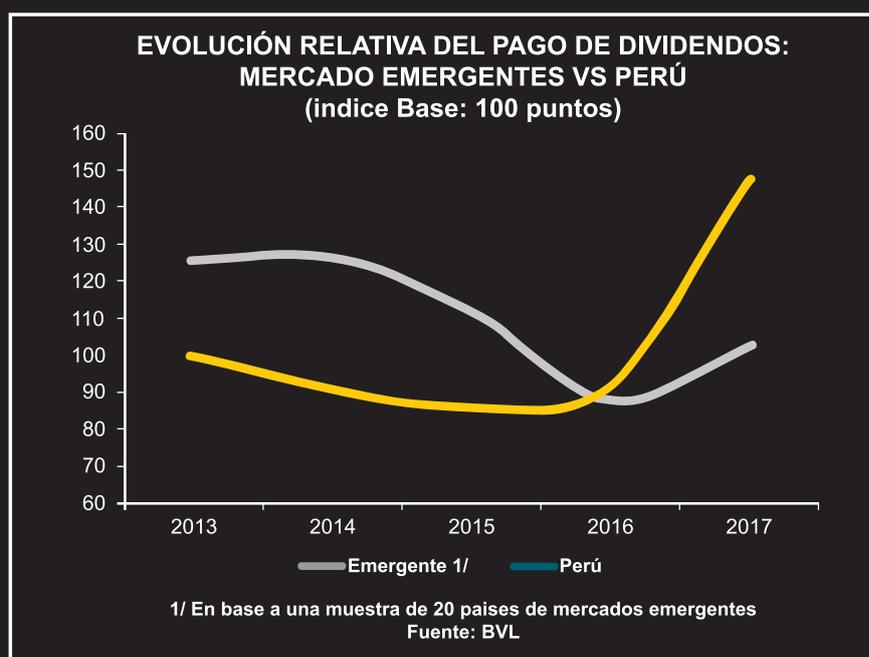
Durante el 2017, el pago de dividendos en la plaza local ascendió en S/. 10 049 millones siendo 42.90% superior respecto al 2016, debido al aumento del pago de dividendos percibidos en el sector eléctrico, financiero y minero, lo cual se explica en un contexto favorable de los commodities y la acumulación de resultados acumulados en periodos pasados. Esta tendencia replica el comportamiento a nivel global, debido a que el sector minero pagó dividendos por \$ 8.9 billones en el 2016 y de \$ 25.9 billones durante el 2017.

Según datos de Janus Henderson Global Dividend Index, en el 2017, las compañías de los mercados emergentes pagaron \$ 102.4 billones registrando un aumento de 16% anualmente, mientras que en el mundo se llegaron a pagar \$ 1252 billones de dividendos, con un aumento anual del 8%.

Es importante conocer que los dividendos de una Sociedad Anónima (S.A.) no reclamados por el accionis-

ta tienen un periodo de expiración de tres años, trascurrido este tiempo la compañía podrá contabilizarlo para aumentar las reservas legales; de otro lado, si un 20% o más del accionariado

con derecho a voto lo solicita, la compañía está obligada al pago de dividendos en efectivo hasta por el 50% de las utilidades distribuibles de cada ejercicio (Ley General de Sociedades).



## Top 15 High Dividend Yield y Gobierno Corporativo

Elegimos el indicador Dividend Yield, porque muestra la relación entre el monto de dividendo por acción que se paga durante un año y el precio de la acción. A partir de ello, a continuación, presentamos la lista de compañías con un high dividend yield durante el 2017 con políticas claramente establecidas, es decir, con un nivel de medio y alto entendimiento.

Las acciones del sector minero presentaron un dividend yield promedio superior al 5% en un contexto internacional de recuperación de metales industriales y el pago de dividendos extraordinarios al año pasado, como son el caso de Milpo y Minsur. Las acciones del sector eléctrico en promedio pagaron un dividend yield de 3.89% y las acciones financieras en promedio pagaron un dividend yield de 3.5%, con un ROE cercano al 19% y presentan una frecuencia de negociación aproximada al 100% destacando en términos de capitalización bursátil el holding Credicorp.

Uno de los principios de gobierno corporativo incorporados en el Pilar I referido a los Derechos de los Accionistas, que está presente en el cuestionario de la Superintendencia del Mercado



de Valores, es el principio 5 y trata sobre la participación en los dividendos de la sociedad. En este acápite se detalla si el cumplimiento de la política de dividendos es evaluado por la empresa, con una periodicidad definida, y si la política de dividendos es difundida en la página web de la compañía o en otros medios. De la muestra de 15 compañías dividenderas, el 50% presentan una política de dividendos con altos estándares, sobre todo, las vinculadas al sector eléctrico y financiero.

Finalmente, es importante consi-

derar que la información de dividendos es un input, pero también se debe considerarse: el perfil de riesgo del inversionista, la liquidez de la acción, frecuencia de cotización y detalles acerca del accionista mayoritario y la participación de inversionistas institucionales en el accionariado; ya que, estas variables también son importantes al momento de tomar una decisión de inversión.

En colaboración con **Stephanía Valencia**.

UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERÍA



PROGRAMA CURRICULAR

**CURSO I**  
*Fundamentos de Renta Fija.*  
(18 horas)

**CURSO II**  
*Modelos de estructura temporal de tasas de interés y aplicaciones.*  
(18 horas)

**CURSO III**  
*Riesgo y Performance*  
(18 horas)

**CURSO IV**  
*Estrategias de Renta Fija*  
(18 horas)

**GESTOR DE PORTAFOLIOS DE RENTA FIJA con BLOOMBERG**

CURSOS DE FORMACIÓN CONTINUA

INICIO

**11**

de agosto

# Crónica de una crisis anunciada en Graña

Eric Rogelio Castro Chujutalli y Renato Bustamante Cori

En este último año (2017) Graña y Montero sufrió una terrible crisis, donde el detonante de sus futuros problemas, por las cuales pasaría, fue la vinculación de la empresa en el caso de corrupción de Odebrecht. El 24 de febrero, luego de las declaraciones del ex-presidente ejecutivo de Odebrecht, Jorge Barata, las acciones de GyM cayeron 33% en tan solo un día, que llegó a una disminución acumulada cerca del 60% en días posteriores. A finales del mes, la empresa anunciaba el cambio de toda la directiva para poder contrarrestar esta caída en el precio sus acciones; sin embargo, a inicios de marzo llegaría otro problema más: el anuncio del Ministerio de Energía y Minas que daba por concluido el contrato de concesión del proyecto del Gasoducto Sur Peruano, donde GyM era una de las principales empresas a cargo. En mayo se concreta la denuncia penal contra los ex-ejecutivos de Graña y Montero, que ocasionó una disminución del 12.5% en el precio de las acciones, las cuales llegaron a un valor de S/2.08 por acción. A principio del siguiente mes, la empresa se vio obligada a vender su firma de tecnología GMD para acelerar su fortalecimiento financiero, con ello logró un alza en el precio de sus acciones. Además, en noviembre, el Congreso de la República aprobó el Proyecto de Ley N° 1410, el cual establece que se pueden retener los activos de las empresas envueltas en casos de corrupción, así como de sus socios y consorciados, esto representaría un nuevo problema para GyM, lo que ocasionó que las acciones cayeran nuevamente, al final de mes llegaron a un valor de S/2.00 por acción. Al llegar a diciembre un nuevo golpe afectó a la empresa el cual fue la orden de prisión preventiva de los ex-directivos de la compañía, lo que ocasionó que las acciones caigan hasta un valor mínimo de S/1.7 por acción, terminando así el 2017 con mucha incertidumbre sobre el rumbo que la compañía tomaría para poder recuperarse de la crisis que ya se veía anunciada desde inicios de año.

APORTES									
50 TP	19300	19.3	8500/T	864					
	4055	-43.50	HK						
	2621	2571	1186						
	1143.89	1041	-13	+18	-21	+18	-97	-08	
KY	95.37	-181	2492/T	2514/T	2528/T	2534/T	2541/T	2553/T	
40 TP	7865.20	-51.50	TKY	TKY	TKY	TKY	TKY	TKY	
	142.30	136.89	2312	1651	1067	1929	27112	1721	
	\$ 1991	-9.67	-09	-13	-32	-98	+65	-34	
	37280	+1.89	4519/T	4542/T	4598/T	4602/T	4630/T	4698/T	
5.7 TP	897.56	892.16	NY	NY	NY	NY	NY	NY	
	351.79	326.51	1891	2019	1678	1254	1008	5761	
	\$ 2312	-20.14	-25	-42	+16	-54	-12	-34	
	31.25	29.45	1834/T	1865/T	1887/T	1899/T	1903/T	1907/T	
TP	98	902.98	UK	UK	UK	UK	UK	UK	
	21.03	+98.40	10879	10	17	27	27	25	
	865.96		2589						
	19	190632							
	9456								
	18636	+2							

## Desarrollo actual y retos del mercado de derivados financieros en el Perú

Adrian Aníbal Enciso Ark

El mercado de derivados financieros en el Perú aún se encuentra en desarrollo; sin embargo, cada vez está ganando más relevancia. Según la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), estos instrumentos son usados principalmente como mecanismos de cobertura ante riesgos, porque permiten definir las condiciones de negociación, independientemente, de lo que suceda en el futuro. Asimismo, como mecanismo para tomar “exposición” sobre un activo a un costo menor del que se incurriría comprando hoy el activo y, por último, para obtener beneficios especulativos.

Actualmente, en nuestro país, los derivados financieros se desarrollan principalmente en mercados no centralizados (OTC), en los cuales participan los bancos más grandes como ofertantes y como contraparte las grandes empresas, entre las que destacan las AFP, compañías mineras y otras entidades financieras. La ausencia de un mercado centralizado de derivados y de un tratamiento tributario transparente, que fomente el desarrollo del mercado, hace que exista poca liquidez en la negociación de estos instrumentos, donde la gran mayoría de las operaciones con derivados corresponden solo a forward de tipo de cambio (divisas) seguidos de los swaps de tasa de interés (IRS), pero bastante por detrás. Una de las razones del poco desarrollo de este mercado es la existencia de brokers especializados que atienden a las gran-

des mineras y prefieren realizar contratos forward (no estandarizados) en lugar de alternativas centralizadas como futuros u opciones de distintos subyacentes (tipo de cambio, equities o índices). Otra causa es la falta de conocimiento sobre los usos, riesgos y registro de estos instrumentos. Por ello, es de vital importancia que los usuarios y proveedores entiendan bien los productos en los que van a invertir y, por otra parte, dado que en la mayoría de los contratos no hay intercambios, los riesgos son difíciles de identificar. Como se mencionó al inicio, el mercado de derivados está recibiendo cada vez mayor importancia, porque tiene aún muchísimo potencial para seguir creciendo, por ello, es necesario adecuar las condiciones que favorezcan al correcto desarrollo que permita explotar sus ventajas y administrar adecuadamente sus riesgos. El primer paso sería una mejora en la educación financiera acerca de estos instrumentos en el Perú. Otro punto clave sería iniciar la apertura de este mercado en las medianas y pequeñas empresas, sector que todavía no genera la suficiente confianza dentro del sistema financiero, para así ir creando el espacio adecuado para un mercado centralizado de derivados en nuestro país. A medida que el sector financiero se vuelva más profundo y estable, el desarrollo de este mercado seguirá creciendo y beneficiando a diversos agentes dentro del país.



# Inclusión Financiera vs Sobreendeudamiento



## Eduardo C. Palpa

Jefe Zonal de Banca Microfinanzas en Banco Financiero del Perú

En los últimos años, la industria de las microfinanzas ha recobrado una relativa importancia en el sector financiero peruano, esto no se debe solo a su crecimiento; sino, principalmente, a la importancia económica y social que genera en el país. Así, el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI, 2018) indicó que la microempresa de uno a diez trabajadores, absorbe el 72.2% de la Población Económicamente Activa (PEA) ocupada en el país, convirtiéndose en la principal fuente de empleo para el mismo. Por ello, su crecimiento y sostenibilidad posee, sin duda, un impacto social importante; en ese sentido, las condiciones que muestra el país han sido más que alentadoras, según The Economist Intelligence Unit (EIU, 2016), en su Microscopio Global (2016) ubica al Perú en el primer lugar por décimo año consecutivo, aunque en dicho año compartió este puesto con Colombia, como el país de mejor entorno y condiciones para desarrollar la inclusión financiera a largo plazo debido al buen manejo normativo e institucional, a través, de su sistema regulatorio.

Definir qué es una microempresa aún está discusión y dependerá del punto de vista que se enfoque, ya que según la Superintendencia de Administración Tributaria (SUNAT) las microempresas son aquellas que poseen como máximo 10 trabajadores y unas ventas anuales que no superan las 150 Unidades Impositivas Tributarias (UIT); asimismo, define una pequeña empresa a aquella que posee hasta 100 trabajadores y unas ventas anuales de 1,700 UIT, según The Economist Intelligence Unit (EIU, 2016), la microempresa es “una empresa muy pequeña, generalmente operada por una persona

de bajos ingresos, que suele ser el único propietario”. Hasta aquí queda claro que la microempresa es una unidad de negocio pequeña que cuenta con capacidad, no solo de subsistir en el mercado; sino también de generar empleo y crecimiento futuro.

Por lo señalado líneas arriba, la microempresa en el Perú recobró una gran importancia por el nivel de absorción de la PEA activa del país mitigando, en gran medida, uno de los problemas a nivel macroeconómico que es el desempleo; por lo tanto, la salud financiera de estas microempresas redundará en la salud financiera de las personas que dependen de ella; en ese sentido, la inclusión financiera juega un rol muy importante, porque a través de ella pueden viabilizar su crecimiento y desarrollo. Cano, Esguerra, García, Rueda y Velasco (2014) indicaron que la inclusión financiera se define como “el acceso y uso efectivo de productos financieros activos y pasivos por parte de los hogares” y del mismo modo The Economist Intelligence Unit (EIU, 2016), en su Microscopio Global (2016) indicó que la inclusión financiera es sumamente importante para los microempresarios y sus familias; ya que mediante ella pueden encontrar

una oportunidad para salir de la pobreza; sin embargo, el acceso y cercanía de los servicios financieros (la oferta) no son suficientes para generar inclusión, sino tan solo se configura como una condición necesaria de la que se debe hacer uso efectivo de los servicios financieros disponibles.

Por lo tanto, la importancia del crecimiento y desarrollo de la microempresa radica en el impacto social y no solo en el carácter económico que esta posee; sin embargo, dicho segmento en el Perú se ha vuelto muy atractivo, no solo para las entidades especializadas como las cajas rurales, cajas municipales de ahorro y crédito (CMACs), Edpymes y financieras especializadas; sino que los bancos más importantes han entrado al negocio de las microfinanzas por medio de adquisiciones de instituciones especializadas (Credicorp, a través de la adquisición de financiera Edyficar y posterior adquisición de Mi Banco; BBVA, a través de la adquisición de Financiera Confianza, etc.) y todo ello ha reconfigurado la composición del mercado de microfinanzas en el Perú orientándose hacia una competencia importante, pues el tamaño de sus operaciones y de sus inversiones genera la necesidad de obtener mayo-

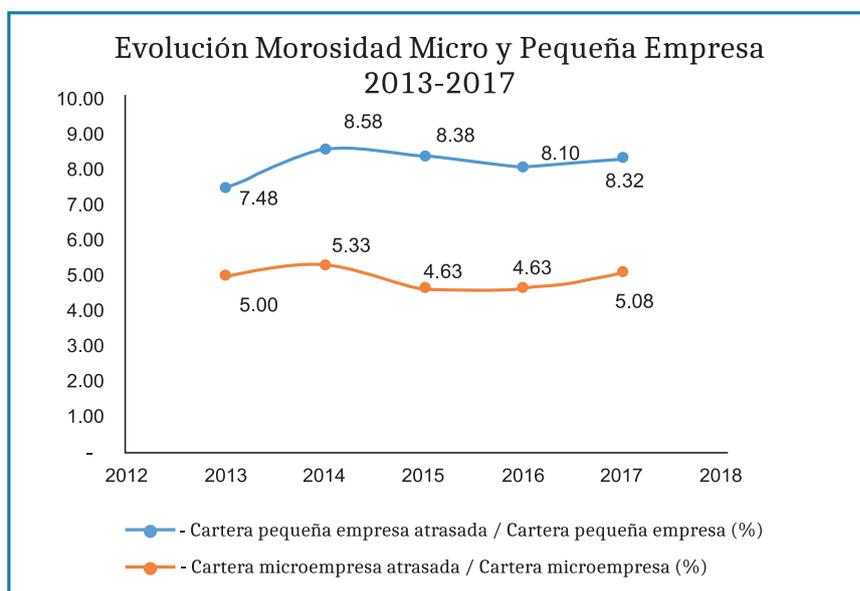


Figura 1

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), 2018 (<http://www.sbs.gob.pe/app/pp/seriesHistoricas2/paso1.aspx>).

res flujos de ingresos. Así, de esta manera, cada organización de este mercado se ha enfocado en ser más competitiva para obtener una mayor parte del negocio sin que ello signifique una mayor inclusión financiera necesariamente. Esto, de hecho, se viene mostrando por los avances; pero existen también preocupaciones en relación con los resultados obtenidos y de gestión observados, sobre todo, cuando se toca el tema de la morosidad y sus tendencias en los últimos años y, más aún, en los últimos meses (véase figura 1).

Como se observa, los niveles de morosidad muestran una tendencia creciente en los últimos dos años y, en el caso de la microempresa, la tendencia viene desde el año 2015; aunque posee un menor nivel de morosidad que las pequeñas empresas, que muestran un nivel de morosidad más alto, pues la media en pequeñas empresas es de 8.17% en los últimos cinco años y en el último año registró un indicador de 8.32% confirmando la tendencia creciente de la ratio de morosidad. Esto puede explicarse, básicamente, por dos efectos; el primero, referido al Fenómeno del Niño (FEN), que en el 2017 afectó principalmente la zona norte del país; el segundo, el sobreendeudamiento en dicho segmento, si bien aún no es un problema galopante, sí se considera como uno latente porque se observa que es en el segmento de las pequeñas empresas donde la tasa de crecimiento del número de deudores ha disminuido de manera importante desde el 2011 al 2015, siendo a partir

de 2016 donde se aprecia mejoras en la tasa de crecimiento de deudores. Por ello, este comportamiento de mercado no es muy sano, en el sentido de que el crecimiento de cartera de la micro y pequeña empresa deben estar alineadas al crecimiento de deudores dado que son un segmento inclusivo no ha mostrado un incremento a la par del mercado (véase figura 2). En esa misma línea la tasa de morosidad de la microempresa ha tenido un crecimiento en los últimos dos años, mostrando una media de 4.94% en los últimos 5 años; sin embargo, el último año ha mostrado una mayor variación anual afectado también por el FEN, pero su crecimiento del número de deudores se ha afianzado y ha incrementado su tasa de crecimiento –que venía decreciendo en los últimos 5 años (véase figura 3)– siendo superado el último año por la tasa de crecimiento de la pequeña empresa.

Si bien se ha mencionado el sobreendeudamiento como un problema latente es importante el entendimiento de este para poder manejarlo. En ese sentido, el sobreendeudamiento es definido por la Superintendencia de Banca Seguros y Administradoras de Fondo de Pensiones (SBS, 2008) como “el nivel de endeudamiento en el sistema financiero que pone en riesgo el repago de las obligaciones del deudor minorista”, por eso, ha sido uno de los peligros latentes en el mercado que explica en parte la morosidad en el sector. El sobreendeudamiento no solo debe ser visto como un indicador de morosi-

dad, sino también como una de las causas que pueden originar la exclusión financiera; ya que cuando una micro o pequeña empresa no puedan cumplir sus obligaciones genera que esta unidad de negocio no pueda acceder a servicios financieros en el futuro, debido a su mala calificación en el sistema financiero (registro en el buró de crédito) producto de los créditos impagos. Este sobreendeudamiento explica en parte los indicadores de morosidad de la pequeña empresa (8.32% al 2017), que presentan un ratio de deterioro importante y si se tiene en cuenta que dicha cartera crediticia posee bajas tasas de interés, en relación con el segmento de la microempresa, las tasas varían de acuerdo con el monto otorgado impactando de manera importante en los indicadores de rentabilidad de las empresas del sector financiero que otorgan créditos a dichos segmentos. Equilibrium (2017) indicó que a partir del 2013 las entidades financieras del segmento han redireccionado sus préstamos hacia créditos de menor monto, con foco en la calidad de cartera, debido a un entorno cada vez más competitivo y que si bien se muestran deterioros, estos se han dado de manera mucho más marcada en algunas empresas del sector. Asimismo, indicó que el sobreendeudamiento lo enfoca de dos maneras: (a) la proporción de clientes exclusivos y compartidos; (b) la evolución del crédito promedio. El primero es entender que la unidad de negocio con mayor número de instituciones conlleva a un mayor riesgo; el segundo, mide el nivel de penetración en relación con su crecimiento de cartera, pues este debe guardar relación con el crecimiento de número de clientes de la institución para asegurar un crecimiento sano y además de ello debe generar inclusión financiera.

Por lo tanto, considerando los aspectos y puntos de importancia señalados, se puede considerar que el sector financiero dedicado al financiamiento de las Mypes mantiene estabilidad en su conjunto; sin embargo, es muy importante hacer seguimiento a las instituciones que vienen mostrando características de sobreendeudamiento en la composición de su portafolio de créditos, ya que deben revertir en el corto plazo, a fin de salvaguardar su

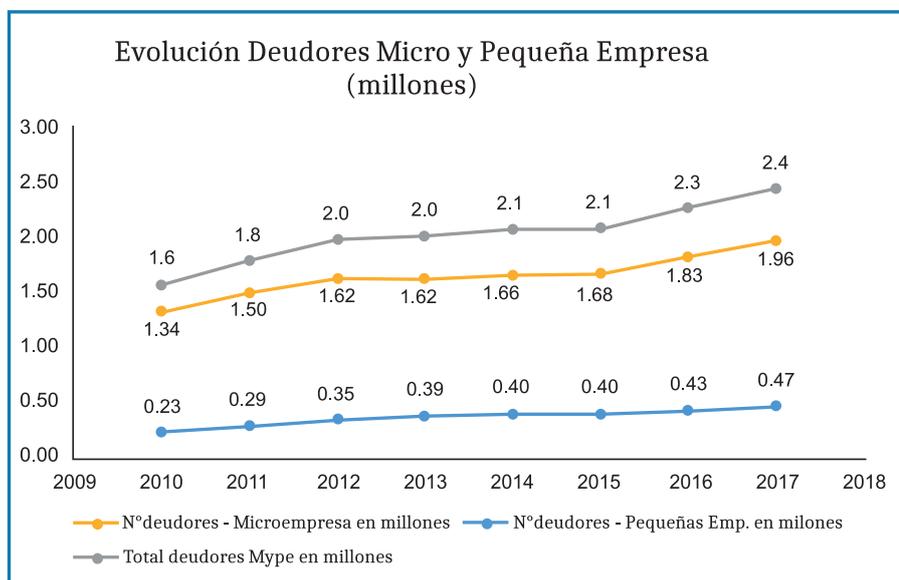


Figura 2  
Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), 2018 (<http://www.sbs.gob.pe/app/pp/seriesHistoricas2/paso1.aspx>).

capacidad competitiva y su sobrevivencia en el mercado. Así, del mismo modo, se aprecia un mayor enfoque en las instituciones financieras por el incremento del número de deudores en la composición de sus carteras de créditos, los cuales se han reflejado en mayores tasas de crecimiento que aunque han sido afectados por el FEN aún mantienen la mejora en comparación con años anteriores al 2015, así como también una mayor preocupación por mantener una cartera saludable en términos de calidad de cartera; aunque los resultados muestren un mayor deterioro, se espera que las medidas adoptadas por las instituciones tengan mejores efectos en los próximos años.

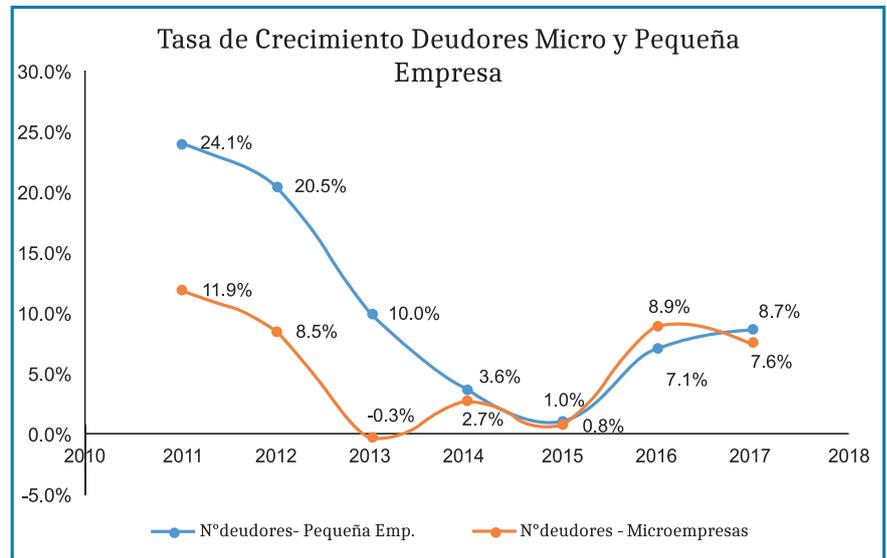


Figura 3 Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), 2018 (<http://www.sbs.gob.pe/app/pp/seriesHistoricas2/paso1.aspx>).

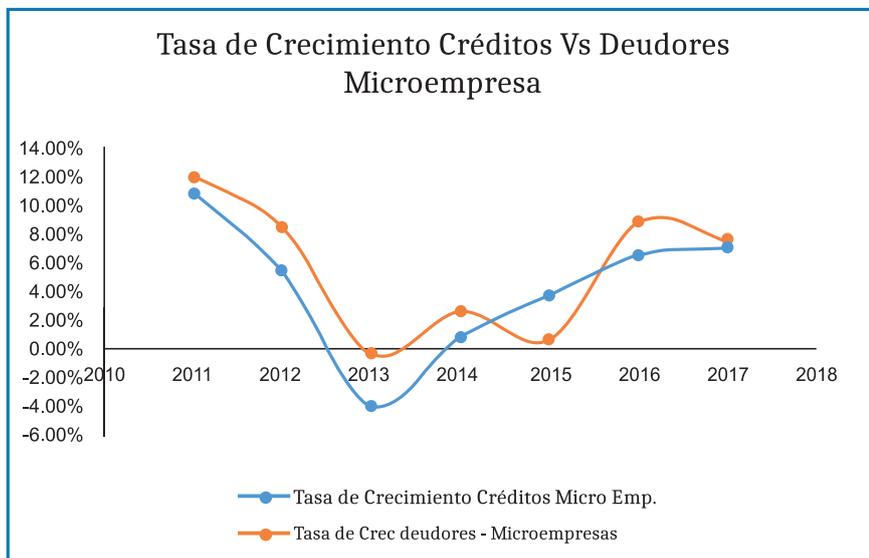


Figura 4 Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), 2018 (<http://www.sbs.gob.pe/app/pp/seriesHistoricas2/paso1.aspx>).

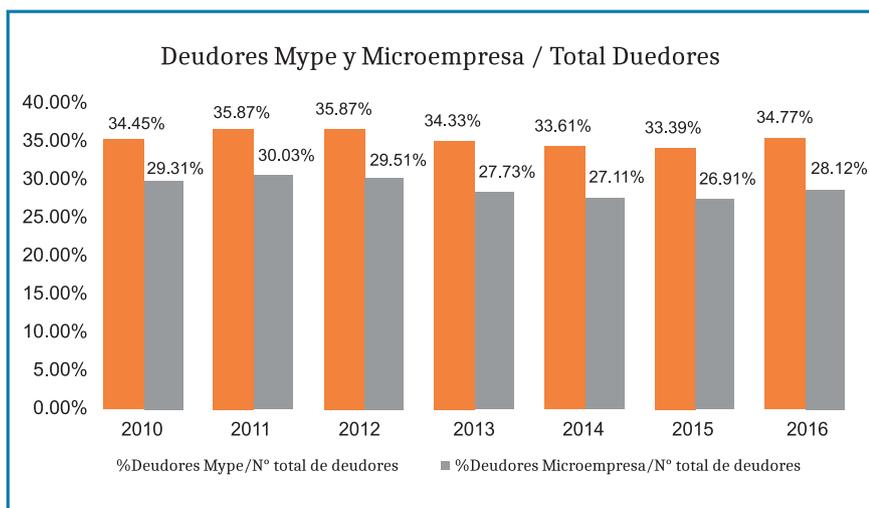


Figura 5 Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), 2018 (<http://www.sbs.gob.pe/app/pp/seriesHistoricas2/paso1.aspx>).

Del mismo modo sería muy importante la revisión de las políticas de gestión de riesgo de sobreendeudamiento por parte de la SBS, puesto que a partir de su publicación no se han visto cambios importantes en la tendencia de la morosidad y, sobre todo, aún está latente el sobreendeudamiento con mayor foco en las pequeñas empresas que poseen un mayor nivel de morosidad; por ello, sería muy importante que las medidas contemplen la posibilidad de afectar mediante el esquema de provisiones los créditos, que muestren un mayor número de instituciones financieras, pues esta es una característica del sobreendeudamiento. Además, las entidades financieras deben manejar políticas de incentivos y de gestión para orientar el crecimiento sano del portafolio, a través, del crecimiento de la cartera con base en el crecimiento del número de deudores, con prioridad en la calidad de cartera. Finalmente, tanto los organismos supervisores y las instituciones financieras de la micro y pequeña empresa poseen una responsabilidad social y económica vital para la estabilidad macroeconómica del país, siendo estas, micro y pequeñas empresas, las que generan empleo y absorben gran parte de la PEA (72%), por lo que resulta imprescindible que dichas organizaciones busquen fomentar no solo el acceso a los servicios financieros, sino que se involucren en la educación financiera; ya que esta complementará y redundará de manera muy importante en el desarrollo de las pequeñas unidades de negocio.



# Eficiencia de los Fondos Mutuos en el Perú: Periodo 2007-2017

Yordño Jamanca y Jhon Coronel

Directores del Círculo de Mercado de Capitales (CMK)

Los Fondos Mutuos de Inversión en Valores son patrimonios autónomos integrados por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en instrumentos y operaciones financieras.

Estos surgieron en Estados Unidos en 1940 como respuesta a las restricciones legales que tenían los bancos americanos donde se prohibieron los pagos de interés a los depósitos, mientras que en el mercado peruano surgen en 1992 con la anterior Ley de Mercado de Valores, así en 1995 el patrimonio administrado llegó a ser de 12.5 millones de soles con tan solo 941 partícipes. Durante estos últimos años, el mercado de capitales peruano ha evolucionado positivamente. En este contexto, los Fondos Mutuos han sido una de las inversiones más atractivas. A diciembre de 2017 el patrimonio administrado fue de 29 674 millones de soles, cifra que representó un aumento de 17.02% respecto al año 2016, a su vez el número de partícipes fue de 443 mil y los fondos mutuos de renta fija y fondos flexibles tuvieron la mayor participación en la administración de patrimonios con 70.45% y 19.56% del total respectivamente como se observa en el cuadro. Sin embargo, el mercado de valores de los Fondos Mutuos es aún muy pequeño a comparación de otros países como México en el MILA y Estados Unidos en el mundo.

Finalmente, realizamos un análisis histórico simple sobre la rentabilidad de los Fondos Mutuos de las distintas administradoras, a través de un indicador de eficiencia, analizando la data del periodo 2007-2017, llegando a obtener los siguientes resultados:

- Se observa que en el periodo de muestra, en moneda extranjera, el Fondo Mutuo “Credicorp Capital Acciones \$”, tuvo un ratio de 0.1952, siendo el más eficiente dentro de los fondos mutuos de renta variable, es decir, ante una exposición de una unidad de riesgo en los fondos, el que obtuvo mayor

rentabilidad promedio fue dicho fondo. En moneda nacional, el Fondo Mutuo “BBVA Agresivo Soles” tuvo un indicador mejor a los demás fondos de la misma tipología.

- Por otro lado, en moneda extranjera, el fondo “SF Cash \$” fue el más eficiente entre los fondos mutuos flexibles, mientras que en moneda nacional lo fue el fondo “SF Cash Soles”, obteniendo una mayor rentabilidad promedio por unidad de riesgo.

- Finalmente en la tipología de Fondos Mutuos de renta fija de corto plazo, los fondos mutuos “Sura Corto Plazo Soles” y “Sura Corto Plazo Dólares” fueron los más eficientes. En cuanto a los fondos de mediano plazo, los fondos

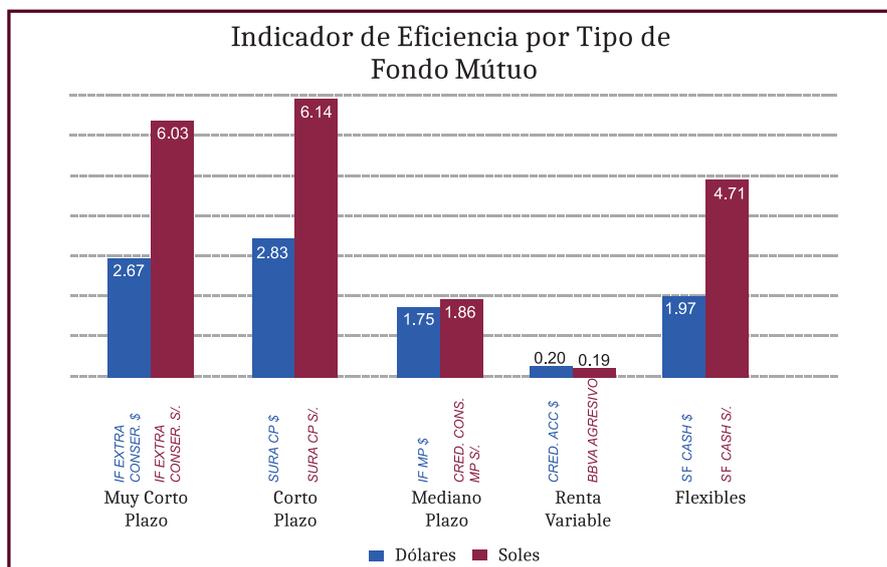
“IF Mediano Plazo” (en moneda extranjera) y “Credicorp Capital Conservador Mediano Plazo Soles” fueron los más eficientes en el periodo de muestra.

En conclusión, los datos obtenidos reflejan un análisis simple sobre la eficiencia de las Sociedades Administradoras en la gestión de los portafolios de los distintos tipos de fondos mutuos, mostrándonos cuánto de rendimiento promedio obtuvieron por cada unidad de riesgo. Así, aquel fondo que presenta un mayor indicador, probablemente tiene una mejor gestión sobre su portafolio. Cabe resaltar que no es el único indicador para medir la eficiencia del portafolio de un fondo mutuo.

Patrimonio administrado según tipo de fondos mutuos (millones S./.)			
Tipo de Fondo Mutuo	Dic-17	% Participación	Partícipes (miles)
Instrumentos de Deuda	20,906.86	70.45	335.04
Renta Mixta y Variable	724.58	2.44	14.82
Fondo de Fondos	1,157.34	3.91	9.09
Fondos Garantizados y Estructurados	1,081.68	3.65	7.50
Fondos Flexibles	5,803.05	19.56	76.76
<b>Total</b>	<b>29,673.1</b>		<b>443.21</b>

Fuente: SMV. Elaboración propia.

Figura 1:



Fuente: SMV. Elaboración propia.

# El Value At Risk y su aplicación en la medición del riesgos de interés estructural



**Abel García García**

Gerente de Riesgos de Mercado en Prima AFP

La Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) propone un modelo para la medición del Riesgo de Interés Estructural basado en los acuerdos de Basilea (1988) para el valor económico (valor patrimonial en riesgo), pero con algunas limitaciones; no obstante, existen otros modelos alternativos que pueden mejorar esta metodología regulatoria. Por ejemplo, la metodología Value at Risk–el cálculo del capital económico por Riesgo de Interés Estructural– surge como una opción relevante; ya sea, en resultados o en procedimientos para la medición del Riesgo de Interés Estructural para el valor económico.

## Comparación de modelos

Por ello, se debe hacer una comparación entre ambos modelos. Así, en primer lugar, utilizamos la información del Anexo 07 de Riesgo de Interés que todos los bancos, que se encuentran dentro del sistema financiero peruano, reportan a la SBS con frecuencia mensual. Aquí hallamos el cálculo de la metodología regulatoria de Valor Patrimonial en Riesgo (VPR). En segundo lugar, se calcula el Value at Risk para el valor económico utilizando una simulación de curvas de tasas de interés. Este proceso implica construir escenarios de curvas y tasas de interés con un procedimiento probabilístico denominado Componentes Principales; ya que con estas curvas se pueden calcular distintos valores económicos descontando los flujos del Anexo 07. Después se ubica la máxima pérdida esperada a

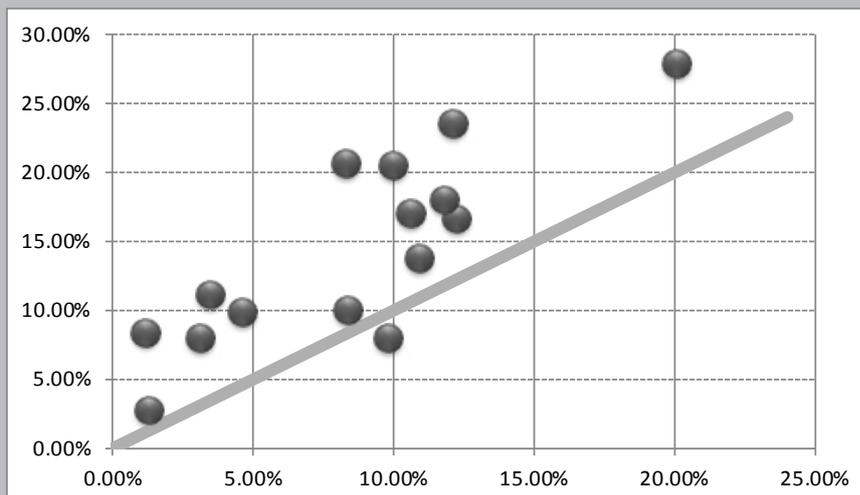
un percentil determinado. Finalmente, se examinan las posibles diferencias – si fuese el caso de que existan o sean significativas– así como se analizan los puntos de encuentro o separación entre ambas metodologías.

Las métricas básicas del riesgo de interés estructural para el valor económico (el Valor Patrimonial en Riesgo (VPR) del sistema bancario peruano en diciembre de 2011 es de 12.15% del patrimonio efectivo total). La Sensibilidad de Valor Económico (SVE) es de 3.93% del patrimonio efectivo total y el Capital Económico (CE) es 17.68% del patrimonio efectivo total. Se observó que el perfil de riesgo se diferencia por la metodología que se emplea, distinta por cada una de las métricas, en especial cuando se compara el Valor Patrimonial en Riesgo (VPR) con la metodología de Capital Económico (CE) calculado por el método de Com-

ponentes Principales. Así, tres bancos muestran cifras normales con el enfoque de la metodología regulatoria, pero rebasan el límite referencial cuando se mide el Capital Económico (Citibank, Interbank, Banco de Comercio). Además, otro banco (Scotiabank) mantiene su nivel de más alto Riesgo de Interés Estructural bajo las dos metodologías, por ello, se muestra que la metodología regulatoria subestima el Riesgo de Interés Estructural Real. Así, notamos que el modelo regulatorio (VPR) es útil y funciona como una aproximación, pero no está completo. La diferencia de 45% entre los resultados agregados del VPR y el CE muestra este aspecto. Esto es así porque el modelo regulatorio solo recoge un tipo de riesgo: el riesgo de descalce, pero no recoge otros tipos de riesgos básicos como el riesgo de curva y el riesgo de base.

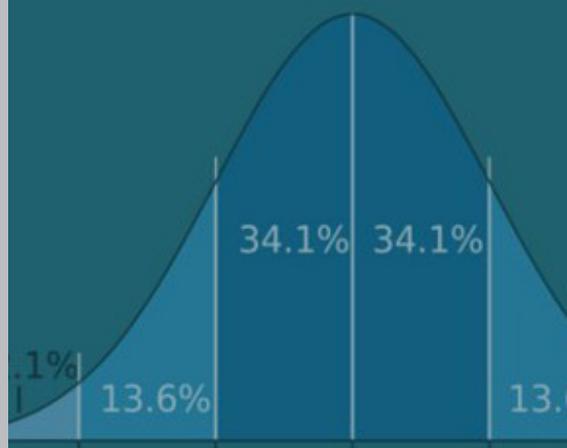
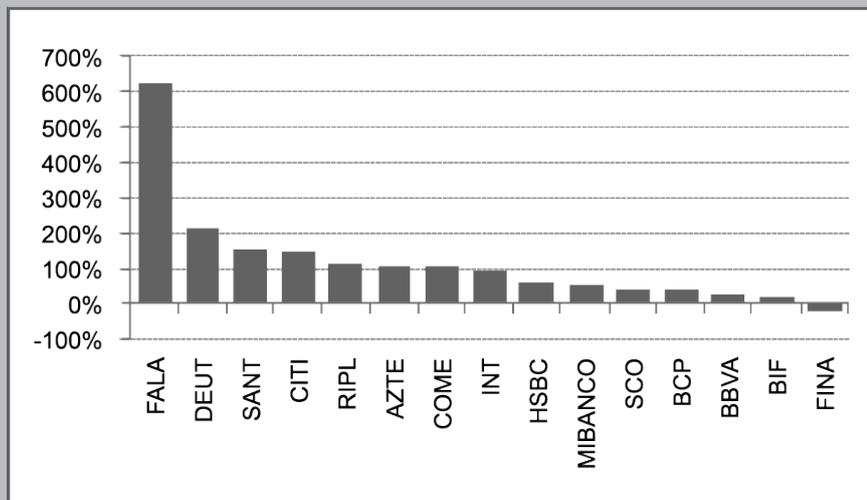
**Figura 1: Capital Económico (CE) y Valor Patrimonial en Riesgo(VPR) por banco, en porcentaje**

Salvo un caso (Banco Financiero) todos los pares ordenados están por encima de la línea de 45°, aunque algunos incrementos son mayores que otros. Si se observa el porcentaje de incremento del capital económico sobre el VPR se obtiene lo siguiente:



**Figura 2: Capital Económico sobre VPR, en porcentaje**

Banco Falabella, por ejemplo, muestra un capital económico superior en más de 600% a su valor patrimonial en riesgo. Para Deutsche Bank, la cifra supera el 200%. Lo contrario ocurre con el Banco Financiero, en cuyo caso, el capital económico es menor al VPR en 19%. Una visión distinta se tiene cuando se compara la diferencia simple entre el capital económico y el VPR, es decir, banco por banco.



## Conclusiones y recomendaciones

Se considera que la simulación de escenarios mediante la metodología de Componentes Principales como el procedimiento más eficiente para la construcción de escenarios de tasas de interés. La gran eficacia que tiene esta simulación es que los escenarios almacenan todo lo que está sucediendo en la economía local y mundial, mientras que el modelo regulatorio asume sensibilidades constantes sin actualizaciones.

Al mismo tiempo, se proponen alternativas de mejora en la metodología regulatoria, que se basan en la búsqueda de la precisión, en la distribución por tramos de vencimiento de los epígrafes del balance, la mayor precisión de algunos tipos de flujos (prepagos, reprecios, tasas de interés, flujos a tasa libre) y mediciones más ácidas (por ejemplo, mejorando el perímetro de medición, los escenarios de curvas por banco y comparaciones contra el TIER1). Así, también, los análisis adicionales (escenarios de stress, planes de contingencia) y el uso del Value at Risk para la medición del capital económico por riesgo de interés estructural.

De manera más concreta pueden abrirse los epígrafes en categorías más detalladas: ser más incisivos en los supuestos que cada banco realiza para hacer una estimación del plazo, en los que los saldos de las partidas sin vencimiento contractual vencerán. Además, puede pedirse una actualización constante de estos supuestos, cuya frecuencia sea anual o bianual, de tal manera que reflejen la realidad dinámica de cada uno de los bancos del sistema.

Banco	VPR	CE	DIF
CITI	3.27%	20.60%	12.33%
INT	12.10%	23.46%	11.36%
COME	9.96%	20.50%	10.54%
DEUT	3.50%	11.12%	7.61%
SCO	20.08%	27.81%	7.73%
FALA	1.14%	8.32%	7.17%
HSBC	10.63%	16.95%	6.32%
MIBANCO	11.81%	17.96%	6.15%
RIPL	4.62%	9.79%	5.17%
SANT	3.09%	7.92%	4.83%
BCP	12.25%	16.62%	4.37%
BBVA	10.90%	13.67%	2.78%
BIF	8.35%	10.02%	1.66%
AZTE	1.27%	2.65%	1.38%
FINA	9.83%	8.01%	-1.82%

**Tabla 1: Capital económico sobre VPR, en diferencia simple**

Lo que quiere decir el cuadro anterior es que para un banco que comienza con un nivel de VPR de 10.90% (tomando como ejemplo a BBVA Continental), el cálculo del capital económico es de 13.67%, lo que implica una diferencia de 2.78% respecto al patrimonio efectivo. Cuanto mayor sea la diferencia más impacto en el cambio metodológico o, dicho de otra manera, mayor cantidad de "riesgo" no medido por la metodología regulatoria. Se deberá tener mayor atención en los cuatro bancos más riesgosos. Lo anterior recalca el hecho de que el perfil de riesgo de interés estructural del sistema es diferente. Así, los bancos que parecen tener riesgos adecuados con la medición del VPR muestran más exposición con la medición del CE. Esto, inclusive, podría tener efectos en la medición de los requerimientos patrimoniales.



**FACULTAD DE INGENIERÍA  
ECONÓMICA, ESTADÍSTICA Y  
CIENCIAS SOCIALES**

- Ingeniería Estadística



**FACULTAD DE INGENIERÍA  
INDUSTRIAL Y DE SISTEMAS**

- Ingeniería Industrial
- Ingeniería de Sistemas

**FACULTAD DE INGENIERÍA  
QUÍMICA Y TEXTIL**

- Ingeniería Química
- Ingeniería Textil



**FACULTAD DE INGENIERÍA DE PETRÓLEO,  
GAS NATURAL Y PETROQUÍMICA**

- Ingeniería Petroquímica
- Ingeniería de Petróleo y Gas Natural

**FACULTAD DE INGENIERÍA  
GEOLÓGICA, MINERA Y  
METALÚRGICA**

- Ingeniería Geológica
- Ingeniería Metalúrgica
- Ingeniería de Minas



**FACULTAD DE INGENIERÍA MECÁNICA**

- Ingeniería Mecánica
- Ingeniería Mecánica y Eléctrica
- Ingeniería Naval
- Ingeniería Mecatrónica



**FACULTAD DE ARQUITECTURA,  
URBANISMO Y ARTES**

- Arquitectura



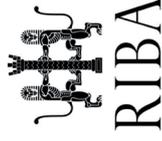
**FACULTAD DE INGENIERÍA  
CIVIL**

- Ingeniería Civil



**FACULTAD DE CIENCIAS**

- Ingeniería Física





**UNIVERSIDAD  
NACIONAL DE  
INGENIERIA**

**Facultad de Ingeniería  
Económica, Estadística  
y CCSS**



**Círculo de  
Mercado de  
Capitales**



## RESEÑA

La revista UNI FINANCE es el resultado de un gran esfuerzo de trabajo y compromiso de parte de quienes conforman el Círculo de Mercado de Capitales (CMK) y que ahora se presenta ante el sector financiero como una fuente de investigaciones y espacio de debate sobre temas de coyuntura financiera, en el cual daremos a conocer nuestro punto de vista y consideraciones que creemos necesarias para optimizar el mercado de valores en nuestro país.

## NUESTROS PROYECTOS



**REVISTA**

**BOLETÍN**



# MSC

**Master of Science**

**Agosto  
2018**

- CIENCIAS ACTUARIALES
- INGENIERÍA FINANCIERA
- ECONOMETRÍA BANCARIA Y FINANCIERA
- GESTIÓN CUANTITATIVA DE RIESGOS FINANCIEROS

MAESTRÍAS PARA ANALISTAS FINANCIEROS

ESCUELA CENTRAL  
DE POSGRADO UNI

UNIDAD DE  
POSGRADO FIEECS

**LABORATORIO DE ALTOS  
ESTUDIOS FINANCIEROS  
LAEF-BLOOMBERG**

**Julio y Agosto 2018**

- Formación de TRADERS de inversión
- Certificado en el Manejo de Bloomberg Aplicado - CMBA
- Certificado de Gestor de Portafolios de Renta Fija con Bloomberg
- Performance Attribution