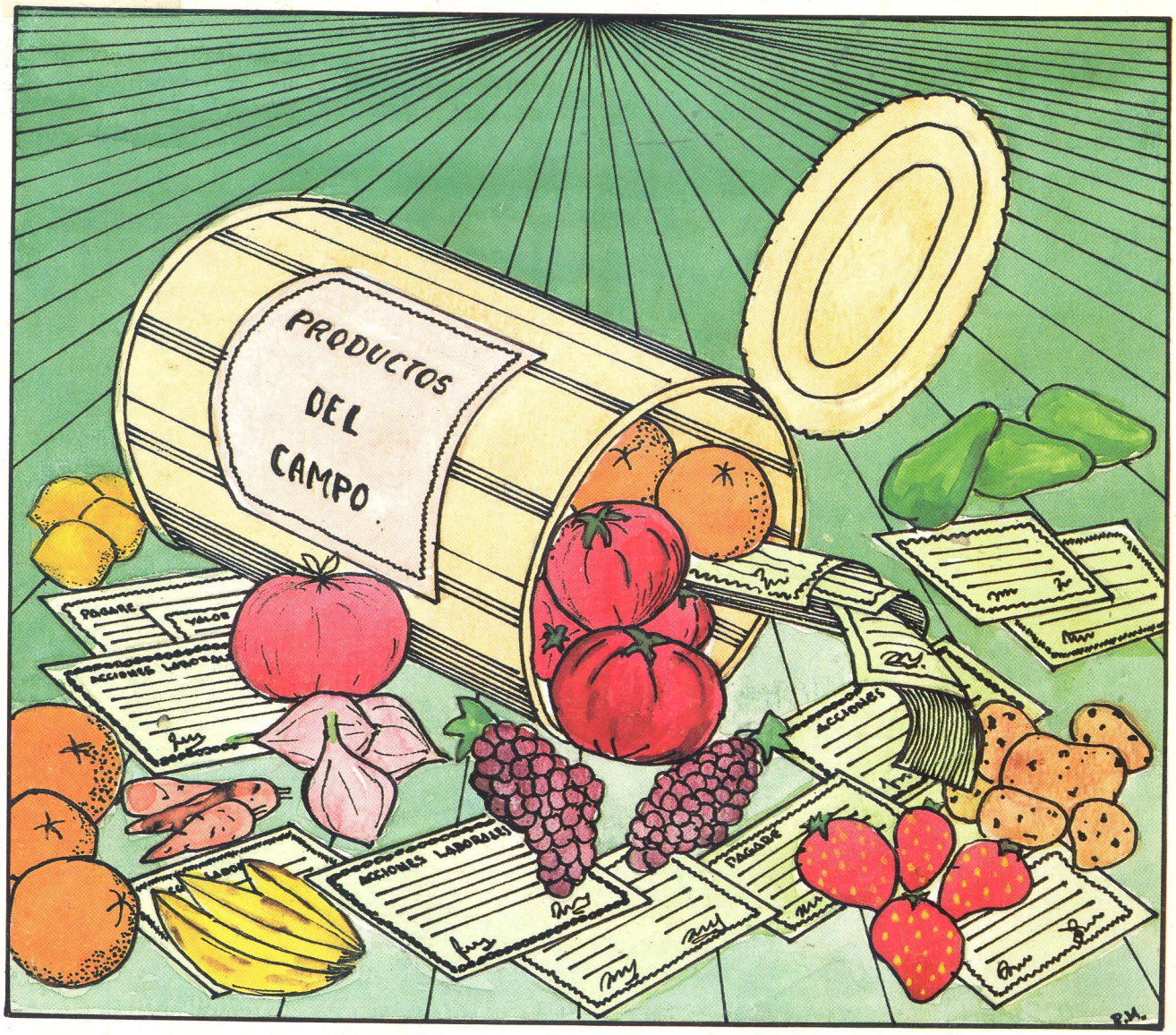
REV
VAL
04
FEB
1990
SMV / IGOI
005117

CONASEV
VALORES
Revista de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores
Nº 4
Lima, Febrero — Abril de 1990

Leasing y Factoring




# Agro–industria: Opciones financieras en Mercado de Valores

• Actualidad • Técnica • Análisis • Consultoría

# VALORES

*Año I - Nº 4 Feb. — Abr. 1990*

**Revista de difusión y promoción del Mercado de Valores, publicada por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores — CONASEV**

**Director:**
Raúl Alcalde Scharff
Presidente del Directorio de CONASEV

**Consejo Editorial:**
Jorge Rodríguez Gálvez
Gerente General de CONASEV

Jesús Alvarado Hidalgo
Jesús Cepero Muñoz
Daniel Cumpa León
Rolando Gutiérrez Castillo
Jorge Torres Díaz

**Redacción y Edición Periodística:**
Daniel Cumpa León
Reg. CPP Nº 1288

**Arte y Diagramación:**
Miguel Osaki Zapata

**Fotografía:**
Severo Huaicochea Díaz
Reg. CPP Nº 1234

**Colaboradores:**
Maryelena Mendoza P.
Rosario Fernández Loayza
José Luis Revilla León

**Corrección:**
Wilsen Marchán Alvarado

**NOTA.-** Los artículos bajo firma son de responsabilidad de sus autores.

**Dirección:**
Av. Santa Cruz Nº 315
Miraflores — Lima
Telf.: 47-0925
Télex: 21386 PE CONASEV

Telefax: 469517
Casilla Postal Nº 1153
Impresión:
Grafía Editores e Impresores


# SUMARIO

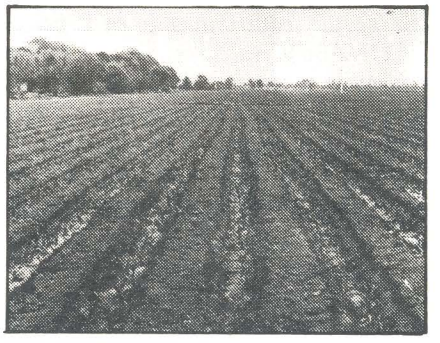

2 Editorial

## ACTUALIDAD

*Manuel Romero Caro.*

3 Entrevista a Manuel Romero Caro, ex-ministro de Industria y Turismo
8 Comentario Económico
10 El Mercado de Valores como instrumento de política económica
12 Mesa de Negociación: Intermediación directa

## TECNICA

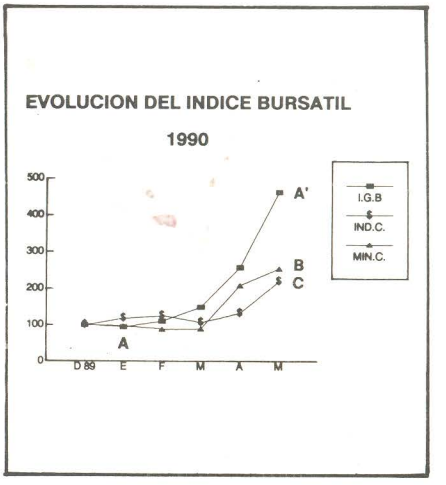


*Agro-industria, nueva opción.*

13 Leasing
17 Mercado de Opciones
19 Memoranda Financiera
23 Factoring
24 Autonomía Financiera

## ANALISIS

26 ¿Cómo financiar al sector agropecuario?




31 Instituto Peruano de Mercado de Capitales

## CONSULTORIA

34 Evaluación de los valores inscritos en Bolsa
37 Derecho Económico
39 Terminología bursátil

40 VALORES Responde...

*El debate político, al calor del proceso electoral que vive el país, ha centrado sus baterías en los aspectos básicos de la economía. Junto con los programas generales y planteamientos específicos, se reclama el origen, la escuela, el sello ideológico de donde se nutren los postulados.*

*Dentro de este panorama, el debate político termina generalmente caricaturizando la economía, dándose el caso que determinadas medidas que pueden resultar perfectamente complementarias terminan antagonizándose al calor de la polémica y del color del cristal con que se mira.*

*Al margen del intríngulis político y desde el impulso institucional por alcanzar propuestas de carácter técnico para enfrentar los retos que competen a nuestra actividad, consideramos pertinente señalar que en las condiciones en que se debate actualmente nuestra economía no es posible lograr su estabilización si no se releva con claridad, como parte de ésta política, el rol que le corresponde jugar al mercado de valores.*

*En efecto, la denominada "banca paralela" ha impuesto sus distorsiones en la economía del país y el dólar informal ejerce una influencia importante en el panorama económico actual. En tal sentido, la correcta canalización de los recursos que la desintermediación financiera coloca fuera del sistema formal, así como un correcto tratamiento de los instrumentos de corto plazo pueden constituir, junto con una serie de otras medidas, los elementos para mantener en forma sostenida el desarrollo del mercado de valores en sus segmentos bursátil y extrabúrsatil.*

*Pero, no se trata únicamente de tomar en cuenta lo que es factible perfeccionar dentro de lo que ya está funcionando, sino, de crear nuevas opciones que den lugar a un mayor dinamismo del mercado dentro del proceso de estabilización de la economía nacional.*

*En esa perspectiva, el financiamiento de la agro–industria mediante la creación de instrumentos del mercado de valores, constituye una opción que debe replantearse y decidirse, en tanto existen diversas posibilidades para lograr ese objetivo. Incluso, la Asociación Peruana de la Jojoba, a través de su presidente Eduardo Ronalds Dogny, ha formulado propuestas concretas para que las empresas agrícolas puedan recurrir al capital de riesgo mediante oferta pública y con la participación de la Bolsa en la cotización de las respectivas acciones.*

*También dentro de ese objetivo es que CONASEV plantea la creación del Instituto Peruano de Mercado de Capitales, cuyo impulso y concretización constituyen todo un reto.*

*Por lo mismo para seguir contribuyendo en la permanente labor de difusión y promoción que CONASEV realiza, superados los problemas que ocasionaron el retraso de este número y con la normalización de las ediciones de "VALORES", entregamos a nuestros lectores una entrevista con Manuel Romero Caro, que si bien se realizó a fines de febrero último, mantiene su actualidad y vigencia en lo sustantivo. Igualmente un artículo sobre el tema de la agro–industria, un informe amplio sobre "leasing" y Memoranda Financiera actualizada, entre otros destacados temas.*

*Miraflores, abril de 1990*

*Eco. JORGE RODRIGUEZ GALVEZ*
*Gerente General de CONASEV*

ENTREVISTA

# ROMERO CARO: Bolsa, dólar y economía nacional

Autor de un reciente trabajo sobre el dólar y su influencia en la economía nacional, el doctor Manuel Romero Caro, exministro de Industria y Turismo del gobierno actual, vuelve aquí sobre el tema y aborda, además, aspectos centrales relacionados con el Mercado de Valores y las implicancias para el mundo bursátil que generarán las medidas económicas que se adopten a partir del próximo 28 de julio. Acerca de las políticas económicas en cierne, Romero Caro asume una posición crítica, plantea desideologizar el manejo de los instrumentos de política económica y propone alternativas sujetas, también, a debate.

*Dr. Manuel Romero Caro, considera inevitable un severo ajuste en la política económica.*

ENTREVISTA: Daniel Cumpa León

**VALORES.— Dr. Manuel Romero Caro, ¿cuál es su apreciación acerca de por qué habiéndose producido en el mercado bursátil tasas de rendimiento más altas que el dólar la gente sigue refugiándose en la moneda norteamericana y no en las operaciones bursátiles?**

MANUEL ROMERO CARO.— Bueno, en 1989 el dólar libre cedió el primer puesto al rendimiento bursátil. En promedio, hemos estimado que el rendimiento bursátil fue más o menos 64% anual, en términos reales. En el caso del dólar libre, el incremento promedio mensual fue de 23.3% versus un promedio mensual de inflación de 32.3%, que arroja una pérdida en patrimonio de 56%, pero esto si se mide en términos promedio la devaluación del dólar libre, si lo que se mide es punta-punta, es decir el caso de la persona que tuvo un dólar desde el 1o. de enero hasta el 31 de diciembre, la pérdida del patrimonio se potencializa y llega hasta el 74%. Prácticamente tres cuartas partes de su patrimonio perdió una persona que jugó a ganar con la devaluación del dólar libre.

A esto hay que agregarle que muchas veces el mantener esta tenencia en dólar libre le genera utilidades ficticias y hay que tributar sobre utilidades ficticias, porque son utilidades que nunca se generaron. Así empezó el 89, que cerró con un tipo de cambio bastante elevado en 1988 y, luego, en enero descendió sustantivamente.

Adicionalmente se pierde la rentabilidad alternativa que hubieran obtenido esos recursos de no haberse mantenido en dólares.

Quizás 1989 sea recordado como el peor año para los que jugaron al dólar libre, no solamente por estas razones sino porque su evolución estuvo caracterizada por continuos espasmos cambiarios: hubo hasta 4 oportunidades en que el dólar subió a niveles que superaban el 20%, 25% y 30%, cantidades que luego disminuirían. Sin embargo, a pesar de eso, la gente juega a la especulación, al colapso cambiario.

**V.— Siempre queda la interrogante en el sentido de por qué la gente no concurre a la Bolsa?**

M.R.C.— Son varias las razones. No sé si el orden de importanciaa sea el siguiente, pero al menos algunos de los factores relevantes pueden ser: Primero, para el ahorrista e inversionista común y corriente la Bolsa es un mercado muy sofisticado, y lo ven un poco más allá de sus conocimientos. Para especular con el

dólar, todos los días tienen los datos en el periódico, la radio los transmite cada dos horas, y eso le da más seguridad y les permite tomar el pulso a su inversión. Invertir en la Bolsa lo ven como algo sofisticado: un día baja, otro día sube, cómo es el asunto del revalúo de los activos fijos, las acciones liberadas, el reparto de dividendos, etc.

Un segundo elemento es que la propia Bolsa y, por qué no decirlo, las instituciones vinculadas a la Bolsa también tienen la culpa porque no se respetan los derechos de los inversionistas y vamos a poner ejemplos porque no me gusta hablar generalidades: un aspecto central es la transparencia en la Bolsa de Valores y, a consecuencia de esta aguda iliquidez que hay en el sistema, ya hemos visto que se ha producido el primer incumplimiento en las operaciones de reporte.

Otro aspecto que atenta contra la inversión en Bolsa es que, así como las empresas tienen que decidir entre el juego a mayor margen unitario y menor volumen o juego a menor margen unitario y mayor volumen, es decir: ¿roto mis inventarios? ¿vendo más?, ¿qué escojo: vendo a un precio mayor y vendo menos unidades o bajo mis precios y vendo más unidades? Esa es una elección a la que se enfrentan todos y, evidentemente, con las tasas de interés fuertemente positivas de hasta 14 ó 15 puntos encima de la inflación, obviamente todo el mundo está tratando de quemar stocks, rotar inventarios, porque en una situación de crisis ningún activo se puede dar el lujo de permanecer inactivo. Esa misma elección pasa en la Bolsa y yo creo que desgraciadamente a veces escogen a jugar a mayor margen y menor volumen. Eso pasa con las comisiones: el cobro de la comisión mínima, tengo entendido, está ahora en I/. 110,000.00. Esto es sumamente grave para este mercado, saca de carrera a los ahorristas pequeños.

Un tercer tema es en relación con los accionistas minoritarios. Creo que a veces se abusa en el desface que pueda existir en la capitalización de los excedentes de revaluación de activos fijos y el reparto de las acciones liberadas.

> *muchas veces el mantener esta tenencia en dólar libre le genera utilidades ficticias y hay que tributar sobre utilidades ficticias...*

Alrededor de estas ideas podemos encontrar alguna de las explicaciones de por qué la gente no acude al mercado bursátil, aunque últimamente con las operaciones de corto plazo se ha animado bastante el mercado.

**V.— ¿Qué suerte le vaticina usted a los cheque-dólares, por qué no han tenido una mayor acogida?**

M.R.C.— La gente muchas veces piensa que los verdes son los verdes. Es extraño porque, a diferencia de las demás operaciones de corto plazo, que representan un crecimiento impresionante, los cheque dólares se han quedado un poco. Me parece que la mayor operación con cheque-dólares es de IBM, por un millón de dólares, me parece.

La Bolsa de Valores está reemplazando al sistema bancario y yo creo que va a ser motivo de preocupación porque en otras latitudes los bancos hacen eso. Creo que a raíz del impuesto del 1% y del 12.5% sobre algunos rubros de ingresos, que los bancos no consideraban en sus cálculos, el propio proceso de hiperinflación, el proceso de iliqudez, etc., no solamente han producido una reformulación de sus costos de captación, sino que su estructura de depósitos y el costo promedio han aumentado, produciendo una pugna tremenda por la liquidez. Hay instituciones que están pagando prácticamente, a la vista, 32%. O sea, hay manera de hacerlo, ¿no? Entonces, la banca ha perdido una serie de otras líneas tradicionales de ingreso y creo que la banca puede ser un competidor para este tipo de operaciones de corto plazo. Sí creo que la banca, en un instinto de supervivencia, podría orientarse y empezar a desarrollar este tipo de operaciones. Hemos visto cuán activos han estado una serie de bancos en este tipo de operaciones de corto plazo y algunos de ellos han estado en déficit de encaje.

**V.— La creación de un mercado que trabaje estrechamente con el de valores, ¿constituye una amenaza para el sistema bancario?**

M.R.C.— Yo creo que todo monopolio es malo. Cuando uno es el único no hay ninguna posibilidad de ser el mejor, porque es el único. Entonces, creo que la competencia es saludable. No creo que sea una amenaza. Los bancos tienen tantos o mayores recursos como para poder hacer una labor similar y yo creo que la competencia sería sumamente saludable en este sentido. Pero, sí creo que en el presente año la evolución del mercado bursátil puede ser diferente que la del año pasado, bastante diferente...

**V.— Sobre todo por lo que puede ocurrir en julio?**

M.R.C.— Bueno, no solamente por lo que va a ocurrir en julio, porque estamos teniendo un avant-premiere ahora. Bueno, me refiero a que desde el ejercicio anterior pero con mayor pronunciamiento el año pasado, las empresas han tenido unos excedentes de liquidez impresionantes, excedentes de liquidez que han provenido básicamente de un asunto, aunque podríamos mencionar otros de menor importancia, que ha sido la significativa ausencia no sólo de nuevas inversiones sino de inversiones para mantenimiento y reposición de equipo. Ni siquiera se está reivirtiendo los montos generados por concepto de depreciación, la depreciación se está tornando líquida. Y eso es lo que da mayor liquidez a las empresas, se están comiendo su patrimonio. Si a eso le sumamos

nosotros la liquidez proveniente de otro tipo de fuentes, de los beneficios sociales, etc., etc., tendremos que las empresas han tenido una extraordinaria liquidez...

**V.— A propósito de liquidez, ¿cómo afecta al mercdo de valores la falta de circulante?**

M.R.C.— Por la situación económica en la que estamos y por la etapa pre-electoral es obvio que toda nuestra liquidez se va a traducir en una presión sobre el dólar paralelo. Y ya estamos viendo cómo la iliquidez está afectando al mercado de valores. Por primera vez se ha incumplido una letra, incumplimiento en operaciones de reporte, se cayó la Bolsa en febrero, se ha recuperado un poco ahora. Si sigue la situación de iliquidez es evidente que la Bolsa se va a ver afectada.

**V.— ¿Qué va a pasar a partir de julio de 1990?**

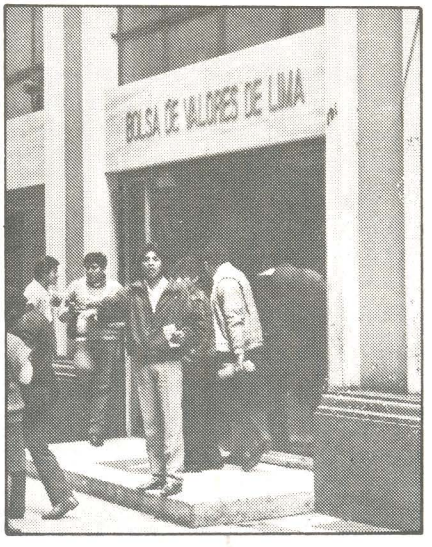
M.R.C.— Evidentemente, cualquiera que sea el gobierno que entre en el segundo semestre, al margen de las declaraciones electorales, va a tener que realizar un severo ajuste en la política económica, va a tener que corregir unos desequilibrios en los precios relativos, y hay que ver cómo afecta eso al Mercado de Valores.

**V.— ¿De qué va a depender?**

M.R.C.— Eso va a depender naturalmente de si es exitoso o no el programa económico que va a desarrollar el próximo gobierno. Se podría decir que si es exitoso y si las acciones están muy baratas en términos de dólares, podría ser una buena oportunidad para poder adquirir acciones a ese precio.

Por otro lado, difícilmente la política de reparto de dividendos, en efectivo me refiero, va a ser similar a las del 89 y años anteriores. Hemos asistido a un proceso histórico de récord de reparto de dividendos, producto de una desacertada decisión que se efectuó con la famosa reforma tributaria, en el momento en que más se necesitaba orientar los capitales hacia la inversión y no hacia el consumo, se eliminaron los incentivos tributarios a la reinversión y se eliminaron los incentivos a la capitalización de utilidades. Todo el resultado ha sido pues un reparto récord de dividendos.

*"Yo creo que todo monopolio es malo".*



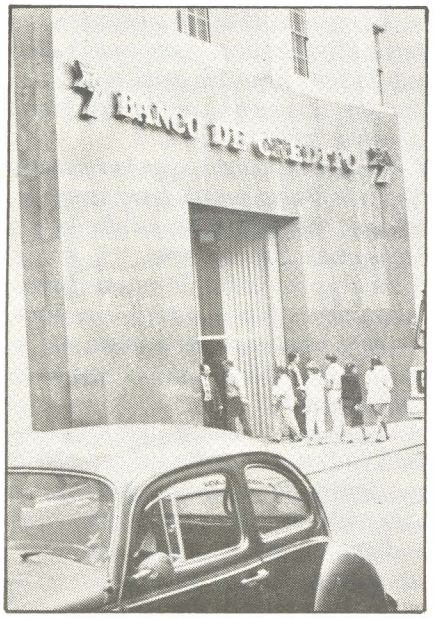

*Toda política económica tiene efectos sobre las actividades de la Bolsa de Valores.*

Lo que sucede es que para repartir dividendos tiene que haber utilidades y liquidez, y tal como van las cosas no van a haber ni utilidades ni liquidez.

**V.— Usted ha dicho que la tendencia en la Bolsa no va a ser como la del año pasado y se sustenta en cuestiones circunstanciales, como el incumplimiento de operaciones de reporte. ¿No le parece un poco forzada una caracterización así y un vaticinio diferente sólo en base a tales hechos?**

M.R.C.— Si entra el FREDEMO, que todo indica que sería así, es obvio que dentro de su programa de ajuste para evitar que los precios privados se disparen, si los precios controlados y los no controlados suben en la misma magnitud, entonces no hemos hecho nada. Para que funcione el sistema tienen que caer los precios privados y para que esto ocurra deben caer tres cosas: gastos financieros, mano de obra y utilidades. Como los gastos financieros no van a caer, sino por el contrario, subirán, significa que tienen que caer mano de obra y utilidades.

Hemos visto en varios ajustes anteriores que los empresarios van a tratar de incrementar en la medida de lo posible, en la medida en que el mercado les permita, sus precios, eso es normal y natural. Para evitar eso, el programa económico que se está anunciando va a tener que posibilitar una apertura en la economía. O sea, bajar los aranceles y eliminar los incentivos tributarios al CERTEX, etc., etc. ¿Para qué? Para que compita el producto nacional con el producto importado. Pero, al hacer eso qué va a pasar. Lo que va a pasar es que se va a repetir la experiencia del 81: es fácil bajar los aranceles y eliminar los incentivos tributarios, pero no es fácil, porque tiene un costo político muy elevado, eliminar las distorsiones internas. Se va a hacer lo primero, pero no lo segundo, y esto va a afectar severamente al aparato productivo, pero severamente. Y como es una economía liberal, resulta evidente que se va a afectar a aquellas empresas en la




*"Los bancos tienen tantos o mayores recursos como para poder hacer una labor similar..."*

gran parte del aparato productivo nacional y gran parte de ese aparato productivo nacional son las empresas cotizadas en Bolsa.

Esto no quiere decir que las inversiones en la Bolsa necesariamente no sean rentables. Es cuestión de saber elegir, pero eso implica un mayor grado de conocimiento, un mayor grado de sofisticación, un mayor grado de orientación para los inversionistas.

**V.— En caso que asuma el gobierno el FREDEMO, ¿cree que la especulación con el dólar, ante el anuncio de una alza tremenda, haga correr a los inversionistas bursátiles?**

M.R.C.— Es evidente que algo de eso va haber. El FREDEMO continuamente está publicitando el tipo de medidas que va a tomar. Eso no solamente lo hace por transparencia, lo cual está bien, es correcto, ojalá todo el mundo fuera transparente, sino que es una manera inteligente de notificar a los agentes económicos y hacer que el ajuste se adelante, y que se adelante de facto.

**V.— Lo cual implica generar una mayor inflación, pues, de acuerdo con un reciente estudio de ESAN que analiza la influencia del dólar...**

M.R.— Sí, claro. El estudio de ESAN dice, básicamente, que entre los factores que explican el incremento de precios vinculados al alza del dólar, y el diferencial entre el dólar oficial y el paralelo explican más o menos como el 26%, no me acuerdo con precisión, pero es entre el 25% ó 26%; la emisión, creo de 8% ó 9%, y el factor fundamental, más del 50%, es la inercia. La inercia es: yo subo precios en función de la inflación pasada. O para decirlo de una manera un poco más criolla: yo subo precios hoy día porque sé que mi vecino me va a subir mañana. Pero el mayor problema no lo veo por ahí, sino por otro lado: en materia de política cambiaria, porque ese es el tema, FREDEMO tiene dos opciones: una es la flotación, es decir que la oferta y la demanda determine el precio del dólar, que aparentemente no sería la alternativa más fuerte, pero es una alternativa, y la otra es el overshooting, o sea, poner el tipo de cambio por encima del nivel de paridad. Entonces, lo que sucede con el overshooting, es lo mismo que ocurre con todos los overshootings: que el tipo de cambio se va a poner tan caro que las importaciones van a caer violentamente y todo el mundo va querer no solamente exportar sino adelantar cobranzas de exportación. Se va a producir una impresionante ganancia de reservas que al monetizarse va a generar un nivel de emisión muy significativo. Si a este hecho le agregamos el siguiente, que el FREDEMO ha anunciado un programa de saneamiento previo, preestabilización, mediante el cual va a recomprar todas las obligaciones que está dejando el gobierno, es decir, la desactivación de la bomba de tiempo. Hay una serie de obligaciones indexadas, deudas cruzadas entre empresas públicas, etc., etc., que es obvio que se van a tener que rescatar antes de que se inicie el programa de estabilización. Básicamente se explica porque si va a haber un disparo inflacionario muy fuerte y uno no sabe en cuánto tiempo pueda bajar la inflación, obviamente los que tengan esas obligaciones indexadas van a cabalgar por encima de todo el hipo inflacionario y con lo cual evidentemente la deuda interna llega a cantidades impresionantes, que fue lo que pasó en Argentina. Pero, para poder recomprarlas hay que hacer maquinazo, no hay otra. Si tiran un maquinazo para recomprar esas obligaciones y se suma la ganancia de la emisión, el maquinazo producto de origen externo de ganancia de reservas del overshooting, tenemos cantidades impresionantes de emisión, que podrían, si no son esterilizadas o congeladas, provocar una explosión inflacionaria. Si se esterilizan y se congelan empezamos con los problemas porque se empieza a romper la luna de miel. Fuera de que hay que ver hasta qué punto los empresarios que están apoyando al FREDEMO van a pagar su cuota de sacrificio, porque como le expliqué antes, frente al aumento de los precios controlados tienen que caer los precios privados.

**V.— Dígame: ¿una política de "shock" puede tener éxito en el Perú?**

M.R.C.— Bueno, yo no creo que sea una cuestión de etiqueta. Si yo le contesto **sí**, me va a llevar al costo social, al progama de compensación, etc., si le contesto **no**, me va a llevar al gradualismo y la ineficiencia de las políticas actuales. Yo sí creo que va a tener que hacerse un ajuste. Y que hay varios factores a considerarse en esto. El primero, evidentemente, que el monopolio de las experiencias, de la sabiduría y la adecuada política económica no se encuentra concentrada en el FREDEMO. ¡No! Al margen de las propagandas electorales de "la inteligencia en acción", "los más buenos", "los más carismáticos", "los más inteligentes"...

Una primera cosa que me parece fundamental es lograr un mínimo de consenso. Un programa económico no puede tener ninguna posibilidad de éxito si es que una mayoría de la población o de los partidos políticos no está de acuerdo con ello. Es evidente que hay que reducir las discrepancias y por lo tanto creo que

una concertación, algunos gestos hacia la oposición, quien quiera que ésta sea, tendría que ser un elemento fundamental en todo programa económico.

Un segundo elemento, es evidente que son los famosos programas de compensación social. Y, en ese sentido me parece que hay un exceso de confianza y una sobreestimación acerca de la ayuda internacional, por parte del FREDEMO.

Por otro lado, es necesario tener en cuenta que es más fácil parar una hiperinflación desatada que una hiperinflación que no ha sido desatada. Me explico. Todo proceso de hiperinflación tiene tres etapas: la primera, que la moneda nacional es un instrumento que conserva el poder adquisitivo, obviamente esa etapa ya la pasamos; la segunda, se indexa la economía a un determinado parámetro; y, tercera, que se para, ya ni siquiera está indexada sino que se para. Entonces, en estas circunstancias, si usted hace un overshooting ya entre el tipo de cambio se puede detener la inflación muy rápidamente. Pero si usted no tiene esos elementos de juicio y el incremento del dólar paralelo no explica más más que una pequeña parte o una porción minoritaria del incremento de los precios, es evidente que usted tiene que actuar sobre otros factores. En tanto y en cuanto el proceso esté maduro uno tiene que aplicar las herramientas de política económica que estén acordes con el estado de la economía que esté vigente al 28 de julio. Entonces, usted ve: no es lo mismo una política económica con grado de indexación plena que sin grado de indexación plena. Entonces, si hay mayor de indexación al dólar es evidente que, por ejemplo, la política del overshooting funcionaría. Si las cosas se mantuvieran en el nivel actual, por ejemplo, el dólar paralelo solamente explica una pequeña parte, es obvio que no solamente hay que usar el overshooting sino que hay que actuar sobre otras variables. Lo que pasa es que se sobresimplifica el análisis y ponemos etiquetas, entonces, hay que desideologizar el manejo de los instrumentos de política económica. Acá parece que estamos llegando a una situación ridícula en la que si alguien habla de control de precios es un izquierdista, un radical, y si alguien habla de flotación es un derechista. No. Los instrumentos de política económica son eso: ¡instrumentos! No se trata de política de derecha, de izquierda, ortodoxa o heterodoxa, sino de medidas de política económica que funciona y que ayuden a solucionar la crisis actual.

> *Lo que pasa es que se sobresimplifica el análisis y ponemos etiquetas, entonces, hay que desideologizar el manejo de los instrumentos de política económica...*

*Edificio del Ministerio de Economía y Finanzas.*

**V.— Que ayuden a solucionar no solamente el problema de la inflación sino el problema estructural que es el problema de crecimiento también, ¿no?**

M.R.C.— Bueno, es evidente que debe haber una complementación entre medidas de corto y de largo plazo. Pero hay que **estabilizar** como una primera prioridad, y a la vez que se estabiliza hay que dar algunos pasos que tiendan hacia reformas estructurales que son impostergables. Una de las cosas positivas de esta crisis es que el margen de diferencias se va reduciendo. Yo no creo que nadie en el Perú, desde el FREDEMO hasta la Izquierda Unida, por ejemplo, estén en aptitud de decir que está satisfecho con el sistema tributario vigente. Es obvio que hay que entrar a una reforma tributaria violenta, que simplifique la maraña de tributos en que estamos y que se siguen distorsionando. El gobierno, todos los días, frente a su angustia de no poder cumplir, crea impuestos dirigidos: a las universidades, a las fuerzas armadas, etc., etc., impuestos que, evidentemente, dentro del marco de una reforma se van a tener que desaparecer. Es evidente, por lo tanto, que hay que eliminar exoneraciones. Es evidente que hay que aumentar los instrumentos de fiscalización. Es obvio que hay que mejorar la institucionalización de todo el sistema de administración tributaria, no solamente la parte administrativa de fiscalización, el tribunal fiscal, etc., etc.

**V.— Muchas gracias, doctor.**

M.R.C.— Bien, a ustedes.

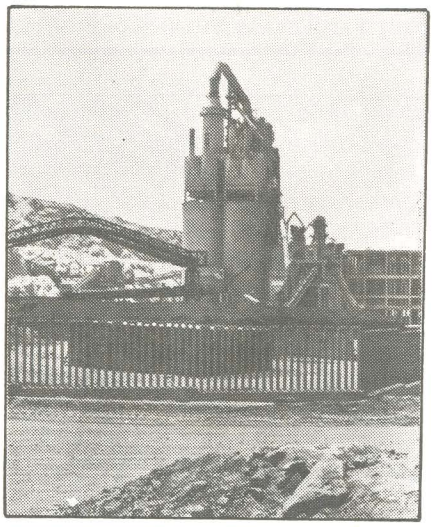
# Comentario Económico

Las expectativas inflacionarias puestas de manifiesto en la aceleración del índice de precios al consumidor, que creció en 209% en los cuatro primeros meses del año, constituye uno de los factores que han caracterizado el inicio de la década de los 90. Como efecto de dicha situación, las operaciones en busca de ganancias de corto plazo, propias de épocas de inflación, han sido las preponderantes en el período, si tenemos en cuenta que los intercambios en Mesa de Negociación se incrementaron a US$ 3 millones diarios al finalizar abril, en comparación a US$ 1 millón diario del mes de diciembre de 1989. Dichas transacciones se han realizado con papeles de renta fija, cuyo rendimiento sobrepasó en 7 y 8 puntos porcentuales el nivel de la inflación mensual. Tal hecho, si bien significó una mayor rentabilidad para el inversionista, elevó los costos financieros de las empresas agravando su situación financiera.

Es necesario tener presente que muchas empresas han orientado sus excedentes de liquidez y sus recursos, que debían ser utilizados en la producción de bienes y servicios, a la búsqueda de ganancias especulativas, inducidas también por la reducción en la demanda agregada.

La preferencia por las operaciones de corto plazo, ha determinado que el monto negociado en el mercado bursátil bordee los US$ 49 millones a abril, de los cuales el 96% se ha intercambiado en la Mesa de Negociación, siendo los títulos más importantes las letras aceptadas, que representan el 33% de lo transferido en Mesa y las letras giradas que explicaron el 22%.

Como se podrá apreciar las limitaciones en la liquidez de la economía no ha afectada mayormente las transacciones en la Mesa de Negociación, más bien dicha situación ha ocasionado problemas en el pago de



*Ritmo de crecimiento de las actividades productivas ha disminuido.*

*Por: Jesús Alvarado Hidalgo*

los vencimientos de los títulos de corto plazo, lo cual se ha solucionado recurriendo a los remates de los valores en garantía.

El monto negociado en las operaciones de Rueda de Bolsa, si bien es cierto explicó el 5% del movimiento bursátil de los cuatro primeros meses del año, significó 80% más de lo intercambiado en similar período de 1989. Las transacciones de dicho mercado se han realizado con precios al alza, si consideramos que las cotizaciones de los valores, a abril, crecieron en 157.75% con relación a diciembre de 1989, medidas sobre la base del índice general de precios de la Bolsa de Valores de Lima. Tal comportamiento ha sido influenciado por el repunte de los precios de las acciones comunes y laborales del sector industrial y diversas, cuyas variaciones bordearon el 26% y 16%, respectivamente, con relación a los de cierre de 1989.

El segundo aspecto resaltante, en el período que se analiza, es la iliquidez del sistema financiero, ocasionada principalmente por la desaceleración en el ritmo de crecimiento de las emisiones primarias, el aumento de las importaciones y deterioro de las exportaciones, la orientación del dinero a la adquisición de dólares, así como la preferencia por las transacciones en la Mesa de Negociación y en el mercado informal. La emisión primaria entre enero y abril decreció en términos reales en 33%, y los créditos del BCR al sistema financiero, se deterioraron en 3% en el mismo período. Lo más saltante en esta coyuntura es el crecimiento de las importaciones que bordearon los US $ 1,000 millones, en el primer trimestre de 1990, efectuadas a dólares MUC, en contraste con la reducción de las exportaciones.

Con la finalidad de contrarrestar el crecimiento del mercado informal de crédito se elevó la tasa de interés mensual activa y pasiva del sistema financiero de 24% a 30% y de 21% a 25% respectivamente.

Si bien como consecuencia del pase de partidas de importación al MUC, se alentó el crecimiento del PBI, llegando a 17% en el mes de febrero último, los problemas antes anotados, principalmente la inflación, la iliquidez, el crecimiento del costo financiero y la preponderancia de las operaciones especulativas, aunadas al pase del 70% de las partidas de importación al dólar libre, han determinado la disminución del ritmo de crecimiento de las actividades productivas, que se ha reflejado en la disminución del empleo de mano de obra, maquinaria y equipo, así como del nivel de las inversiones, constituyéndose en detonantes de conflictos sociales, con las consiguientes paralizaciones laborales, las que sumadas a los actos de sabotaje y terrorismo han agravado la situación de deterioro de las actividades económicas.

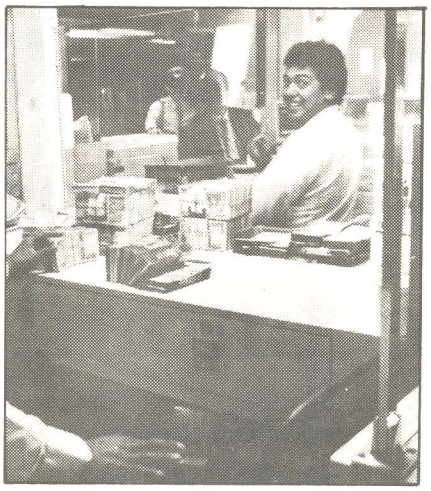
El problema fiscal se ha agudizado al reducirse drásticamente los ingresos frente al crecimiento soste-

nido de los gastos, al punto que tanto los agentes económicos como políticos están de acuerdo en elevar la presión tributaria hasta 15% ó 18% del PBI. Como es conocido, el desequilibrio fiscal es ocasionado principalmente por la política de subsidios a los productos considerados básicos, que son generalmente los que distorsionan los precios relativos, dándose el caso que un litro de gaseosa vale 1.5 veces más que un galón de gasolina. Para paliar dicha situación al finalizar 1989, se dispuso la retención del 10% de los dividendos distribuidos a los accionistas que sean personas naturales, tratándose de acciones laborales la retención sería a los tenedores que no mantengan vinculación con la empresa emisora. En el mismo sentido se ha orientado la disposición que incrementa el impuesto general a las ventas a 15%, así como el alza en 20 puntos porcentuales del impuesto a las bebidas gaseosas y cerveza, y el reajuste en 201% de la UIT.

Asimismo, se ha incrementado en 1% la tasa de impuesto a la compra–venta de moneda extranjera, el impuesto a los débitos en cuenta corriente fue aumentado a 2% y se elevó a 20% la tasa del impuesto selectivo al consumo que afecta los ingresos de las instituciones financieras. Las empresas clasificadas en el régimen simplificado, vieron aumentar el impuesto general a sus ventas a 10%. También se creó el impuesto extraordinario de 3% que grava la diferencia entre los activos y pasivos de las empresas.

Igualmente, con la finalidad de aliviar las cargas al fisco y al mismo tiempo solucionar el problema del financiamiento de las actividades universitarias, por Ley No. 25302, se creó el Fondo Especial de Desarrollo Universitario, con recursos provenientes del 1% que grava las operaciones afectadas con el Impuesto General a las Ventas, 1% sobre los servicios de electricidad, teléfonos, seguros y publicidad, así como 1% sobre los honorarios que perciben los que ejercen la actividad profesional.

El reajuste en los combustibles, en 100% y 131% para la gasolina de



*La banca estatal fue favorecida con diversas medidas.*

84 y 95 octanos, respectivamente, efectuado en cuatro oportunidades durante el período que se comenta, así como la indexación al Sueldo Mínimo Legal y a la Unidad Impositiva Tributaria de las tarifas de los principales servicios públicos, constituye una clara intención de buscar precios relativos reales y, por esa vía, acelerar el equilibrio de la Caja Fiscal.

Con relación al mercado de cambios, las medidas respecto al dólar se han orientado básicamente a evitar bruscas alzas y al mismo tiempo a mantener las reservas en un nivel prudente. En ese sentido, se han dado disposiciones que han influenciado en las expectativas por el dólar en el mercado paralelo, tales como la entrega del valor de las exportaciones a razón de 60% en CLD y 40% en CBME.

Asimismo, se incrementó el costo por internamiento temporal de insumos que utilizan los exportadores para la elaboración de sus productos, al determinar el precio en función del CLD en lugar del MUC como se venía efectuando. Además el BCR dispuso el pase del 70% de las partidas de importación del dólar MUC al dólar paralelo, se aceleró el ritmo de devaluación del dólar MUC a 1% diario y se dejó sin efecto la compra anticipada de moneda extranjera establecida en noviembre de 1989.

Durante este período se dieron medidas para fortalecer la Banca Estatal. De un lado, se incrementó el capital del Banco de la Nación de I/. 4,500 millones a I/. 400,000 millones y del Banco Industrial de I/. 1,500 millones a I/. 50,000 millones; y, de otro, el Estado asumió la deuda externa del Banco Minero por US$ 54 millones.

En el plano laboral, las medidas se han orientado a mantener el poder adquisitivo de la población, al autorizar los reajustes salariales mensuales del sector público y privado no sindicalizado, en proporciones cercanas a la inflación, así como al reajustar el Ingreso Mínimo Legal y Vital en 222% y 167%, respectivamente, en los cuatro primeros meses del año. Además del impuesto a los dividendos ya mencionados anteriormente, durante los meses de enero y febrero se dictaron dos medidas relacionadas directamente con el mercado de valores. La primera es relativa a la ampliación, hasta el mes de diciembre, del régimen tributario que exonera de impuestos a las ganancias de capital de los instrumentos de corto plazo intercambiados en la Mesa de Negociación, aprobado por Decreto Supremo No. 02-90-EF. La segunda medida se refiere a la restitución de los derechos accionarios a los abonados de la Cía. Peruana de Teléfonos, realizada con el doble objetivo de superar la crisis en la gestión de dicha compañía, así como de fomentar el accionariado difundido en las empresas.

*En el plano laboral, las medidas se han orientado a mantener el poder adquisitivo de la población al autorizar los reajustes salariales...*

# El Mercado de Valores como instrumento de política económica

*Por: José Luis Revilla León*

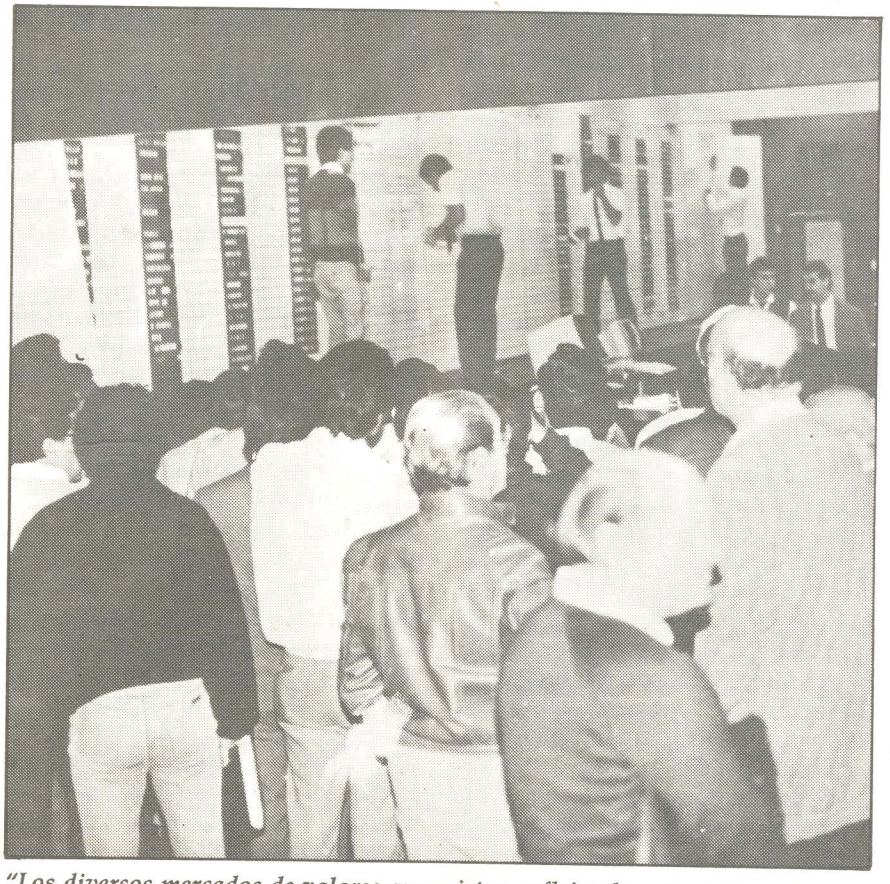
El Mercado de Valores al participar en el proceso de acumulación posibilita la canalización de los excedentes de la economía entre los diferentes agentes que intervienen en el proceso económico de un país. No obstante, la mencionada participación no es homogénea, existiendo una marcada diferencia entre los países desarrollados y los países en desarrollo, lo cual responde al carácter estructural de cada economía.

Los diferentes mercados de valores que existen, reflejan la estructura socio–económica en la cual se desarrollan, así como las diversas políticas económicas que sobre dichas estructuras se aplican. Así, éstas políticas afectan las decisiones de los diferentes grupos socio–económicos, los que tiende a modificar las estructuras, muchas veces imperceptiblemente.

De esta manera, nuestra economía basada principalmente en el desarrollo del mercado interno para el crecimiento económico, tiende a una mayor oferta de productos exportables, con el objetivo de nivelar nuestra balanza de pagos. Para esto se genera un proceso de intensificación del traslado y asignación de los recursos financieros, en el que no se utiliza adecuadamente el Mercado de Valores, dando lugar a su incipiente crecimiento, reflejo del centralismo y concentración de la actividad financiera del país.

En tal sentido, el argumento de que Mercado de Valores en el Peru es incipiente" (The Economist Abr-89), para la adopción de medidas de política económica o financiera, **no resulta objetivo, por cuanto la poco significativa participación en el traslado de recursos financieros,** obedece precisamente a la marginación que el Mercado de Valores ha sufrido en decisiones de este tipo, y no precisamente a las ventajas que ofrece dicho segmento en el sistema financiero. Es decir, se estaría desestimando un mecanismo en razón de su evolución y no en razón del mecanismo en sí.

Es entonces que el empleo adecuado del Mercado de Valores como instrumento de política económica constituiría un paliativo a la actual coyuntura, dado que este segmento posee una participación significativa en la liquidez del Sistema Financiero (Cuadro Nº 1).



*"Los diversos mercados de valores que existen, reflejan la estructura socio–económica en la cual se desarrollan..."*

Este porcentaje representativo de la captación y colocación directa de recursos monetarios, sugiere el eficiente empleo de las alternativas a las que accede el inversionista cuando se le ofrece conformar una cartera adecuada a las necesidades de liquidez y retorno de su inversión, haciendo frente de esta forma a los efectos desfavorables que se generan cuando estos excedentes se canalizan hacia el mercado paralelo de dólares, presionando sobre el precio de esta moneda, así como la presión sobre el costo del dinero cuando se dirigen hacia la "banca paralela" y de "segundo piso".

Cabe agregar que aún cuando no se toma en cuenta el Mercado de Valores como instrumento de política fiscal, monetaria, etc., los efectos de éstas, sí influyen decisoriamente en la evolución del Mercado de Valores, lo cual avala nuestra apreciación acerca de la falta de objetividad para desestimar el Mercado de Valores dentro de los lineamientos de una política económica.

Máxime si, como se ha demostrado con la dación del D.S. 123–88–EF y su posterior prórroga con el D.S. 002–90–EF, los resultados obtenidos a través de disposiciones que incentivan tributariamente la transacción de ciertos títulos en la Mesa de Negociación de la Bolsa de Valores, excluyendo del Impuesto a la Renta a los ingresos netos generados por tales operaciones, demuestran que, considerando al Mercado de Valores en los lineamientos de política económica, se puede conseguir efectos positivos en la búsqueda de encontrar soluciones a los problemas coyunturales de nuestra economía.

Así tenemos que, si observamos la evolución de la Mesa de Negociación en 1983, (fecha de su creación), determinamos que sólo a partir de 1989 (Cuadro Nº 2), cuando se dictan políticas de medidas tributarias orientadas hacía el Mercado de Valores, el volúmen de negociación alcanza niveles significativos durante ese año, y en lo que va del presente, constituyéndose en un paliativo a la creciente magnitud del Sistema Financiero, lo que nos sugiere que multiplicando mecanismos como el mencionado, e insertándolo en un marco de política económica coherente, puede servir como eficiente herramienta para corregir distorsiones de nuestro flujo financiero.

**CUADRO Nº 1**
**IMPORTANCIA DEL MERCADO DE VALORES**
**(En Porcentajes de la Liq. Sist. Finan.)**

| AÑO | % |
|---|---|
| 1982 | 22 |
| 1983 | 21 |
| 1984 | 17 |
| 1985 | 24 |
| 1986 | 24 |
| 1987 | 18 |
| 1988 | 20 |
| 1989 | 40.3 |

FUENTE: BCRP, CONASEV
ELABORACION: CONASEV

**CUADRO Nº 2**
**MOVIMIENTO MESA DE NEGOCIACION**
**(Valores Reales = 1979)**

| AÑO | (Miles de Intis) |
|---|---|
| 1983 | 976 |
| 1984 | 3,301 |
| 1985 | 4,635 |
| 1986 | 1,898 |
| 1987 | 839 |
| 1988 | 365 |
| 1989 | 34,783 |
| 1990 | |
| Acumulado | 27,848 |
| Enero | 8,276 |
| Febrero | 10,861 |
| Marzo | 8,711 |

FUENTE: BCRP, CONASEV
ELABORACION: CONASEV

En el plano estrictamente técnico, la movilización de recursos monetario, a fin de que el Mercado de Valores interactúe como intermediador del mismo, podría ser explicada mediante la ecuación de Cambridge, donde se mide al acumulación del capital (g), a través de la propensión del ahorro (Sc) y el ratio de ganancias ($\pi$), donde:

$$g = Sc\ \pi$$

Esto permite sensibilizar las ganancias de capital y de ahorro a través de determinados mecanismos, modalidades e instrumentos del Mercado de Valores.

> *En tal sentido, el argumento de que "el Mercado de Valores en el Perú es incipiente" ("The Economist" Abr–89), para la adopción de medidas de política económica o financiera, no resulta objetivo...* ”

En suma, creemos que el Mercado de Valores constituye una herramienta más del manejo de política financiera, que adecuadamente orientado, contribuiría al propósito de la requerida estabilización para generar un adecuado proceso de acumulación; por cuanto, al igual que el Mercado de Dinero y el Mercado de Divisas, son mercado sustitutos.

# MESA DE NEGOCIACION: Intermediación directa

**En las últimas semanas, a raíz del encaramiento de las actividades de la denominada "banca paralela", las operaciones propias de la Mesa de Negociación, segmento extrabursátil de la Bolsa de Valores de Lima, fueron confundidas y, en algunos casos, catalogadas como evidencia de "banca paralela". Este desliz, posteriormente aclarado, es abordado con mayor detalle por el autor del presente artículo.**

*Escribe: Armando Chappell Quintana*

La Mesa de Negociación es un mecanismo establecido con la finalidad de organizar el mercado extrabursátil, pues, posibilita la negociación directa de títulos no inscritos en las Bolsas de Valores.

El funcionamiento de la Mesa de Negociación se rige por la Resolución CONASEV No. 130–82, mediante la cual se encargó a la Bolsa de Valores de Lima organizarla y reglamentarla. La Mesa inició sus operaciones en 1983, y sólo los Agentes de Bolsa, las sociedades corredoras y sus correspondientes operadores pueden participar como intermediarios en dichos mercados.

En los últimos meses el volúmen de las negociaciones con instrumentos de corto plazo (letras, pagarés, cheques en dólares, etc.), en la Mesa de Negociación, registraron un acelerado crecimiento debido a la mayor participación de empresas en los diferentes sectores productivos que requieren de financiamiento para su capital de trabajo y encuentran en Mesa un mercado oportuno, ágil y de acceso rápido para la obtención de recursos financieros.

Simultáneamente al crecimiento de este mercado han surgido confusiones sobre su naturaleza. Así, hay quienes sostienen, equivocadamente, que la Mesa de Negociación es una modalidad de "banca paralela", cuando en realidad es un mercado formal, donde la canalización de los recursos financieros se realiza en forma **directa**, a través de un Agente de Bolsa legalmente autorizado, y donde el "costo del dinero" es determinado por las fuerzas del mercado, es decir, es un mercado de instrumentos de corto plazo formal y competitivo.

En lo que respecta a la "banca paralela", se ha visto disminuida y limitada por el crecimiento de la Mesa de Negociación y del mercado de letras que se desarrolla en ésta (1). Las causas fundamentales de este hecho radican en el menor nivel de riesgo que enfrentan los inversionistas en Mesa, así como a los mayores niveles de rendimiento y transparencia en lo que se refiere al conocimiento de los niveles de endeudamiento e imagen o situación financiera de las empresas que se financian en este mercado.

Pero, la Mesa de Negociación, alternativa formal de financiamiento e inversión, no sólo ha limitado el crecimiento de la "banca paralela", sino que ha contribuido en cierto sentido a la corrección de las distorsiones existentes en el mercado de dinero, al constituirse en un "eficiente distribuidor del crédito". Por qué? Porque para tener acceso a la Mesa de Negociación no es tan relevante la importancia o dimensión que posea la empresa en el mercado, sino una imagen de "buen pagador", característica que hoy se constituye en la mejor carta de presentación en el mercado, más aún cuando la iliquidez afecta a los flujos de efectivo de las empresas, dificultándoles el cumplimiento de sus obligaciones.

Otro efecto importante de la Mesa de Negociación, es el haber contribuido, en cierta forma, al proceso de desdolarización de la economía al evitar que el circulante que hoy se canaliza hacia este mercado, se traslade al mercado de dólares provocando presión sobre el tipo de cambio de la citada unidad monetaria.

La Mesa de Negociación es un mecanismo tan formal que incluso las entidades bancarias y financieras participan no sólo como inversionistas sino como entes que respaldan las letras a través del otorgamiento de avales o cartas–fianza, o aceptando letras, reduciendo así los niveles de riesgo del mercado

> *mercado oportuno, ágil y de acceso rápido para obtener recursos financieros.*

En resumen, la Mesa de Negociación es un segmento del Mercado de Valores que se erige como alternativa formal de financiamiento e inversión, reuniendo las características de un mercado competitivo, seguro, transparente y líquido, que ha limitado la expansión de la "banca paralela" y el proceso de dolarización de la economía.

(1) Véase: "La desintermediación financiera", estudio elaborado por la Gerencia de Mercado de Valores de CONASEV – Biblioteca de CONASEV.

# Experiencia de financiamiento en el Perú (1982 – 1988)

# LEASING

*Por: Amador Castro Mejía*

El arrendamiento financiero o leasing, consiste en operaciones de empresas financieras, bancarias o entes especializados en esta modalidad, que vienen a cubrir la brecha existente entre la oferta y demanda de financiamiento en el mediano plazo, apoyando de este modo los programas de inversiones del sector productivo, actividad que juega un rol importante para la economía.

## ANTECEDENTES

Para darle mayor impulso a su desarrollo en nuestro país, el gobierno promulgó el Decreto Ley 212, modificado y actualizado a las nuevas condiciones económicas a través del Decreto Legislativo N° 299 promulgado en 1984, estableciéndolo como un contrato mercantíl que tiene por objeto la "locación de bienes muebles o inmuebles" por una empresa **locadora** (ente financiero), para el uso de la **arrendataria** (unidad económica), en el lugar, forma y demás condiciones que acuerden ambos.

Por el uso del activo la arrendataria realizará pagos periódicos a la Locadora, así mismo tendrán la opción de adquirir definitivamente dichos bienes por el valor pactado en el contrato. Con este financiamiento pueden beneficiarse todas aquellas empresas que no cuentan con los recursos suficientes para lo cual solicitarán a una empresa que brinde el servicio de arrendamiento financiero, la compra de los mismos según las características que presenten y el proveedor respectivo.

## MODALIDAD COMO SE FINANCIA LA "LOCADORA"

La locadora financia a cualquier empresa deficitaria de excedentes, pero a su vez el Decreto Ley 299 permite que las empresas de arrendamiento financiero, financien estas operaciones mediante dos mecanismos: Accediendo a los fondos promocionales establecidos o que se establezcan en el futuro, el Banco Central de Reserva o cualquier otra institución de crédito, así como las líneas de intermediación financiera actuales o futuras, provenientes de instituciones financieras del país.

*Los programas de inversiones del sector productivo son apoyados por las operaciones de leasing.*

## EVOLUCION DE LAS COLOCACIONES DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO 1982 – 1988

En la actualidad las colocaciones del sistema financiero se han caracterizado por canalizar los recursos de inversión productiva. En

CUADRO Nº 1
COLOCACIONES DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO: 1986 – 1988
(En Miles de Intis)

| AÑOS | 1986 | | 1987 | | 1988 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| EMPRESAS | MONTO | % | MONTO | % | MONTO | % |
| Financiera San Pedro S.A. | 366,278 | 16.8 | 705,672 | 18.7 | 11'655,460 | 31.9 |
| Financiera de Crédito del Perú S.A. | 906,858 | 41.7 | 899,959 | 23.9 | 8'835,495 | 24.2 |
| Peruinvest Cía de F. é Inv. S.A. | 295,868 | 13.6 | 1'025,131 | 27.2 | 5'900,545 | 16.2 |
| Sogewiese Leasing S.A. | 310,577 | 14.3 | 541.613 | 14.4 | 3'948,648 | 10.8 |
| Banco Latino | 123,028 | 5.6 | 214,880 | 5.7 | 3'241,400 | 8.9 |
| Financiera Peruana S.A. | 60,150 | 2.8 | 198,170 | 5.3 | 2'136,167 | 5.9 |
| Banco de Comercio | 21,871 | 1.0 | 119,891 | 3.2 | 663,609 | 1.8 |
| Financiera Sudamericana S.A. | 76,487 | 3.5 | 41,448 | 1.1 | 81,926 | 0.2 |
| Lima Leasing S.A. | 14,200 | 0.7 | 25,046 | 0.5 | 26,643 | 0.1 |
| TOTAL | 2'175,317 | 100.0 | 3'771,810 | 100.0 | 36'489,893 | 100.0 |

FUENTE: EE/FF Memorias de las Empresas Bancarias y Financieras Inscritos en Bolsa.

especial las operaciones de arrendamiento financiero o leasing, viene constituyéndose como uno de los instrumentos más importantes de capitalización empresarial de mayor utilización en la canalización de recursos desarrollados por las empresas bancarias, financieras y por aquellas empresas especializadas como el caso de la empresa peruana Sogewiese Leasing S.A. los que vienen cubriendo la brecha existente entre la oferta y demanda del financiamiento en el mercado; apoyando positivamente las inversiones de la actividad productiva en la adquisición de bienes de capital.

Las 9 principales empresas que operan en el país entre las más importantes destacaremos: Financiera San Pedro S.A., Financiera de Crédito del Perú S.A., Peruinvest, Cía. De Fomento e Inversiones S.A., Sogewiese Leasing S.A., Banco Latino, Financiera Peruana S.a., Banco de Comercio, Financiera Sudamericana S.A. y Lima Leasing S.A. Estas empresas han contribuido al fortalecimiento de la capacidad instalada del sector industrial del país, a través de los servicios que presta.

En el cuadro Nº 1 se aprecia la evolución que viene experimentando las colocaciones de arrendamiento financiero realizado por las empresas arriban mencionadas cuyo crecimiento fue de 33.4% y 867.4% en los años 1987 y 1988.

> ***En la actualidad las colocaciones del sistema financieros se han caracterizado por canalizar recursos de inversión productiva...***

Considerando las colocaciones efectuadas por la empresa Sogewiese Leasing en 1989, las operaciones de arrendamiento financiero alcanzará un incremento del orden del 3,000% con relación a 1988.

En dicho cuadro se puede apreciar que en 1988 cinco empresas lideran el mercado, encabezado por Financiera de San Pedro S.A. con 31.9%, Financiera de Crédito con 24.2%, Peruinvest con 16.2% Sogewiese Leasing S.A. con 10.8% y Banco Latino con 8.9%.

## DESTINO DE LAS COLOCACIONES DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO POR SECTORES ECONOMICOS EN EL PAIS: 1982 – 1988

En el cuadro Nº 2 se aprecia el destino de las colocaciones de Arrendamiento Financiero por sectores económicos. Por esta modalidad el sector industrial se ha beneficiado en promedio del 42.1% del total de los recursos durante el pe-

## CUADRO Nº 2
## DESTINO DE LAS COLOCACIONES DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO POR SECTORES ECONOMICOS
## PERIODO: 1982 – 1988

| AÑOS / SECTORES | 1982 | | 1983 | | 1984 | | 1985 | | 1986 | | 1987 | | 1988 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | MONTO | % | MONTO | % | MONTO | % | MONTO | % | MONTO | % | MONTO | % | MONTO | % |
| Agricultura, Caza y Pesca | 45,205 | 2.82 | 102,859 | 4.27 | 157,181 | 2.74 | 249,065 | 2.97 | 211,956 | 0.95 | 85,277 | 0.52 | 76,271 | 3.15 |
| Minería | 232,443 | 14.50 | 382,770 | 15.89 | 861,628 | 15.02 | 651,594 | 7.77 | 885,752 | 3.97 | 897,049 | 5.47 | 204,842 | 8.46 |
| Industria Manufacturera | 818,520 | 51.06 | 970,777 | 40.30 | 1'887,893 | 32.91 | 2'241,585 | 26.73 | 13'306,356 | 59.64 | 9'944,615 | 60.64 | 566,101 | 23,38 |
| Electricidad, Luz y Agua | 67,970 | 4.24 | 38,301 | 1.59 | 22,946 | 0.40 | 162,689 | 1.94 | 147,253 | 0.66 | 68,878 | 0.42 | 19,128 | 0.79 |
| Construcción | 36,710 | 2.29 | 148,628 | 6.17 | 333,866 | 5.82 | 187,847 | 2.24 | 919,219 | 4.12 | 428,025 | 2.61 | 154,963 | 6.40 |
| Comercio | 138,344 | 8.63 | 289,306 | 12.01 | 952,265 | 16.60 | 1'215,974 | 14.50 | 2'514,464 | 11.27 | 1'692,421 | 10.32 | 939,950 | 38.82 |
| Transporte y Almacenamiento | 12,824 | 0.80 | 120,685 | 5.01 | 707,888 | 12.34 | 1'748,487 | 20.85 | 1'564.010 | 7.01 | 1'649,783 | 10.06 | 129,540 | 5.35 |
| Finanzas, Seg. y Serv. Empr. | 231,802 | 14.46 | 308,577 | 12.81 | 655,112 | 11.42 | 1'464,200 | 17.46 | 2'204,340 | 9.88 | 1'267,676 | 7.73 | 310,411 | 12.82 |
| Servicios Soc. y Comunales | 19,237 | 1.20 | 46,973 | 1.95 | 157,755 | 2.75 | 464,586 | 5.54 | 557,778 | 2.50 | 365,707 | 2.23 | 20,097 | 0.83 |
| TOTAL | 1'603,055 | 100.0 | 2'408,876 | 100.00 | 5'736,534 | 100.00 | 8'386,027 | 100.00 | 22'311,128 | 100.00 | 16,399,431 | 100.00 | 2'421,303 | 100.00 |

FUENTE: EE/FF y Memoria 1987– 1988 presentado por la empresa. Expediente Nº 664/89.

## CUADRO Nº 3
## EVOLUCION DE LAS COLOCACIONES DE LEASING POR TIPO DE EQUIPOS (BIENES DE CAPITAL)
## (DISTRIBUCION PROCENTUAL)

| AÑOS / TIPO DE B. DE CAPITAL | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Equipo de Transporte | 14.76 | 21.06 | 20.05 | 17.19 | 13.13 | 18.53 | 11.41 |
| Equipos Electrónicos | 36.03 | 30.76 | 27.84 | 39.84 | 18.49 | 16.37 | 20.34 |
| Equipos Médicos Quirurgicos | — | — | — | 1.23 | 0.41 | 0.38 | 0.69 |
| Equipo de Oficina | 0.48 | 0.56 | 2.31 | 2.38 | 0.57 | 0.42 | 0.55 |
| Eq. para Agro–Industria | 1.22 | 2.76 | 2.42 | 1.58 | 0.86 | 1.56 | 1.02 |
| Equipos Eléctricos | 0.67 | 0.78 | 0.72 | 1.74 | 2.56 | 2.48 | 31.36 |
| Equipos Industriales | 32.91 | 22.95 | 21.79 | 17.73 | 49.82 | 46.36 | 10.50 |
| Equipo de Carga | 10.99 | 18.99 | 18.08 | 16.02 | 7.32 | 4.49 | 7.45 |
| Equipos Varios | 2.94 | 2.14 | 2.85 | 1.36 | 3.25 | 5.75 | 5.09 |
| Inmuebles | — | — | 3.94 | 0.93 | 3.59 | 3.66 | 11.59 |
| TOTAL | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

CUADRO Nº 4
COMPOSICION DE LAS COLOCACIONES DE EQUIPOS INDUSTRIALES

| AÑOS / EQUIPOS INDUSTRIALES | % de Equip. Indust. | | | % Cartera Neta | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1986 | 1987 | 1988 | 1986 | 1987 | 1988 |
| TEXTIL | 15.38 | 20.25 | 25.63 | 7.66 | 9.39 | 2.69 |
| Para Trat. Cueros y Calzados | 2.88 | 3.40 | 7.05 | 1.44 | 1.58 | 0.74 |
| Para Trat. de Metales | 14.09 | 16.81 | 21.62 | 7.02 | 7.79 | 2.27 |
| Para Trat. Piedras y Cerámicas | 0.14 | 0.72 | 0.30 | 0.07 | 0.33 | 0.03 |
| Para Trat. Papel y Cartón | 19.02 | 12.24 | 9.56 | 9.48 | 5.67 | 1.00 |
| Para Trat. Imprenta | 9.65 | 6.24 | 11.72 | 4.81 | 2.89 | 1.23 |
| Para Trat. de Plásticos | 15.27 | 6.59 | 8.47 | 7.61 | 3.06 | 0.89 |
| Para Otras Industrias | 2.52 | 5.60 | 0.69 | 1.25 | 2.60 | 0.08 |
| Para la Indst. Quim. Farmac. | 0.71 | 0.47 | 0.21 | 0.35 | 0.22 | 0.02 |
| Para Industria Cervecera | 20.34 | 27.68 | 14.75 | 10.13 | 12.83 | 1.55 |
| TOTAL | 100.0 | 100.0 | 100. | 49.82 | 46.36 | 10.50 |

FUENTE: Memoria y EE/FF 1987–1988 de las Empresas Financieras y Bancarias.

*(Viene de la pág. 14)*

ríodo, sigue en orden de importancia la actividad comercial con 16%, las instituciones financieras seguros participa en 12.4%, el sector minero se benefició con el 10.2% y al sector transportes fue asignado el 8.8% de promedio.

## COLOCACIONES DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO POR TIPO DE EQUIPO O BIENES DE CAPITAL

En el cuadro Nº 3, se muestra la evolución de las colocaciones de Arrendamiento Financiero por tipo de equipo o Bienes de Capital. En dicho cuadro se aprecia la participación promedio de los equipos industriales y equipos eléctricos en conjunto representan el 56%, los equipos de transporte y equipo de carga participa en conjunto con 28.5%. Como se puede observar los 4 sub–sectores mencionados son los más beneficados que en conjunto absorben en más del 82% del total de las colocaciones.

## COLOCACIONES DE EQUIPOS INDUSTRIALES

En el cuadro Nº 4 se presenta la composición de las colocaciones de equipos industriales durante los últimos 3 años, se aprecia que la industria cervecera e industria textil participan con 20.9% y 20.4% respectivamente, seguido por equipo para tratamiento de metales con 18% y equipos para tratamiento de papel y cartón con 14%, financiamiento de equipo para tratamiento de plástico que participa con 10.1%. Como se aprecia la asignación de recursos por esta modalidad se orienta al apoyo del sector productivo prioritariamente.

## CONCLUSIONES

Del análisis del Mercado de Colocaciones de Arrendamiento Financiero como experiencia peruana se deduce que dada la situación económica de escasez de recursos por efecto de la recesión e inflación, constituye una de las mejores alternativas de financiamiento empresarial que está permitiendo la adquisición de Bienes de Capital a costos relativamente moderados.

La situación económica del país, caracterizada por la recesión interna, reducción de liquidez real, etc., requiere de una reorientación de recursos hacia los sectores productivos por parte de las entidades especializadas en operaciones de Leasing, los que vienen apoyando a importantes sectores productivos, especialmente a la industria exportadora, minera y otros sectores extratégicos.

Las operaciones de Arrendamiento Financiero se han convertido en un importante instrumento de capitalización empresarial, al facilitar la adquisición y uso de Bienes de Capital requeridos, de acuerdo a la información estadística obtenida y el resultado alcanzado por las 9 empresas en la colocación de operaciones de Arrendamiento Financiero, este mecanismo de financiamiento se viene acentuando en el sistema financiero del país y cobra real importancia en el Mercado Financiero.

# MEMORANDA FINANCIERA

*Memorándum Nº 1* *Lima, Mayo de 1990*

**Al : Analista Bursátil**
**Asunto : Evolución de Indicadores Bursátiles**
**Referencia : Diciembre 1989 – Mayo 1990**

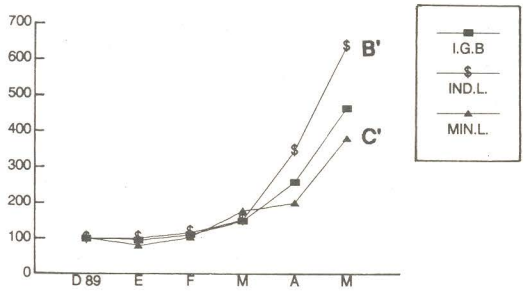
## INDICE GENERAL BURSATIL

La evolución de las cotizaciones de las diferentes opciones de inversión en el mercado accionario durante el primer mes del año describieron una marcada tendencia hacia la baja (–5.1% respecto a diciembre 1989), hecho que se explica en la disminución de recursos financieros en la economía, que conllevó a los inversionistas a buscar liquidez en rueda de bolsa, con la consecuente caída del nivel de precios. (Gráfico Nro. 1, A).

Los inversionistas que aplicaron sus fondos en valores de renta variable en enero, al cierre de mayo obtuvieron un rendimiento promedio de 387.5% (Gráfico Nro. 1: A,A').

### EVOLUCION DEL INDICE BURSATIL

1990

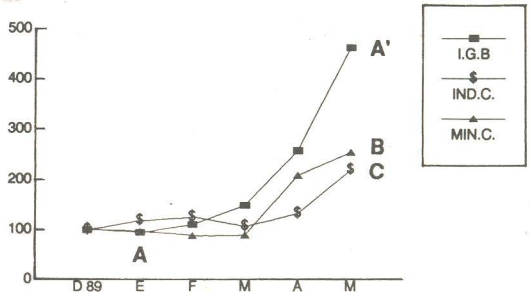



FUENTE: Bolsa de Valores de Lima.
ELABORACION: Gerencia de Mercado de Valores – Sub–Gerencia de Control Bursátil.

Sin embargo para aquellos inversionistas que optaron por la adquisición de moneda extranjera, a pesar de la marcada fluctuación de su cotización en el mercado de cambios paralelo, el nivel de rentabilidad promedio para el período señalado les representó 297%, que comparado con la rentabilidad en el mercado accionario les significó 83 puntos menos. (Gráfico Nro. 3; A,B).

### EVOLUCION DEL INDICE BURSATIL

1990



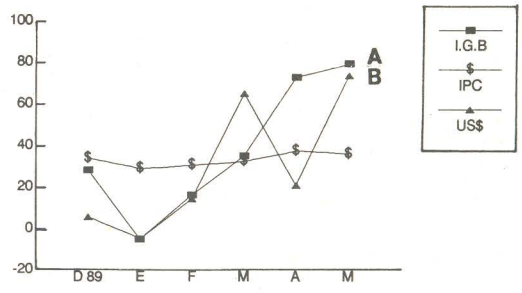

FUENTE: Bolsa de Valores de Lima
ELABORACION: Gerencia de Mercado de Valores – Sub–Gerencia de Control Bursátil.

Si observamos la variación del índice bursátil por sectores los rendimientos por diferencia de precios se tornan más atractivos, para las inversiones realizadas en acciones laborales del sector industrial y minero con un retorno real de 73.3% y 21.4% respectivamente, (Gráfico Nro. 2: B', C')

Los retornos más altos por este concepto en sólo treinta días (mes de abril) fueron generados por las acciones comunes del sector minero con un promedio de 133.3% y con 128.4% las del sector industrial laboral, que en términos reales significaron 257.4% y 244.3% respectivamente.

### VARIACION DE IGB, IPC Y US$

1990




FUENTE: Bolsa de Valores de Lima.
ELABORACION: Gerencia de Mercado de Valores – Sub–Gerencia de Control Bursátil.

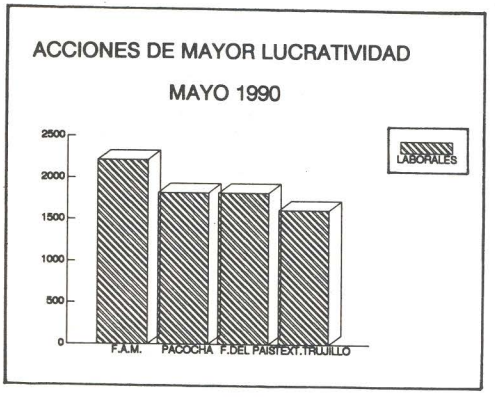
# MEMORANDA FINANCIERA

*Memorándum Nº 2* *Lima, Mayo de 1990*

**Al : Inversionista Bursátil**
**Asunto : Rentabilidad Bursátil**
**Referencia : A Mayo de 1990**

## ACCIONES DE MAYOR LUCRATIVIDAD

La rentabilidad en la Bolsa de Valores de Lima, medida por el índice de lucratividad, al cierre del mes de mayo, registró a cinco acciones laborales del sector industrial como valores de rendimientos superiores al nivel de inflación acumulada (308.6%). Esto se interpreta como el rendimiento obtenido por una inversión que se efectúa el primer día útil del año, y que tiene derecho a todos los beneficios pagados y anunciados por la empresa. Expectativas que se reflejan en el incremento de los precios de dichos valores generalmente, durante el mes en el cual la empresa fija la fecha de pago. (Gráfico Nro. 4, Cuadro Nro. 1).




**CUADRO Nº 1** **VALORES CON MAYOR INDICE DE LUCRATIVIDAD MAYO 1990**

| ACCIONES LABORALES | INDICE DE LUCRATIV. | DIVIDENDOS PEND. | | COTIZACIONES | | | FRECUENCIA DE NEGOCIAC. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | EFEC. | ACCS. | APERTURA | CIERRE | VARIACION | |
| F.A.M. | 2215.5 | | | 150 | 248 | 65.3 | 51.7 |
| PACOCHA | 1818.4 | | | 180 | 320 | 77.8 | 16.7 |
| FRUTOS DEL PAIS | 1817.3 | 180.3 | | 504 | 237 | 58.0 | 10.0 |
| TEXTIL TRUJILLO | 1614.7 | | | 330 | 510 | 54.5 | 13.3 |

FUENTE: BOLSA DE VALORES LIMA
ELABORACION: GERENCIA MERCADO DE VALORES – SUB-GERENCIA DE CONTROL BURSATIL

**CUADRO Nº 2** **EMPRESAS QUE HAN ANUNCIADO ENTREGA DE DERECHOS MAYO 1990**

| EMPRESAS | BENEFICIOS DISTRIBUIDOS | | | |
|---|---|---|---|---|
| | DIVIDENDO EN EFECT. | | DIVIDENDO EN ACCION | |
| | PAGADO | PENDIENTE | PAGADO | PENDIENTE |
| PLASTIX COM. | | 130.5 | 1900.6 | |
| PLASTIX LAB. | | | 1932.8 | |
| C. N. PACASMAYO LAB. | 11.1 | | 1265.2 | |
| PERUBAR LAB. | 55.75 | | | 2809.3 |
| SIAM | 451.03 | | | |
| INRESA (COM. LAB.) | 137.6 | | | |
| CERV. TRUJILLO | 72 | | | |
| F. DEL PAIS | 180.3 | | 1433.6 | |
| S – 2 | 176 | | | |

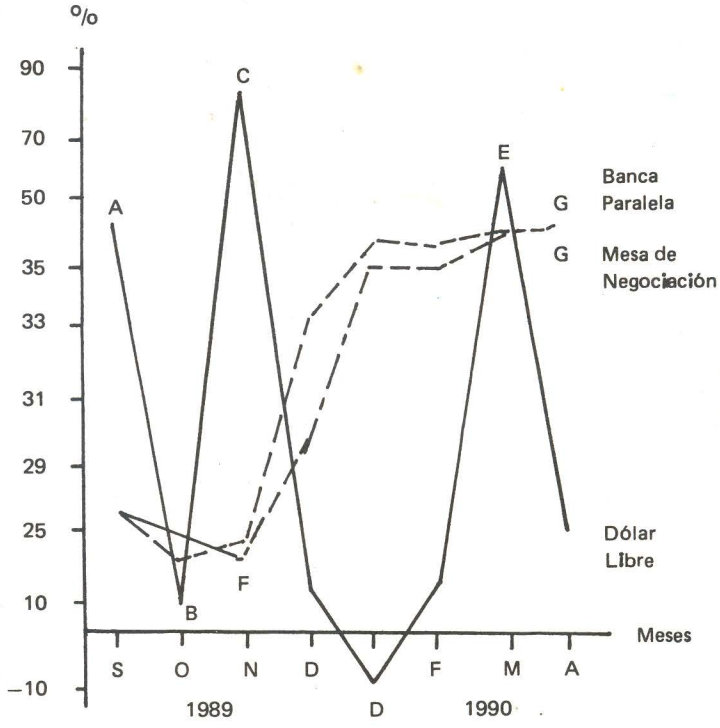
FUENTE: BOLSA DE VALORES LIMA
ELABORACION: GERENCIA MERCADO DE VALORES — SUB-GERENCIA DE CONTROL BURSATIL

# MEMORANDA FINANCIERA

*Memorándum Nº 3* *Lima, Abril de 1990*

**Al : Asesor Financiero**
**Asunto : Rentabilidad de Activos Financieros**
**Referencia : Septiembre 1989 — Abril 1990**

## RENTABILIDAD DE ACTIVOS FINANCIEROS




A. Disminución de la oferta del dólar y aumento de la liquidez.
B. Ampliación en 35% de la lista de productos para importación, al dólar MUC, disminuyendo presiones de demanda.
C. Disminución de tasas de interés del sistema financiero, así como de rentabilidad de instrumentos de corto plazo de mesa de negociación, que motivó el crecimiento de la demanda por divisas para compras navideñas y adquisición de moneda extranjera por parte de países vecinos.
D. Remate del dólar MUC por el BCR, pase a créditos FENT de intis a dólares, mejora en el rendimiento de operaciones de reporte y pase de partidas del dólar libre al MUC.
E. Disminución de la oferta del dólar, como consecuencia del pase del 70% de las partidas de importación del dólar MUC al dólar libre y la aceleración del ritmo de devaluación a 1% diario.
F. Efectos de recesión económica y repunte de cotización del dólar por expectativas de agentes económicos.
G. Recuperación de la actividad económica e iliquidez en el sistema financiero presionaron por la demanda de dinero en mesa de negociación y banca paralela, con la consiguiente mejora en la rentabilidad.

# MEMORANDA FINANCIERA

*Memorándum Nº 4* *Lima, Abril de 1990*

**Al : Analista Financiero**
**Asunto : Evolución de Indicadores Financieros**
**Referencia : Mayo 1988 — Septiembre 1989**

---

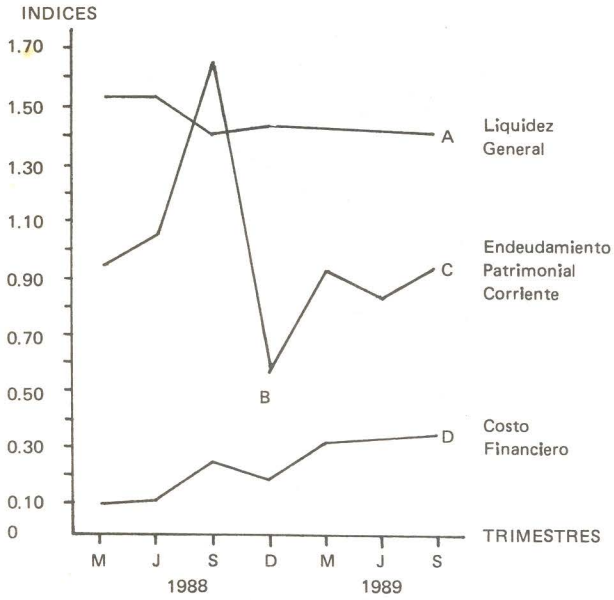
**A. Inflación condiciona cambios en la administración financiera de las empresas, manteniendo solamente lo indispensable para sus operaciones inmediatas.**

**B. Efecto de las medidas económicas dadas en setiembre de 1988.**

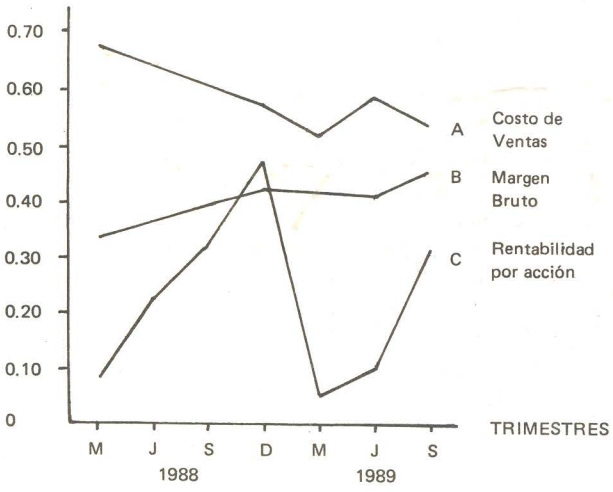
**C. Demanda estacional para hacer frente a una mayor producción para ventas de Fiestas Patrias y fin de año.**

**D. No obstante el menor endeudamiento, a partir de setiembre, el costo financiero ha sido creciente por el incremento de las tasas de interés.**

RATIOS FINANCIEROS
SECTOR INDUSTRIAL




RATIOS FINANCIEROS
SECTOR INDUSTRIAL




**A. Decrecimiento de la producción, que indujo a menores compras de insumo, así como, menores pagos a los factores productivos en relación al incremento de precios, ocasionaron una tendencia decreciente en el costo de las ventas.**

**B. Flexibilización en el control de los precios, así como disminución en los costos de venta, explican crecimiento del margen bruto de las empresas.**

**C. Decrecimiento del costo de ventas y aumento del margen bruto, han determinado rentabilidades positivas y superiores a la inflación a setiembre.**

## NUEVA ALTERNATIVA DE INVERSION:

# Mercado de Opciones

*Por: Aureliano Oviedo Salas*

La finalidad principal de un mercado centralizado es lograr la concurrencia de compradores y vendedores de un bien en un mismo momento, facilitándoles el acceso a la información y ofreciéndoles las mejores condiciones de concertación y menores costos, de todo lo cual resulta la más correcta información de los precios.

Según su grado de desarrollo, algunos de estos mercados se complementan con sistemas de administración más complejos, apoyos operacionales y servicios adicionales. Algunos, asumiendo el carácter de entidades autorregulativas, elaboran patrones de comportamiento ético dentro de sus asociados, tendiendo a acercarse dentro de lo factible al concepto del mercado perfecto: el mercado competitivo.

Las Bolsas de Valores, dentro de este esquema, son entidades proveedoras de facilidades para el encuentro de compradores y vendedores, por cuenta propia o de terceros, procurando un mercado organizado, regular y equitativo, donde las condiciones de negociación sean obtenidas lo más cerca posible de la competencia perfecta.

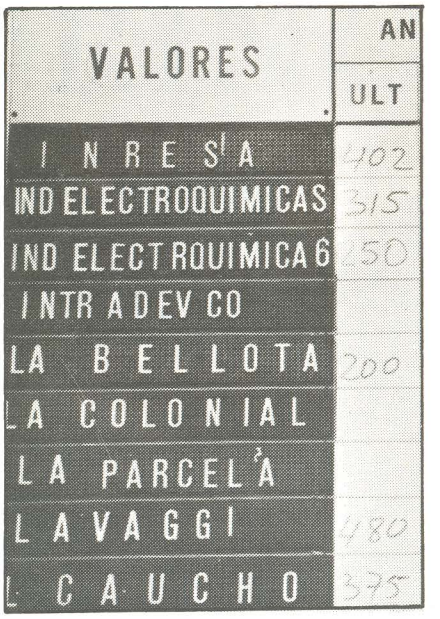
Como instituciones propias del mercado de capitales, las bolsas actúan como mercados secundarios y contribuyen a compatibilizar los objetivos del ahorrista, en relación al tipo de inversión, grado de liquidez y plazo, con aquellos del inversionista.

Sin embargo, pese a que dichas entidades procuran lograr la reunión de compradores y vendedores, usualmente suele presentarse el problema del desequilibrio proporcional entre oferta y demanda, lo que causa no sólo incertidumbre en lo que a precios se refiere, sino también la amenaza de mercados caóticos donde la demanda por un determinado bien no puede ser satisfecha por ausencia de oferta, o donde cantidades extraordinarias de oferta no encuentran compradores para absorberlas.

> *El Mercado de Opciones se presenta como un medio para reducir el riesgo y la incertidumbre, dando la posibilidad, al mismo tiempo, de mayores ingresos y protección...*

La inseguridad creada por las situaciones antes descritas suele causar la exigencia de un premio por el riesgo propio en ellas, esto constituye aumento de precios.

Buscando solucionar los desequilibrios comentados y evitar el riesgo de la variación excesiva de los precios, fueron creados, entre otros, los mercados de opciones.




*El Mercado de Opciones es un medio para reducir el riesgo.*

El Mercado de Opciones presenta amplias posibilidades de utilización estratégica en la reducción y transferencia de riesgos, al mismo tiempo que ofrece seguridad y flexibilidad operacional. En la hora actual aparece como un interesante instrumento de inversión debido a que permite contar con una mayor liquidez y, a la vez, una mayor seguridad en relación al Mercado Accionario.

Además, plantea al comprador de opciones la alternativa de una ganancia considerable a partir de una inversión relativamente pequeña y riesgo limitado conocido, ya que el comprador de una opción sabe por anticipado que lo máximo que puede perder es el precio que pagó por la opción (prima).

Los aspectos más importantes a considerar en este tipo de mercado son el precio de la acción, el tiempo a transcurrir hasta la fecha de expiración, la tasa de interés de mercado, la relación entre precio de la acción y precio de ejecución (fijado) de la opción, y la volatilidad del precio de la acción. En base a estas variables, el libre juego de la oferta y la demanda determinará el precio de mercado

*La elección final es de cada inversionista y depende de una serie de elementos.*

de una opción específica (valor de la prima).

## DEFINICION

El Mercado de Opciones comprende las operaciones relativas a la negociación de los derechos otorgados a los titulares de dos tipos de opciones: Opción de Compra de Acciones y Opción de Venta de Acciones.

## OPERACION EN UN MERCADO DE OPCIONES

La cesión de una opción de compra y la adquisición de una opción de venta son usadas cuando se tienen expectativas a la baja en el precio de las acciones, mientras que la adquisición de una opción de compra y la efectivización de una opción de venta se utilizan ante expectativas de alza.

## CONCEPTOS

**Opción.-** Es un contrato a través del cual el emisor o cedente, por una cierta suma de dinero llamada prima de la opción, da al comprador el derecho de exigir dentro de un plazo de tiempo determinado, la adquisición o venta por el cedente de un número específico de acciones de una empresa a un precio prefijado llamado precio de ejecución o ejercicio.

**Opción de Compra.-** Opción que da a su poseedor el derecho a adquirir un determinado número de acciones de una empresa en particular, a un precio fijado.

**Opción de Venta.-** Opción que da a su poseedor el derecho a vender un determinado número de acciones de una empresa en particular, a un precio fijado.

**Precio de Ejercicio (Ejecución).-** Es el precio al cual una opción es realizable. El precio por acción que el poseedor de una opción de compra debe pagar al emisor o cedente por el stock o el precio que el emisor o cedente debe pagar al titular de una opción de venta al momento de ejercer su posición.

**Prima.-** Es el precio por el que puede ser comprada o vendida una opción y se determina por acuerdo entre las partes. La prima la paga el comprador de la opción y la recibe el cedente o vendedor de ésta.

**Cedente.-** Es la persona que por intermedio de un Agente de Bolsa vendió una opción mediante una operación en Rueda, asumiendo con esto la obligación de liquidar la venta o compra de las acciones a que se refiere la opción, en cuanto se le comunique que su posición fue ejercida.

Deberá entregar o recibir todas las acciones contra el pago del precio de ejercicio.

**Titular.-** Es la persona que por intermedio de su Agente de Bolsa compró una opción mediante una operación en Rueda, obteniendo el derecho de efectuar la compra o venta de las acciones a que se refiere la opción en cuanto se le comunique que su posición fue ejercida, o en su defecto, si la expectativa del comprador no fuere satisfecha simplemente puede dejar el contrato sin vigencia, en cuyo caso el perjuicio del comprador asciende al monto pagado por la opción (prima).

**Opción cubierta.-** Es aquella en la que el cedente deposita en garantía la totalidad de las acciones a que se refiere la opción cedida.

**Opción a descubierto.-** Es aquella en la que el cedente deposita como garantía de su posición sólo un porcentaje en dinero.

**Fecha de Expiración.-** El último día en que el poseedor de una opción puede ejercerla.

**Recompra.-** Es la operación de compra por la que un cedente o vendedor de una opción liquida su posición eliminando su condición de tal.

## CONCLUSION

El Mercado de Opciones se presenta como un medio para reducir el riesgo y la incertidumbre, dando la posibilidad, al mismo tiempo, de mayores ingresos y protección, pero la elección final es de cada inversionista y depende de una serie de elementos, tales como: objetivos (sean éstos rentabilidad o protección), perspectiva de las acciones de que trate la opción, tipo de opciones disponibles, alternativas de inversión, etc.

# FACTORING

*Preparado por Subgerencia de Control Bursátil*

Se entiende por "factoring" (factorización, facturaje o factoraje), el financiamiento que se obtiene a través de la venta de los documentos representativos de las cuentas por cobrar.

La venta de los documentos se realiza mediante un contrato entre el factor o entidad que otorga el financiamiento y la empresa propietaria de los mismos. Conjuntamente con la adquisición de documentos representativos de cuentas por cobrar el factor le brinda el servicio de asesoramiento para la calificación de clientes de la empresa a afectos de hacer eficiente la gestión de ventas de la empresa y reducir el nivel riesgo de incobrabilidad de los documentos.

En el Perú, las entidades bancarias y financieras, según el Decreto Legislativo 469 que norma las operaciones bancarias, pueden adquirir facturas, warrants o efectos por cobrar provenientes de transacciones comerciales.

Podemos afirmar que la adquisición de facturas o efectos por cobrar a que se refiere el citado decreto legislativo, son operaciones de "factoring", y que para las entidades bancarias y financieras es una modalidad de crédito sujeta a las restricciones establecidas en el mismo decreto y a las regulaciones que fija la Superintendencia de Banca y Seguros.

Así entendido el factoring, resulta que las adquisiciones de "letras comerciales", realizadas en la Mesa de Negociación, son operaciones de factoring, cuyos tomadores más importantes son las entidades bancarias o financieras. Estas letras de cambio así como otros documentos, gozan del incentivo tributario otorgado por el Decreto Supremo 123-88, siempre que se transfieran en la Mesa de Negociación.

Sin embargo, se ha observado que son las letras de cambio las que tienen mayor grado de aceptación en relación a los otros documentos (facturas y warrants).

Es probable que esta situación responda al hecho de que la adquisición de facturas, warrants o efectos por cobrar, tan sólo gozan del incentivo tributario cuando son adquiridos por bancos y financieras. No obstante, estas entidades tampoco han adquirido dichos documentos en la Mesa de Negociación, hecho que refleja el mayor riesgo de incobrabibilidad que existe cuando se adquiere una factura, en relación al que se incurre cuando se compra una letra. Esto debido a que la letra es un título valor que tiene mérito ejecutorio y la factura es tan solo un documento comercial calificado por bancos y financieras como un documento de mayor riesgo.

*Empresas pequeñas y medianas son demandantes del factoring.*

Consideramos que posibilitar la participación de los intermediarios autorizados en operaciones de factoring resulta favorable a la empresa y al mercado, pues, la empresa contaría con una fuente adicional de financiamiento que posibilitaría una mejor gestión financiera y el mercado tendría la posibilidad de regular el costo del dinero con sus propios instrumentos, además de enfrentar frontalmente la informalidad financiera.

En esta categoría de empresas demandantes del factoring, encontramos básicamente a empresas pequeñas, medianas y aquellas empresas en proceso de expansión y con reducida trayectoria bancaria, que tienen buenas perspectivas de venta.

También dentro de este segmento podemos considerar a las empresas cuya demanda de capital de trabajo excede los límites de crédito bancario, hecho, que para muchas empresas el acceso al financiamiento adicional se torna excesivamente caro y virtualmente inexistente, debido a los mayores riesgos financieros inherentes.

En el caso de empresas que poseen acceso de financiamiento tradicional, pueden optar por las operaciones de factoring, para la consecución de recursos a corto plazo –toma de decisiones por ventajas comparativas– y conseguir liquidez inmediata (transferencia de sus cuentas comerciales por cobrar), precios competitivos en el mercado de financiamiento de corto plazo, mejorar la gestión financiera, eliminando los costos de cobranza interna de créditos y conseguir liquidez en forma inmediata.

Si medimos la demanda potencial en términos cuantitativos, la evolución de las cuentas por cobrar

para el período 1985-1988, para el CIIU 3, representó el 34.9% en 1985 y 31.1% en 1988, del total del activo corriente, con una rotación de cobros promedio de 58 días, indicador que demuestra que las empresas de este CIIU, proyectan los ingresos por cuentas por cobrar comerciales a un promedio de 58 días, creando una brecha de 28 días para atender sus obligaciones a corto plazo, pues, debido al proceso inflacionario los créditos bancarios generalmente son a 30 días, claro indicador de la necesidad de una fuente de recursos complementaria, para atender la demanda de recursos financieros no satisfecha por el Sistema Financiero Tradicional.

*En esta categoría de empresas demandantes del factoring, encontramos básicamente a empresas pequeñas, medianas y aquellas empresas en proceso de expansión y con reducida trayectoria bancaria...*

# Autonomía Financiera

*Por: Víctor Vinces Yacila*

La autonomía financiera empresarial, consiste en la capacidad de tomar decisiones propias, libre de presiones financieras externas. Un indicador que nos da una pauta sobre tal autonomía es aquel con el que se mide la participación de los accionistas y de las fuentes financieras externas en relación a la inversión total (activos).

Sin embargo no necesariamente un alto porcentaje de participación patrimonial implica a "raja tabla" que se tiene autonomía financiera; así como también un elevado porcentaje de endeudamiento nos indica que no la hay.

Por ejemplo, una empresa del sub–sector inmobiliario con un elevado porcentaje patrimonial (debido al excedente de revaluación), pero con problemas de rentabilidad, rotación de cobros y de liquidez, obviamente no podrá cumplir con sus compromisos; lo que evidenciaría que no obstante tener, como ya señaláramos anteriormente, una elevada participación de capitales propios, podría carecer de la capacidad de tomar decisiones autónomas como consecuencia de su incapacidad para cumplir con sus acreedores.

De otro lado, por ejemplo una empresa del sector minero, industrial o de cualquier otro giro con un elevado porcentaje de endeudamiento, pero que elabora productos de buena calidad y que según estudios de mercadeo tienen precios competitivos, aceptación en el mercado nacional y extranjero además de contar con leyes promocionales, obtendrá niveles de rentabilidad razonables, con rotación de inventarios y de cobros adecuados y liquidez aceptable.

Naturalmente en estos casos el FLUJO DE CAJA mantendrá los niveles apropiados de liquidez lo cual la empresa podrá cumplir con sus obligaciones financieras en forma normal y sin las presiones de sus acreedores.

Este importante coeficiente que se determina del balance general relacionando el pasivo total o el patrimonio con respecto al activo total, reforzado con otros indicadores y a través de balances comparativos, nos permite apreciar hasta cierto punto, la evolución financiera de una empresa a una fecha de-

*Un indicador que nos da una pauta sobre tal autonomía es aquel con el que se mide la participación de los accionistas y de las fuentes financieras externas en relación a la inversión total...*

terminada. En los balances generales se podrá apreciar no sólo el comportamiento de los recursos propios o patrimoniales como: El Capital, El Accionariado Laboral, El Excedente de Revaluación, Las Reservas y Los Resultados Acumulados, sino también las partidas del activo (inversión) y del pasivo (financiamiento de terceros).

Cabe enunciar las principales decisiones financieras que inciden en la estructura patrimonial de las empresas y que de alguna manera se relacionan con la Autonomía Financiera:

*Una serie de decisiones financieras inciden en la estructura patrimonial de las empresas.*

| DECISIONES FINANCIERAS | INCIDENCIA EN EL PATRIMONIO | |
|---|---|---|
| 1. En la gestión económica, obtener resultados favorables. | + | Patrimonio |
| 2. Aprobación de sobregiros bancarios. | – | Patrimonio |
| 3. Consecución de financiación a corto y largo plazo. | – | Patrimonio |
| 4. Amortización de deudas a corto y largo plazo. | + | Patrimonio |
| 5. Cristalizar el instrumento financiero de la oferta pública a través del accionariado difundido. | + | Patrimonio |
| 6. Inyección de nuevos aportes a capitalizar. | + | Patrimonio |
| 7. Incremento de reservas: legal, especial (D. Leg. No. 200). | + | Patrimonio |
| 8. Capitalización de deudas a corto y largo plazo. | + | Patrimonio |

Estas decisiones naturlamente, están sujetas a aspectos cualitativos y "Costo de Oportunidad", porque mientras que para una empresa puede resultar favorable operar con financiación de terceros, para otra incluso del mismo giro, podría no serlo por los márgenes no muy competitivos que pudiera obtener o por el riesgo de determinar pérdidas con la utilización de dinero de terceros.

De todas estas apreciaciones, si una empresa decidiera fortalecer su estructura patrimonial y por ende su autonomía, opinamos que no debe tomar una decisión definitiva, en tanto no haya considerado las bondades que le ofrece la oferta pública ( a tavés del accionariado difundido) instrumento no oneroso que permite ampliar el capital de trabajo de cada empresa; y por ende ejecutar proyectos, planes de expansión y/o de desarrollo industrial. Por estas razones va la invitación a los señores empresarios para que tomen la decisión de cristalizar este mecanismo de financiación, con interés cero, y que actualmente está impactando favorablemente en nuestra economía, como ejemplo de lo expuesto, podemos citar la constitución, a través de este instrumento, de las empresas: Hotel las Dunas en ICA, T.V. COLOR BELMONT S.A., (Canal 11), entre otras.

> *Naturalmente en estos casos el flujo de caja mantendrá los niveles apropiados de liquidez con lo cual la empresas podrá cumplir con sus obligaciones financieras...*

*Con instrumentos del Mercado de Valores se puede brindar un extraordinario apoyo financiero al sector agropecuario, impulsando especialmente la agro–industria. Las Bolsas de Productos, constituyen uno de los mecanismos adecuados para este propósito.*

# ¿Cómo financiar al sector agropecuario?

*Por: Bonifacio León Fernández*

**Está fuera de discusión que el sector agropecuario constituye una esperanza y una alternativa vital en el proceso para impulsar el desarrollo y la estabilización económica del país. Sin embargo, también es consensual que los esfuerzos para financiarlo resultan insuficientes con el sólo apoyo del sector público a través del Banco Agrario. En el siguiente artículo se perfilan algunos lineamientos que, de acuerdo con el autor, posibilitarían el financiamiento del sector agropecuario a partir de la utilización de instrumentos del mercado de valores.**

Un impulso al autofinanciamiento de las unidades productivas del sector agrario constituídas luego del proceso de Reforma Agraria, tales como Cooperativas Agrarias de Producción, SAIS, Comunidades Campesinas y de medianos y pequeños productores, es posible lograrlo mediante instrumentos del mercado de valores, pese a las complejas condiciones notoriamente diferenciadas de los agentes económicos que participan en este sector (consumidores y productores).

La problemática del sector agropecuario casi siempre se aborda en términos de teoría sociológica, antes que como investigación económico–financiera. Pero, sabemos bien que las instituciones del Sector Agrario no están en condiciones económicas ni legales de emitir instrumentos susceptibles de captación y colocación de recursos que contribuyan a su financiamiento.

Basándonos en estadísticas y resultados de investigaciones referidas al Sector, nuestro enfoque contempla que la organización agropecuaria –entendida como el resultado de las actividades de los agentes económicos–, está asociada con factores externos como efecto del desenvolvimiento de la economía del país, mostrando asimismo

las más importantes características del propio sector, tales como: recursos naturales (potencialidades de la frontera agrícola), producción agropecuaria, tecnología y productividad, formas de organización, comercialización y financiamiento.

La descripción de la frontera agrícola, formas de organización empresarial y comercialización, permite tener una idea del nivel de fragmentación en que se encuentra el Sector Agrario, característica que implica la existencia de amplia variabilidad de los mercados tanto de factores como de productos.

El tratamiento de dichos aspectos es fundamental en el estudio, puesto que permite determinr, como hemos dicho, los impedimentos que tiene dicho sector para la generación de sus propios instrumentos para captar y colocar recursos.

En efecto, en las Cooperativas Agrarias de Producción, el marco legal vigente restringe las emisiones de títulos valores así como de las transacciones en el mercado secundario, y en el caso de las Comunidades Campesinas, por realizar actividades consideradas de economía de subsistencia, para integrarse al mercado tendrían que recibir previamente el fomento y promoción de medios de ahorro.

Por el contrario, respecto a los pequeños y medianos productores, se puede considerar que éstos ofrecen seguridades para constituir empresas agroindustriales así como organizar unidades productoras por valle a fin de brindar servicios, incluyendo los créditos, no existiendo restricciones para el financiamiento mediante emisión de títulos valores.

Sabemos que las medidas de protección arancelaria, licencias de importación e incentivos fiscales son brindados por lo común a empresas agroindustriales alimentarias, constatándose desigualdad de condiciones respecto a empresas asociativas que operan en el interior del país. Estos aspecto configuran un estilo de desarrollo alimentario con una estructura constituída por empresas de gran capital nacional asociadas con extranjeros y tipificables como oligopolios y monopolios de la producción y comercialización de los mercados de productos agropecuarios, donde, a nivel nacional, aproximadamente 1.5 millones de unidades agropecuarias ofertantes de productos hacen frente a unos 4,000 demandantes mayoristas de tales productos. Esta configuración se agrava aún más al no existir mecanismos e instituciones que posibilitten la participación de los productores en el proceso de comercialización, de manera tal que se logre una competencia en el mercado.

> *La problemática del sector agropecuario casi siempre se aborda en términos de teoría sociológica, antes que como investigación económico–financiera...*

## EL ROL DE LAS INSTITUCIONES

La problemática agraria consta de diversas facetas, entre las que la financiación es uno de las principales elementos y de cuyo análisis, el estudio que hemos realizado y que aquí resumimos, surgen las interrogantes respecto al rol que deben cumplir las instituciones en el fi-

**CUADRO Nº 1**
**PRESTAMOS DEL BANCO AGRARIO DELPERU POR TIPO DE UNIDADES AGROPECUARIAS**
**(Estructura Porcentual)**

| | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| I. Número de Préstamos | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | | |
| — Emp. Asociativas | 1.6 | 1.7 | 1.6 | 1.0 | 0.6 | s.i. | s.i. |
| — Agricultores Individuales | 98.4 | 98.3 | 99.0 | 99.0 | 99.4 | s.i. | s.i. |
| II. Monto de Préstamos Ejecutados (a precios de 1979) | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| — Unidades Asociativas | 56.5 | 48.0 | 45.0 | 39.2 | 33.7 | 35.0 | 36.0 |
| — Agricultores Individuales | 43.5 | 52.0 | 55.0 | 60.8 | 66.3 | 65.0 | 64.0 |

FUENTE: — 1980 – 1984 : Banco Agrario del Perú, Memoria Anual.
— 1985 – 1986 : Banco Agrario del Perú "Programa Crediticio", Enero 1986.
s.i. Sin información.

nanciamiento del desarrollo en el contexto de la coyuntura económica del país.

Si bien existen diversos enfoques y formas de determinar el papel de las instituciones en el financiamiento del sector agrario, el estudio para alcanzar los objetivos anotados anteriormente, en forma general, analiza la cobertura de los servicios de intermediación financiera realizada por la banca comercial y de fomento en el período 1979–1988, clasificando la información estadística respectiva por distritos financieros.

Dicho examen muestra que los volúmenes de crédito otorgados al sector agropecuario han crecido significativamente en el período bajo análisis, sin embargo, sólo una pequeña porción del total de productores agropecuarios ha tenido acceso al crédito institucional, y una cantidad elevada de los montos desembolsados se han concentrado en las unidades agropecuarias grandes. Es decir, el monto de los créditos otorgados es directamente proporcional a la dimensión de las propiedades (Cuadro Nº 1).

El trabajo determina, asimismo, que durante 1979–1986, el 89% de financiamiento del sector agropecuario fue aportado por el Banco Agrario del Perú, 8.4% por bancos comerciales y el 3.6% restante por Cofide y empresas financieras. En el mismo período el 83.1% de las colocaciones de la Banca Comercial se concentró en el distrito financiero de Lima Metropolitana, situación que difícilmente puede revertirse planteando por ello que la captación de recursos financieros mediante nuevos instrumentos, deberá, prioritariamente, fomentarse en dicho mercado e incluso de menera compulsiva, de tal modo que permita acelerar la descentralización de las actividades planeadas (Cuadros Nº 2 y 3).

El examen del rol y características de las operaciones del Banco Agrario del Perú en el financiamiento del sector agropecuario, por montos colocados a nivel de programas, beneficiarios, tipos de cultivo y según distritos financieros, arroja que el 89% del total de recursos asignados durante 1979–1986, el 79% fue destinado al financiamiento del capital de trabajo de corto plazo (rubro sostenimiento), canalizándose el 21% de los recursos a la función esencial de fomento del sector: financiamiento de bienes de capital y programas de extensión agropecuaria (Cuadros Nº 2 y 4).

Dicho estudio permite comprobar la proporción directa del monto de los créditos con el tamaño de las propiedades, puesto que el 42% de recursos financieros administrados durante 1980–1986, se destinaron a las Cooperativas Agrarias de Producción y SAIS, no obstante representar el 2% del total de unidades agrarias estimadas para el sector.

Igualmente, verifica que del

**CUADRO Nº 2**
**COLOCACIONES AL SECTOR AGROPECUARIO POR INSTITUCIONES DEL SISTEMA FINANCIERO NACIONAL 1979 — 1986**
**(Estructura Porcentual)**

| AÑOS | SISTEMA BANCARIO | | | SISTEMA NO BANCARIO | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Banco Agrario | Banca Comerical | SUB-TOTAL | Financier. Privadas | COFIDE | SUB-TOTAL | TOTAL |
| 1979 | 91.6 | 5.6 | 97.2 | 0.6 | 2.2 | 2.8 | 100 |
| 1980 | 92.4 | 5.6 | 98.0 | 0.4 | 1.6 | 2.0 | 100 |
| 1981 | 88.7 | 8.8 | 97.5 | 0.7 | 1.8 | 2.5 | 100 |
| 1982 | 87.4 | 10.4 | 97.8 | 0.9 | 1.3 | 2.2 | 100 |
| 1983 | 86.4 | 10.5 | 96.9 | 0.7 | 2.4 | 3.1 | 100 |
| 1984 | 88.5 | 8.5 | 97.0 | 0.7 | 2.3 | 3.0 | 100 |
| 1985 | 87.4 | 9.3 | 96.7 | 0.7 | 2.6 | 3.3 | 100 |
| 1986 | 91.0 | 7.4 | 98.4 | 0.5 | 1.1 | 1.6 | 100 |

FUENTE: Memoria de la Superintendencia de Banca y Seguros
Flujo de Fondos Financieros en el Perú , CONASEV

**CUADRO Nº 3**
**COLOCACIONES DE BANCOS COMERCIALES SEGUN DISTRITOS FINANCIEROS: 1979 – 1986**

| DISTRITOS FINANCIEROS | ESTRUCTURA PORCENTUAL | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 |
| Norte | 3.3 | 3.4 | 3.9 | 4.2 | 2.8 | 2.6 | 2.0 | 3.6 |
| Nor Centro | 3.3 | 3.2 | 3.3 | 3.1 | 1.8 | 2.0 | 2.0 | 3.3 |
| Oriente | 3.1 | 3.3 | 3.7 | 3.8 | 2.6 | 2.7 | 2.1 | 2.6 |
| Centro | 3.9 | 3.1 | 3.8 | 3.4 | 2.5 | 2.1 | 1.8 | 3.6 |
| Sub Oriente | 0.9 | 1.1 | 1.0 | 0.8 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 1.0 |
| Sur | 4.6 | 4.2 | 4.4 | 4.6 | 3.2 | 4.1 | 3.0 | 5.0 |
| Altiplano | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.2 |
| Lima Metropolitana | 81.5 | 81.4 | 79.6 | 79.8 | 86.4 | 85.8 | 88.5 | 80.7 |
| TOTAL | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

FUENTE: Memoria de Superintendencia de Banca y Seguros.

CUADRO Nº 4
ESTRUCTURA DE LOS PRESTAMOS POR CLASE DE CULTIVOS DEL BANCO AGRARIO: 1980 – 1988

| AÑOS | SOSTENIMIENTO | CAPITALIZACION | COMERCIALIZACION | TOTAL |
|---|---|---|---|---|
| 1980 | 76.3 | 9.2 | 14.5 | 100 |
| 1981 | 86.9 | 5.6 | 7.5 | 100 |
| 1982 | 80.0 | 8.0 | 12.0 | 100 |
| 1983 | 78.5 | 9.3 | 12.2 | 100 |
| 1984 | 75.4 | 13.5 | 11.1 | 100 |
| 1985 | 76.0 | 10.0 | 14.0 | 100 |
| 1986 | 81.0 | 10.5 | 8.5 | 100 |
| 1987 | 84.8 | 13.3 | 1.9 | 100 |
| 1988 | 86.3 | 8.6 | 5.1 | 100 |

FUENTE:
- 1980 – 1984: Banco Agrario del Perú , mismo 1984 – 1985 – 1986 Banco Agrario del Perú ; "Programa Crediticio", 1986
- Compendio Estadístico 1988 – INE.

monto total de préstamos otorgados por el Banco Agrario en el referido período, la mayor tasa de participación ascendente a 31% promedio fue colocada en el Distrito Financiero del Norte (constituído por los departamentos de Piura, Tumbes, Lambayeque, Cajamarca y Amazonas).

Finalmente, al examinar las fuentes de recursos para las operaciones de la mencionada institución, se determina como principal fuente a obligaciones del BCR, representando el 46.4% de tasa de participación promedio durante 1979—1985, lo cual es indicativo de que las operaciones del Banco Agrario se encuentran sujetas a decisiones de política monetaria y crédito del país (Cuadros Nº 5 y 6).

Obviamente, no es posible proponer instrumentos del mercado de valores como mecanismo de financiamiento alternativo desligando del análisis de la problemática del Sector Agropecuario los aspectos de comercialización, infraestructura, modalidades de organización empresarial, tecnología y financiamiento, entre otros.

Una de las muchas y diversas recomendaciones, aunque probablemente la más importante, que fluye del análisis, es la necesidad de liberalizar los mercados financieros rurales. Este sería el medio por el cual los mercados de créditos rurales estimulen la eficiencia en la producción agraria, y los Bancos de Fomento crediticio, así como entidades privadas, no serían sólo canalizadores de recursos financieros hacia el Sector Agropecuario, sino que ofertando instrumentos con apropiadas tasas de rendimiento (nunca por debajo de la inflación), se podría incluso transformar en unidades que fomenten el ahorro en el ámbito rural.

En tal perspectiva, los mecanismos que pueden contribuir a la movilización de factores productivos, podrían sintetizarse en un Fondo de Inversión y Asistencia a Productores Agropecuarios; creación de Bolsas de Productos Agropecuarios, y otros mecanismos alternativos.

CUADRO Nº 5
PRESTAMOS DEL BANCO AGRARIO DEL PERU SEGUN DISTRITOS FINANCIEROS 1979– 1986
(Estructura Porcentual)

| AÑOS | NORTE | NOR CENTRO | ORIENTE | CENTRO | SUR ORIENTE | SUR | ALTIPLANO | LIMA METROP. | TOTAL |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1979 | 29.2 | 9.7 | 4.1 | 22.8 | 8.8 | 6.4 | 5.3 | 13.7 | 100 |
| 1980 | 29.7 | 9.2 | 5.3 | 23.1 | 7.5 | 5.8 | 6.0 | 13.4 | 100 |
| 1981 | 29.8 | 15.1 | 5.7 | 19.4 | 5.2 | 7.6 | 5.7 | 11.5 | 100 |
| 1982 | 30.6 | 11.0 | 7.5 | 19.5 | 4.4 | 8.4 | 6.8 | 11.8 | 100 |
| 1983 | 33.4 | 12.0 | 8.1 | 21.9 | 3.9 | 7.8 | 2.7 | 10.2 | 100 |
| 1984 | 31.7 | 9.4 | 7.2 | 22.7 | 4.4 | 10.1 | 3.9 | 10.0 | 100 |
| 1985 | 37.1 | 5.0 | 8.9 | 21.5 | 5.2 | 9.8 | 3.1 | 9.4 | 100 |
| 1986 | 26.1 | 7.5 | 9.1 | 23.5 | 7.0 | 12.2 | 6.3 | 8.3 | 100 |

FUENTE: Superintendencia de Banca y Seguros : Memorias.

## FONDO DE INVERSION Y ASISTENCIA A PRODUCTORES AGROPECUARIOS

Es un sistema de intermediación para prestación de servicios y comercialización de la producción. La necesidad de su creación se basa en la imposibilidad de compra al crédito por la mayoría de unidades económicas del sector agropecuario, lo que hace que todos los pagos por abastecimiento de insumos y bienes finales de comercialización, se efectúen al contado. En contextos de hiperinflación este flujo de liquidez implica mayores ganacias para las empresas proveedoras y acopiadoras, en la producción agropecuaria.

Con la creación de esta nueva institución el objetivo básico es el fomento del autofinanciamiento de las unidades agropecuarias, las

CUADRO Nº 6
FUENTES DE RECURSOS DEL BANCO AGRARIO DEL PERU: 1979 – 1985
(Estructura Porcentual)

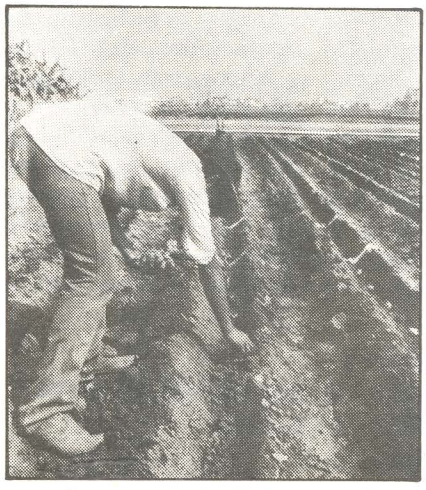
| FUENTES DE RECURSOS | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| I. **Oficiales y Semi–Oficiales** | 69.0 | 69.3 | 83.3 | 73.4 | 74.7 | 70.3 | 62.3 |
| 1. Capital Social, Reservas y Provisiones Sociales | 33.3 | 28.9 | 43.1 | 32.8 | 13.9 | 13.6 | 12.4 |
| 2. Obligaciones con el Gobierno | – | – | – | – | – | – | – |
| 3. Créditos B.C.R. | 35.7 | 40.4 | 40.6 | 40.6 | 60.8 | 56.7 | 49.9 |
| II. **Captación Recursos Internos** | 31.0 | 30.7 | 16.7 | 26.6 | 25.3 | 29.7 | 37.7 |
| 4. Depósitos: a la vista y plazo | 23.8 | 24.0 | 8.0 | 5.4 | 8.2 | 13.9 | 23.8 |
| 5. Depósitos de ahorro | 7.2 | 6.2 | 7.8 | 15.5 | 15.8 | 14.09 | 13.2 |
| 6. Deudas a Bancos y otros | – | 10.5 | 0.7 | 5.7 | 1.3 | 0.9 | 0.7 |
| TOTAL | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

FUENTE: – 1979 - 1983: Perú: El Agro en cifras. Héctor Maletta y otros. CIIU, Lima, 1984
– 1984 - 1985: Superintendencia de Banca y Seguros, Memorias.

mismas que adquirirían las acciones y/o certificados a emitirse mediante oferta pública para constituir con los recursos captados el capital social. Se señala asimismo que la institución podría organizarse a nivel de valles y zonas de actividad agropecuaria e incluso integrarse a un organismo regional y centrales.

## CREACION DE BOLSAS DE PRODUCTOS AGROPECUARIOS

Uno de los principales mecanismos diseñados en el estudio lo constituye las denominadas Bolsas de Productos, que son mercados organizados que operan con reglamentación referente a la participación, organización y responsabilidades de los agentes. Sin embargo, el desarrollo de la Bolsa de Productos está ligado al desarrollo del comercio en el Sector Agrario, con el propósito de garantizar seguridad a las transacciones. Pero además, el mecanismo de la Bolsa tiene la característica peculiar de permitir la transferencia de riesgos, lo cual es particularmente importante cuando se trata de productos agropecuarios.



*El mecanismo de la Bolsa permite la transferencia de riesgos.*

## MECANISMOS ALTERNATIVOS

Por el limitado desarrollo del Sector Agropecuario y acceso de las unidades agropecuarias al sistema financiero formal, en forma suscinta proponemos el fortalecimiento de algunos mecanismos de ahorro, transados en el mismo sector, a fin de transformarse en medio de dinamismo y organización de unidades agropecuarias. Dichos instrumentos que en forma cotidiana constituyen medio de transacción en el ámbito rural son los siguientes:

— Cooperativas de Ahorro y Crédito.
— Cooperativas de consumo y producción.
— Pagarés en productos agropecuarios en operaciones de comercialización.
— Créditos solidarios entre productores y comerciantes.
— Fondos ganaderos, lechero y productores.
— Panderos y Juntas.

Los mecanismos de movilización de factores productivos descritos constituyen solamente propuestas para el problema de financiamiento del Sector Agropecuario, estando expuestos a nivel de términos de referencia, razón por la que en un próximo artículo nos ocuparemos de dichas formas de financiamiento en forma específica, enfatizando sobre el efecto de los mismos en el mercado de valores.

## URGE CREACION

# Instituto Peruano de Mercado de Capitales

En un período caracterizado por una inflación recesiva, donde hay una limitada capacidad de ahorro del público, una marcada dolarización del ahorro existente, una masiva fuga de capitales al exterior, sumando a esto un aumento al 2% del impuesto a los importes depositados en cuentas corrientes, el Sistema Financiero y Bancario ha entrado en un proceso de iliquidez.

Las empresas acostumbradas a que el Estado a través de su política económica las incentive, principalmente favoreciéndoles el endeudamiento vía tasa de interés, protección arancelaria, etc. logrando recursos financieros relativamente baratos, ahora no lo pueden aprovechar por la falta de dinero, por lo que se ven obligadas a recurrir a la denominada "banca paralela"

Pese al elevado costo del dinero, las empresas grandes y medianas solicitan estos créditos porque el aumento de la inflación les hace requerir de más dinero para obtener un mismo nivel de producción.

Esta falta de capital impide reactivar la economía del país. No podemos recurrir al crédito del mundo financiero internacional porque hemos perdido credibilidad al no pagar lo correspondiente por deuda externa.

Frente a esta situación, la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), plantea que se movilice el máximo de los esfuerzos para el desarrollo de un Mercado de Capitales que viabilice el proceso de ahorro–inversión, canalizando directa y eficientemente el ahorro interno al financiamiento de las actividades del sector productivo, especialmente

*Un Mercado de Capitales haría viable el proceso de ahorro–inversión. Vista parcial de la Bolsa de Valores de Francfort.*

## AREAS DE ADIESTRAMIENTO

| AREA I: Especialización Básica. | AREAII: Especialización Avanzada | AREA III: Forums, Conferencias y Seminarios. | AREA IV: Formación General. |
|---|---|---|---|
| CURSOS: | | | CURSOS: |
| – Ad. de Op. y Mercado de Capital.<br>– Análisis de Inversiones.<br>– Inversiones y Financ. en el Mercado de Capitales.<br>– Análisis y Administración de Cartera.<br>– Mercado de Renta Fija y Open Marker.<br>– Primer curso de Extensión en Mercado de Capitales. | – Programa Avanzado de Desarrollo de Mercado de Capital (PADEMEC).<br>– Post–Grado en Administración de Inversiones y Financ. en el Mercado de Capitales. | – Forum Anual sobre Mercado de Capitales (FAMEC).<br>– Conferencias y Seminarios. | – Contabilidad Gerencial.<br>– Finanzas y Banca<br>– Gerencia de Crédito.<br>– Estrategia Financiera de Empresas.<br>– Política de Negocios y Estrategia.<br>– Evaluación de Proyectos.<br>– Legislación del Mercado de Capitales.<br>– Marketing Bancaria.<br>– Intermediación Financiera y Mercado de Capitales.<br>– Estadística Aplicada al Mercado de Capitales.<br>– Valuación de Acciones.<br>– Auditoría Contable.<br>– Gerencia Financiera. |

de la empresa privada.

Uno de estos esfuerzos sería dar a conocer los mecanismos e instrumentos que movilizan los recursos, así como la difusión de las ventajas que la inversión en valores tiene para el inversionista y la importancia que tiene para el empresario la financiación de sus operaciones con las emisiones de acciones, a través de la creación de un Instituto Peruano de Mercado de Capitales.

Este Instituto llenaría el vacío en lo que se refiere a capacitación, dado que sería la entidad encargada de impartir conocimientos especializados para formar técnicos en Mercado de Capitales. Actualmente son pocas las entidades que brindan este servicio.

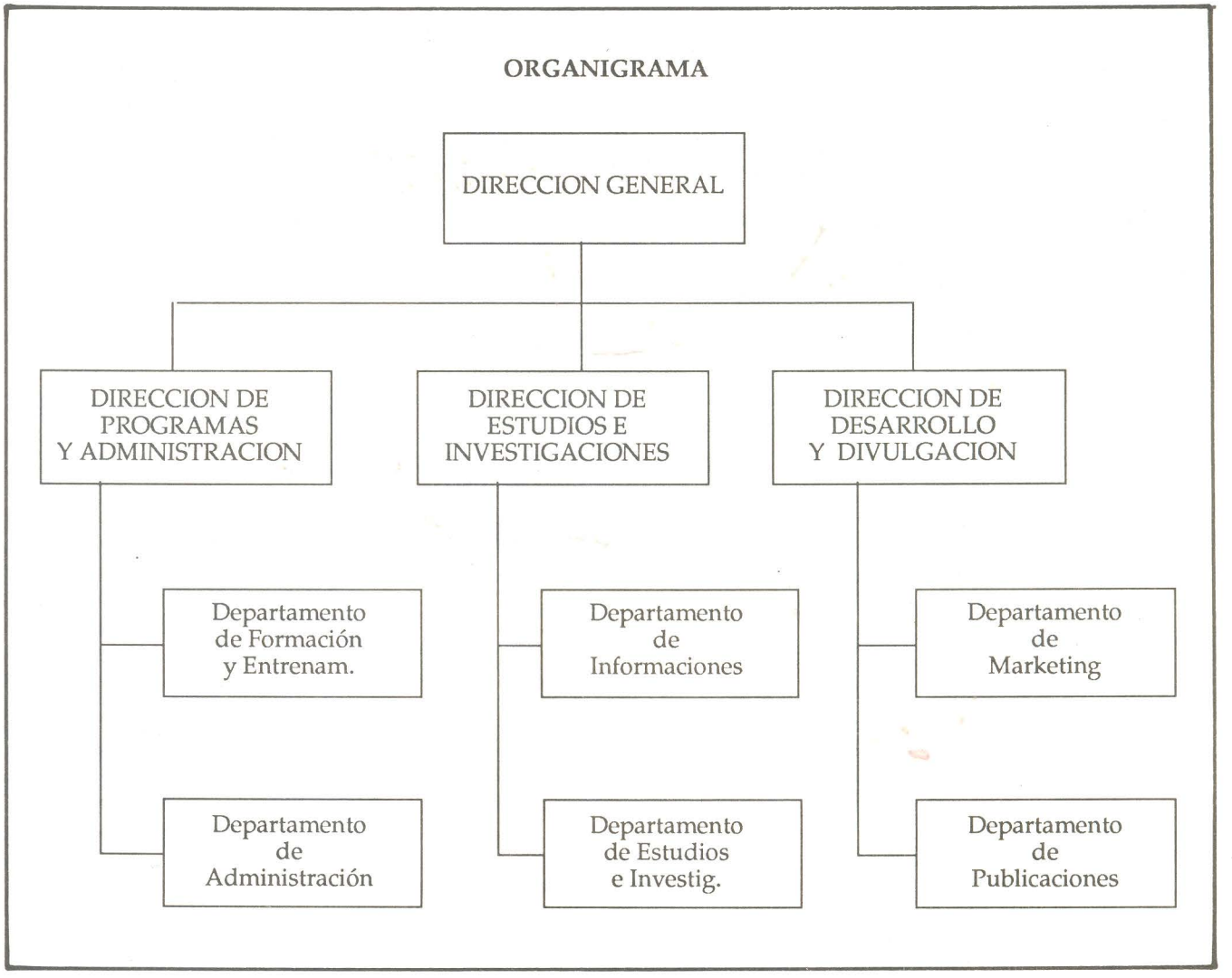
Así mismo, se dedicará a la investigación, asegurando el estudio permanente de los problemas que el Mercado de Capitales registra en su proceso de desarrollo, proponiendo las medidas correctivas del caso.

> *estudio permanente de los problemas que el Mercado de Capitales registra en su proceso de desarrollo, proponiendo las medidas correctivas...*

Una de estas medidas correctivas sería articular permanentemente los objetivos que tiene el Mercado de Capitales con los Planes Nacionales de desarrollo convirtiéndose en orientador de las actividades del Mercado de Capitales y un crítico de las políticas macroeconómicas que los desvirtuen. También el Instituto prestaría asesoría a las entidades públicas y privadas.

## ORGANIZACION

El IPEMEC tendría como máximo órgano representativo a la Dirección General, seguido de tres direcciones, los mismos que se encargarían de proponer y ejecutar el Plan de Acción Institucional, según




organigrama adjunto (Ver gráfico).

AREAS DE ADIESTRAMIENTO

AREA I: Especialización Básica

Esta área desarrollará un conjunto de cursos de Especialización básica, destinados a todas aquellas personas que desean incrementar sus conocimientos teórico–prácticos en los aspectos más relevantes del Mercado de Capitales; la duración de cada curso será de 2 a 3 meses. (Ver cuadro).

Así mismo ésta área dictará un curso de extensión en mercado de Capitales para estudiantes del último ciclo de Economía, Contabilidad, Administración y ramas afines de Ingeniería, cuya duración será de 2 meses.

AREA II: Especialización Avanzada

Con esta área lo que busca el IPEMEC es formar especialistas en Mercado de Capitales de nivel más avanzado, para ello implementaría un Programa Avanzado de Desarrollo de Mercado de Capitales (PADEMEC), cuya duración será de 7 meses. Así mismo dictaría un curso de Post–Grado en Administración de Inversiones y Financiamiento en el Mercado de Capitales, con una duración de 4 meses a tiempo completo.

AREA III: Forums, Conferencias, Seminarios y Mesas Redondas

Es el área encargada de discutir y difundir sobre el desenvolvimiento del Mercado de Capitales Nacional e Internacional, así como de las situaciones más relevantes del proceso económico nacional a través de una serie de certámenes a nivel nacional.

AREA IV: Formación General

Esta área comprende una serie de cursos destinados a ampliar y reforzar los conocimientos en el campo económico, contable y administrativo (C.M.E.)

# Evaluación de los valores inscritos en Bolsa

*Escribe: Hugo Torres Torres*

Para que el inversionista pueda comprar títulos valores de la Bolsa de Valores antes de apersonarse a un agente de bolsa o a una sociedad corredora, deberá evaluar un número posible de información y que esta sea completa, oportuna y relevante, permitiéndole arribar a decisiones acertadas sobre los precios de los valores.

La evaluación a que se alude debe reunir tres requisitos esenciales:

— Que los valores sean rentables;
— Que tengan liquidez; y,
— Que minimice los riesgos.

**La rentabilidad**

Consiste en evaluar el flujo de renta futura que el capital entregado puede generar, vale decir, el evaluador debe analizar cuántos intis debe ganr en un período determinado (un año) aplicando su dinero en acciones.

**Liquidez**

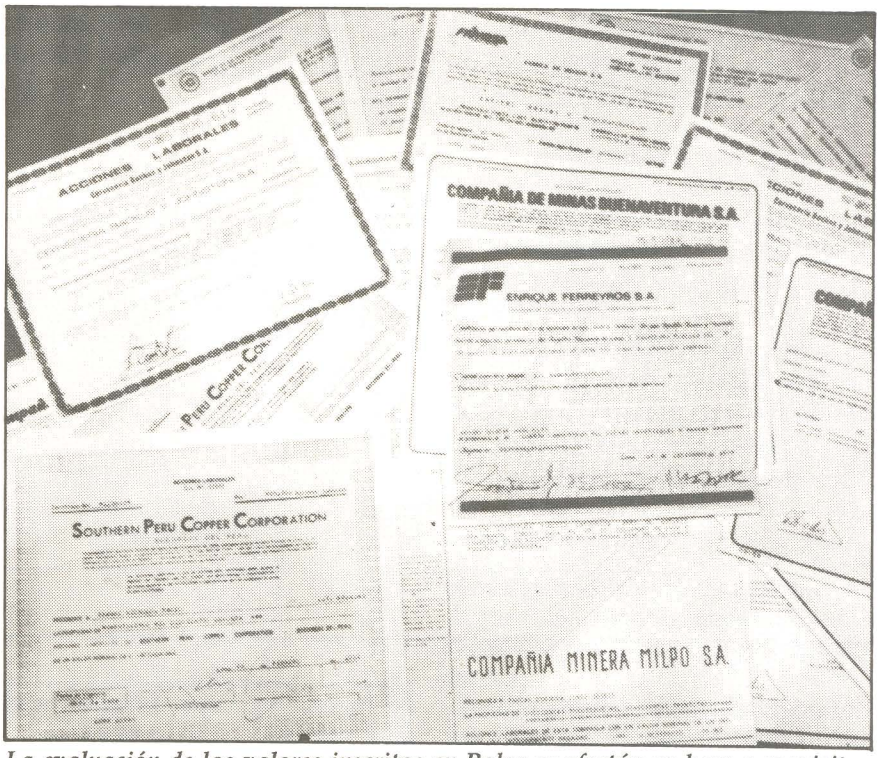
El término liquidez se refiere a la posiblidad de transformar el título valor en dinero para su uso.

La liquidez depende principalmente de la existencia o no de un mercado para el activo. Para ello, es bueno tomar en consideración, el número de días negociados en el período anterior, así como el número de valores negociados.

**Riesgo**

El objetivo principal del inversionista es el de maximizar sus ganancias con el mínimo riesgo. En tanto, es preciso indicar que cualquier inversión implica siempre cierto margen de riesgo, el riesgo de no recibir el capital invertido o el de no recibir el rendimiento esperado.

Existen dos escuelas que abordan el análisis de la inversión en acciones de empresas registradas en la Bolsa de Valores: la Escuela Fundamentalista y la Escuela Técnica.




*La evaluación de los valores inscritos en Bolsa se efectúa en base a requisitos esenciales.*

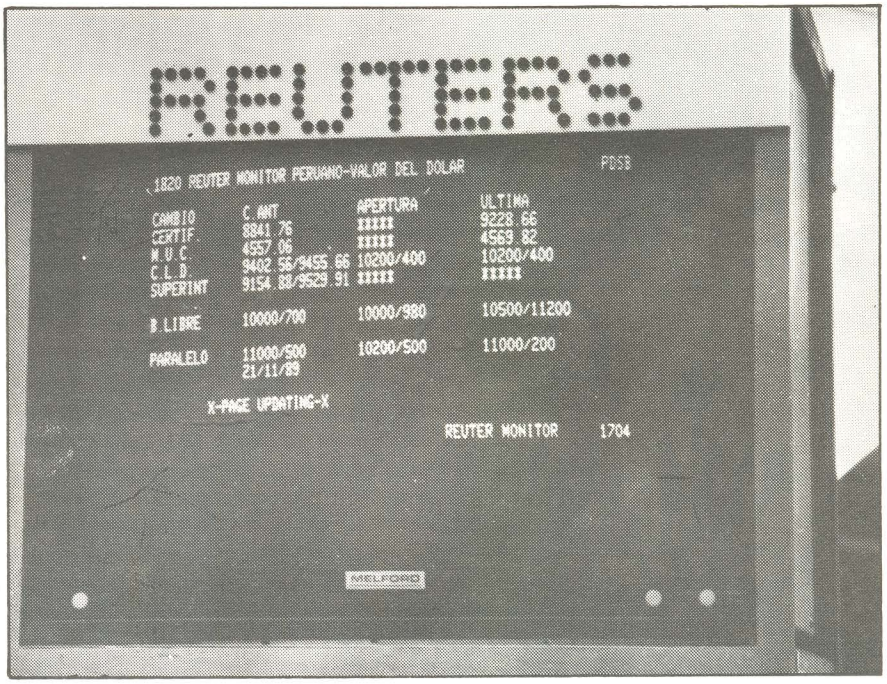
**Escuela Fundamentalista**

El objetivo del análisis fundamentalista es el de "determinar el real valor de una acción". Para esto el analista estudia cuidadosamente a la compañía, examinando sus condiciones de competitividad en el mercado donde actúa; comparándola con otras empresas del sector; proyectando resultados a tavés de simulaciones; estimando impactos sobre la compañía de modificaciones coyunturales en el área macroeconómica; utilizando, en fin, todos los datos y estimaciones

> *El término liquidez se refiere a la posibilidad de transformar el título valor en dinero para su uso...*

posibles de ser obtenidos a fin de visualizar del modo más preciso el futuro de la empresa (1)

Para que los inversionistas puedan evaluar adecuadamente la situación de las empresas, éstos deben contar con toda la información necesaria para la toma de decisiones, a esto se denomina "transparencia" y entraría naturalmente la evaluación de los estados financieros de las empresas a fin de conocer los informes anuales de la administración a las asambleas de accionistas y cualquier otra información importante sobre la empresa, que pudiera afectar el valor de la acción en el mercado, vale decir, de los dividendos, de los precios de los minerales, la política implementada en el sector a que pertenece la empresa, la crisis internacional que signifique un estancamiento del ritmo de la actividad industrial en los países desarrollados, etc.




*El análisis gráfico fue evolucionando con el correr del tiempo.*

### Escuela Técnica

Se basa en la premisa que el comportamiento futuro de las cotizaciones puede ser anticipado en función de la serie histórica de cotizaciones pasadas y en algunos casos de los volúmenes transados.

Los analistas técnicos utilizan principalmente los gráficos de barras y el de punto–figura.

La escuela grafista tienen su origen en la teoría de Dow, de Charles Dow, iniciador de la escuela, según el cual, es posible obtener la indicación de la tendencia financiera de las oscilaciones y prever las oscilaciones futuras de las cotizaciones a través de los gráficos.

Dow tuvo el mérito de haber iniciado la observación del desarrollo de las Bolsas Norteamericanas, a través del cálculo de medidas y haber divulgado ampliamente la utilización de los gráficos como una forma más eficiente de seguir las variaciones de los precios. Dow y su socio Jones, fundador en el siglo pasado del informativo financiero denominado Down Jones Financial News Service, a través del cual distribuían los gráficos de las principales acciones de la Bolsa de Nueva York.

El análisis gráfico fue evolucionando en el correr del tiempo y hoy se constituye en un instrumento auxiliar de gran valía para todos los interesados en el mercado de acciones.

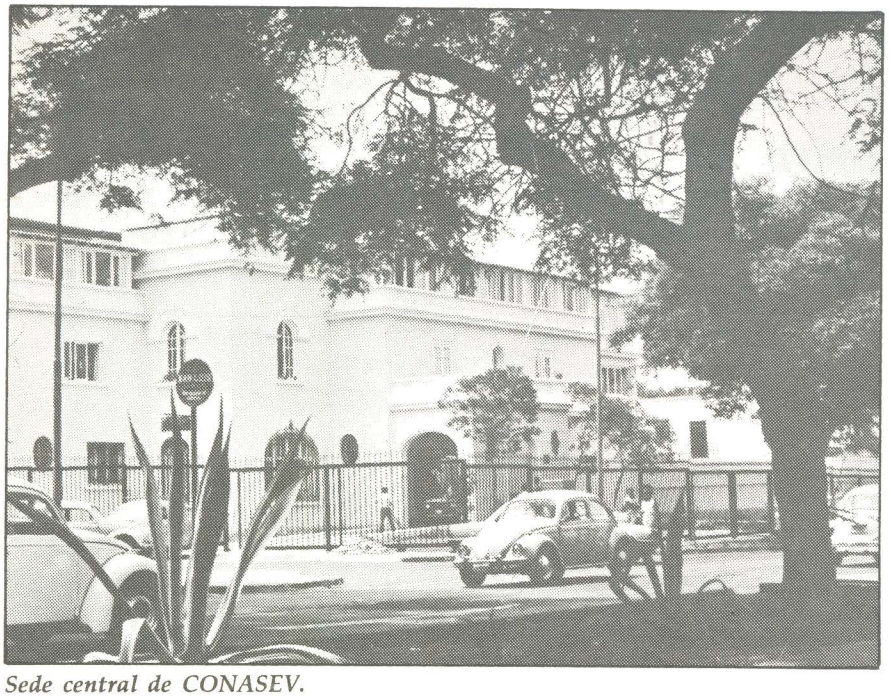
Por otro lado, los gráficos punto–figura no son muy utilizados por los analistas técnicos porque se trata de un gráfico de construcción complicada y cuya interpretación es bastante compleja.

En realidad es difícil encontrar un analista que utilice exclusivamente uno de los dos métodos. "Se dice igualmente que el análisis fundamental es adecuado para la selección de aquellas acciones que deben ser compradas, en cuanto a que el análisis técnico sirve para determinar la ocasión en que deben ser compradas" (2).

Es necesario indicar que es muy difícil evitar la manipulación mal intencionada en las cotizaciones de las acciones. En algunos países, tales como Brasil, Inglaterra y Estados Unidos, entre otros, sancionan la entrega de información privilegiada (Insider). En Brasil la CVM establece que "los administradores de compañías abiertas individualmente tienen el deber de guardar sigilo sobre cualquier información que no haya sido divulgada para el conocimiento del mercado, obtenida en razón de cargo y capaz de influir de modo ponderable en valores mobiliarios.

La nueva Ley de Sociedades Anónimas prohibe que los Administradores aprovechen de la información para obtener ventaja mediante compra o venta de valores mobiliarios" (3).

> *Para que los inversionistas puedan evaluar adecuadamente la situación de las empresas, éstos deben contar con toda la información necesaria...*
>
> ”



*Sede central de CONASEV.*

> *El objetivo principal del inversionista es el de maximizar sus ganancias con el mínimo riesgo...*

En Inglaterra se sancionan de forma severa el Insider Trading. En el libro de Nelson Laks Eizirich (4), se señala lo siguiente: "En términos del articulo 11º del Companies Act. de 1967, los directores están prohibidos de adquirir opciones de compra a precio prefijado de las acciones y obligaciones de la compañía, o de cualquier compañía del mismo grupo, si tales títulos estuviesen cotizados en la Bolsa. La prohibición se aplica también a la esposa e hijos menores del director. Además, los directores deben notificar a la compañía o compañías del mismo grupo cuando contraten la venta de tales títulos; o adquieran derechos a la suscripción de cada título o de compañía holding, subsidiaria, o pariente de la suya. Las penalidades establecidas son severas, en los términos del artículo 19º".

Por otro lado, la SEC (Securities Exchange Act.) parece ser definida en decisiones judiciales. Tal es así que el mismo Nelson Laks Eizirich dice al respecto:

"El desarrollo de ciertas obligaciones o de insider viene ocurriendo principalmente a partir de acciones judiciales propuestas por inversionistas perjudicados. parece existir una razón importante para este incentivo a la represión del insider trading mediante acciones judiciales propuestas por litigantes privados" (5).

Asimismo, cabe resaltar que el sistema de regulación en Estados Unidos se fundamenta básicamente en el proceso de disclosure; la finalidad principal de la legislación federal es la de obligar a las empresas que tienen sus títulos inscritos en Bolsa a presentar informaciones financieras consideradas como relevantes para los inversionistas. Hay un principio básico de la SEC por la calidad de las emisiones registradas en ellas y la de proveer de una adecuada prestación de informaciones, correspondiendo a los inversionistas el exámen de mérito. El registro no garantiza la absoluta exactitud de las informaciones dadas en el formulario de registro y en el prospecto de venta. Sin embargo, la legislación prohibe afirmaciones falsas en el registro, bajo penalidad de multa y de prisión, si estas fueran intencionadas.

Si el inversor sufriera perjuicios con la compra de acciones cuyo registro o prospecto presentaba informaciones falsas, puede solicitar indemnización por los perjuicios seguidos.

En cuanto al Perú, no es muy notoria la acción de la información privilegiada en la Bolsa, por cuanto ésta no es tan sensible como la que se presenta en países donde las Bolsas de Valores son más desarrolladas. Sin embargo, la Ley Normativa del Mercado Bursátil (Decreto Legislativo 211) no limita a los directores de empresas inscritas en Bolsa a adquirir títulos que estuvieren cotizados en ella comprando a precio prefijado como es el caso de Inglaterra. Tampoco se señalan penalidades a ser aplicadas a funcionarios de empresas que proporcionen información privilegiada.

Por otro lado, la función de Agente de Bolsa en el Perú, tampoco es muy dinámica por cuanto la ley no le faculta el asesoramiento al cliente para la compra de tal o cual título, tal como sucede en países de un mayor desarrollo del mercado de valores, excepto para la función que desempeña una sociedad corredora de acuerdo al inciso a) del artículo 22º de la Resolución CONASEV Nº 097-82-EFC/94.10, referida a la de asesorar e informar a los inversionistas en el mercado de valores.


(1) Geraldo Tostá de Sá – Investimentos No Mercado de Capitais – Rio de Janeiro, Brasil. p.72. 1979.

(2) Geraldo Tostá de Sá – Investimentos No Mercado de Capitais. – Río de Janeiro, Brasil. p.73. 1979.

(3) Introducción del Mercado de Acciones (CVM p. 213)

(4) Nelson Laks Eizirich – El Papel del Estado en la Regulación del Mercado de Capitales. p.81

(5) Op. Cit. p. 107.

## ¿EXISTENCIA INDISCUTIBLE?

# Derecho Económico

*Por: Roberto J. Alfaro P.*

La evolución histórica del hombre está condicionada a que éste siempre pueda salir airoso de los problemas que enfrenta en su constante devenir. La mayor parte de contingencias representan retos de trascendente magnitud a la sociedad. Uno de ellos, sino el más importante, sería el reordenamiento de las economías nacionales. Y ello, dado por la quimérica opción de una economía de mercado perfecta, regida por la ley de la oferta y la demanda, irrealizable por la presencia de los "monopolios", que son características cada vez más acentuadas en las sociedades modernas.

Si a lo anterior agregamos otros factores, como guerra externa, catástrofes, etc., que contribuyen a acentuar la crisis económica, quedan los particulares impotentes para corregir la economía. Surge en la escena entonces el Estado, como único capaz de orientar y enmendar la actividad económica. Vemos entonces que el Estado es forzado a intervenir y a tomar un papel activo. Pero, dentro de ciertos parámetros –que limiten la intervención estatal–, siendo el Derecho Económico el medio por el cual el Estado asume este rol.

La Primera Guerra Mundial fue decisiva para el surgimiento de esta disciplina jurídica. Ello, debido a las medidas intervencionistas que dictó el Estado para la economía privada, con el fin de recuperar rápidamente el bienestar económico.

El Derecho Económico posee dos ámbitos: interno o nacional (regula la economía de casa); y externo, o internacional (abarca las relaciones económicas entre los Estados).

Los sujetos de derecho de la novel disciplina son los clásicos agentes económicos en general; es decir, todo aquel que cumple funciones económicas trascendentes. Si bien, para unos, las fuentes del Derecho Económico lo constituyen "los principios que informan el contenido concreto de un orden jurídico determinado", para otros, son "lo expresado en las normas jurídicas de contenido económico (v. gr. la Constitución, leyes, reglamentos, etc.) que prohiben o describen comportamientos a ejecutar por los agentes económicos". Pero, ambas acepciones son aplicables al Derecho Económico.

Se puede citar una definición, con fin didáctico, fruto del análisis de diversos conceptos: "El Derecho Económico es el conjunto de principios jurídicos –según sea el modelo económico– que informan al Estado, para planear indicativa o imperativamente el desarrollo económico y social de una país. Para ello, normas jurídicos–económicas de derecho público, son dictadas al amparo de la Constitución.

El objeto de estudio del Derecho Económico comprende 2 dimensiones, al estar integrado por categorías jurídicas (elemento formal) y económicas (elemento material). Ambos elementos tienen como eje central el fenómeno del intervencionismo estatal en la economía. Su presencia se manifiesta cuando concurren dos aspecto dentro de un ordenamiento jurídico: a) intervencionismo; y b) dirección estatal.-planificación. La política económica estudia y evalúa los instrumentos técnicos de intervención estatal. Con el fin de regular el mercado. Al hacerse ésta permanente y sistemática, se torna en planificación democrática o concertada.

> ***En síntesis, el Derecho Económico contiene una aspiración finalista, busca ante todo "humanizar la economía" protegiendo a los sectores más débiles de la sociedad...***
>
> ”

*En cualquier régimen político la legislación económica es sólo una parte del ordenamiento jurídico preestablecido.*

El Derecho Económico surge entonces como regulador de ambos matices del intervencionismo estatal. Nuestra Carta Magna consagra estas dos concurrencias (intervencionismo, arts. 114, 132, 211 inc. 20 –caso: intervención de la banca; y, planificación, art. 111).

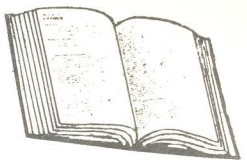
Los principales caracteres de esta disciplina son: **1) Autónomo,** una visión sistemática y de conjunto sólo puede ofrecerla una rama especializada. Además, gran parte de la legislación económica no es susceptible de encuadramiento en las actuales categorías jurídicas; **2) Finalista,** aspira a objetivos macro–jurídicos; **3) Humanista,** busca el equilibrio social entre los integrantes de una sociedad; **4) Dinámico,** sus normas son de coyuntura –de situación–, lo que imposibilita su codificación; **5) Complejo,** dado que su composición colinda con otras ramas del derecho, tornando difuso su encuadre metodológico y **6) Heterogéneo,** en el contenido de sus normas, ya que la actividad económica es dinámica, se busca regular campos nuevos y, modificar o re–interpretar la normatividad existente.

> *En cualquier régimen político, la legislación económica es sólo una parte del ordenamiento jurídico...*

Garrigues dice: "La economía, en todo país civilizado, tiene que estar sometida al derecho como toda otra manifestación social, porque el derecho es forma total de la convivencia humana".

En cualquier régimen político, la legislación económica es sólo una parte del ordenamiento jurídico preestablecido. El derecho mercantil de cuño liberal es ya impotente para regular las grandes sociedades anónimas, invadidas en todas las direcciones por el nuevo Derecho Económico, como derecho de la organización económica coactiva de sectores que, como la empresa, permanecían cerrados a la injerencia del Derecho Estatal. La idea del individualismo económico (Derecho Comercial) es reemplazada por la idea de la solidaridad económica, propia del Derecho Económico.

En síntesis, el Derecho Económico contiene una aspiración finalista, busca ante todo "humanizar la economía" protegiendo a los sectores más débiles de la sociedad; salvaguardando los intereses nacionales y protegiendo a empresarios y consumidores nacionales.



# Terminología bursátil

**ACCIONES LIBERADAS:** *Son títulos valores de renta variable que se emiten y entregan a los accionistas de las empresas cuando la junta de accionistas decide la capitalización de utilidades y reservas, así como cuando se produce capitalizaciones de los excedentes que generan la revaluación de los activos fijos de las entidades. Nótese que la distribución de los títulos se hace en forma gratuita y proporcional a la participación de cada accionista.*

**BONOS CON PREMIO:** *Son bonos con derecho no sólo al reembolso de su valor nominal sino también a participar en el sorteo de determinados premios, al momento de realizarse las amortizaciones de la emisión.*

**COSTO DE OPORTUNIDAD:** *Sacrificio en términos de probable ganancia como resultado de abandonar alternativas para decidir producir una mercancía o prestar un servicio. Por ejemplo, el costo de oportunidad de edificar cincuenta viviendas es equivalente al de destinar los fondos para adquirir una fábrica, un barco, unas tiendas, que hubieran podido obtenerse en su lugar.*

**MERCADO PRIMARIO:** *Mercado cuya función es la colocación de títulos valores provenientes de nuevas emisiones, transfiriendo fondos de una unidad superavitaria de recursos a una unidad deficitaria de ellos.*

**MERCADO SECUNDARIO:** *Lugar en el que se intercambian los títulos valores en circulación. Su finalidad es proporcionar liquidez a los títulos permitiendo a los inversores revertir sus decisiones de compra o venta, transfiriendo entre sí los títulos anteriormente adquiridos en el Mercado Primario.*

**OPERACION CRUZADA:** *Es aquella que proviene de la aplicación de una propuesta cruzada luego de ser anunciada por el pregonero, y si dentro del plazo establecido para la propuesta cruzada algún otro agente ofreciera mejor precio de compra o venta, el proponente está obligado a aceptar dicha propuesta, salvo que de inmediato la mejore y que, en este último caso, el mismo agente que ofreciera mejor precio lo haga una vez más, ante lo cual el proponente de la operación cruzada estará obligado a aceptarla, salvo que de inmediato mejore la propuesta del otro agente, con lo que queda culminada.*

**PROPUESTA CRUZADA:** *Surge cuando un mismo intermediario manifiesta, en Rueda, una orden de venta de valores coincidente a otra de compra. Esta propuesta debe ser formulada dentro de los márgenes del mercado ante el Director de la Rueda, quien dispondrá que sea anunciada a través del pregonero, indicando la denominación del valor y el precio unitario.*

**RENTABILIDAD:** *Son los beneficios netos obtenidos en la adquisición de valores. En obligaciones, la rentabilidad está determinada por el interés más o menos el diferencial de precios de compra y venta. En el caso de acciones, el rendimiento está determinado por los dividendos y acciones liberadas distribuidas por capitalización de utilidades y reservas más el diferencial de precios. En economías inflacionarias se les añade las acciones liberadas por efecto de la capitalización de los excedentes de revaluación de activos fijos.*

**RIESGO:** *Probabilidad de pérdida de capital que se afronta al tomar decisiones de inversión en acción o ejercer actividad empresarial.*

**TRANSPARENCIA:** *Información, lo más completa posible, sobre determinada empresa que permite fundamentar la decisión de invertir en la gama de valores incorporados a la negociación en Bolsa.*

**VALOR AGREGADO:** *Es el pago a los diversos factores productivos por contribuir a la creación de bienes y servicios, en otros términos es el aporte o contribución que hace cada sector productivo a la formación del Producto Bruto Interno del país.*

**VALOR DE MERCADO:** *Es el precio de un título valor, determinado por el libre juego de la oferta y la demanda.*

b: 00005117

# VALORES Responde...

PREGUNTA:

¿Las personas naturales que desarrollan actividades económicas generadoras de rentas de tercera categoría, se encuentran obligadas a llevar libros de contabilidad?

RESPUESTA:

Las personas naturales que desarrollan actividades económicas generadoras de rentas de tercera categoría, respecto a la obligación de llevar libros de contabilidad. (D.S. 100–77, modificado por el D.S. 94–81–EF), se sujetarán a las siguientes normas:

a) Los contribuyentes cuyos ingresos brutos anuales no excedan de 40 UIT (Unidades Impositivas Tributarias), o tengan activos que no excedan de 20 UIT, llevarán únicamente Registros de Ventas o Libro de Ingresos.

b) Los contribuyentes cuyos ingresos brutos anuales excedan de 40 UIT y sin sobrepasar de 80 UIT, o tengan un activo que exceda de 20 UIT y no sobrepase de 40 UIT, llevarán el Registro de Ventas o en su caso, un Libro de Ingresos y Gastos, así como un Libro de Inventarios.

c) Los contribuyentes que tengan un ingreso bruto anual o un activo superior a los límites fijados en el inciso anterior, deberán llevar contabilidad completa.

El valor de la UIT aplicable para efectos de determinar la obligación de llevar contabilidad completa será el que resulte de promediar los distintos valores de la UIT mensuales establecidos en el transcurso del año anterior (art. 12° de Decreto Legislativo 510).

ELABORADO: C.P.C. Gloria María Pacheco H.

CNCEV

# DESINTERMEDIACION

# FINANCIERA