

Sergio Salinas Rivas^(*)

El **impacto regulatorio** del nuevo RAI en el mercado de intermediación bursátil: ¿Sobrecostos versus transparencia?

«EL NUEVO RAI PRECISA UNA SERIE DE REQUISITOS Y REGLAS QUE ELEVAN SUSTANCIALMENTE LAS EXIGENCIAS QUE LOS INTERMEDIARIOS DEBERÁN CUMPLIR EN RELACIÓN CON EL CONTROL Y SUPERVISIÓN DE SUS OPERACIONES».

1. Introducción

Hace poco más de un año, se ha aprobado, mediante Resolución CONASEV 045-2006-EF-94.10, el nuevo Reglamento de Agentes de Intermediación⁽¹⁾ (el RAI), norma que regula las actividades de las Sociedades Agentes de Bolsa (en adelante, el Intermediario). Esta nueva norma introduce un conjunto de modificaciones e innovaciones normativas, que se han venido implementando a lo largo del último año.

El presente trabajo tiene como objetivo evaluar el impacto económico probable de la nueva normativa, así como su efecto en el desarrollo del mercado de servicios de intermediación bursátil. El tema es particularmente relevante tomando en cuenta el notable crecimiento del mercado bursátil durante el último año, tendencia que presumiblemente se va a mantener en el futuro, aunque con menor dinamismo, considerando la progresiva incorporación de inversionistas pequeños, individualmente o a través de vehículos de inversión colectiva (fondos mutuos), así como la consolidación de inversionistas institucionales como las AFP.

En la sección 2 del trabajo, se presenta una apreciación general del nuevo marco normativo y los objetivos hacia los que el mismo se orienta, y se describen los principales cambios introducidos por el

(*) Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Master en Leyes por la Universidad de Yale. Maestría en Economía por la Universidad del Pacífico.

(1) Publicado en el *Diario Oficial El Peruano* del 23 de julio de 2006.

**El impacto regulatorio del nuevo RAI en el mercado de intermediación bursátil:
¿Sobrecostos versus transparencia?**

nuevo RAI. En la sección 3, se desarrolla un análisis del posible impacto que cada uno de los principales cambios introducidos generen en el mercado de intermediación bursátil. Finalmente, en la sección 4, se plantea algunas recomendaciones de política pública a modo de reflexiones finales.

2. Los principales cambios en el RAI

2.1. Los objetivos del cambio

Las principales modificaciones e innovaciones contempladas en el RAI están orientadas a lo siguiente:

a) Elevar los requerimientos de solidez financiera y solvencia patrimonial del Intermediario, con el fin de brindar mayor respaldo a los inversionistas y al mercado de valores en general.

b) Introducir medidas y mayores requerimientos para asegurar la veracidad de la información proporcionada al mercado por el Intermediario y los emisores, con el fin de incrementar la calidad de la información disponible para los inversionistas.

c) Regular algunas operaciones no previstas en el anterior reglamento y elevar los requisitos para la realización de las operaciones ya reguladas, con la finalidad de lograr mayor eficiencia y seguridad en la realización de estas.

Si bien estas modificaciones e innovaciones, de acuerdo con el Informe COSO⁽²⁾ sobre Control Interno -texto de referencia utilizado por CONASEV para la elaboración del RAI- deberían contribuir a lograr mayores niveles de eficiencia, solidez y transparencia en el mercado de valores, promoviendo así su desarrollo, debe observarse que el establecimiento de algunas de estas medidas tienden a aumentar significativamente los costos de transacción, lo que puede desalentar el desarrollo de este tipo de actividades. Asimismo, es de esperar que, a mediano plazo⁽³⁾, los mayores requerimientos operativos y patrimoniales generen una tendencia hacia la consolidación

«PARA ASEGURAR UNA ADECUADA DIFUSIÓN, EL RAI OBLIGAA INCLUIR DENTRO DE SU POLÍTICA DE CLIENTES LOS CRITERIOS Y PROCEDIMIENTOS PARA EVITAR CONFLICTOS DE INTERESES ENTRE EL INTERMEDIARIO Y SUS CLIENTES; O ENTRE LOS VINCULADOS DEL INTERMEDIARIO Y LOS CLIENTES».

de la industria, en la medida que intermediarios con menores recursos, particularmente aquellos no asociados a alguna entidad bancaria, enfrentarán mayores dificultades para cumplir estos nuevos estándares.

2.2. El detalle de los cambios

Los principales cambios introducidos por el nuevo RAI pueden ser agrupados según los objetivos que persiguen:

a) Cambios destinados a generar mayor seguridad y fortaleza del sector; dentro de este grupo, se encuentran principalmente las modificaciones e innovaciones en los requerimientos patrimoniales y de liquidez, y en los límites operacionales.

b) Cambios destinados a generar mayor transparencia en el mercado; dentro de este grupo, se encuentra principalmente las reglas exigibles al sistema de control

(2) Disponible en: www.coso.org/publications/InternalControl.

(3) Particularmente, en la medida que se desacelere el actual *boom* de la bolsa limeña.

Sergio Salinas Rivas

interno, y la exigencia de códigos de conducta y manuales internos.

c) Cambios destinados a regular de nuevas operaciones; dentro de este grupo, se puede clasificar las modificaciones referidas a la negociación de instrumentos financieros (IF)

no inscritos y la regulación de instrumentos negociados en el extranjero.

El siguiente cuadro resume los principales conceptos modificados.

Principales Modificaciones al RAI

Tema	Anterior RAI	Nuevo RAI
Sistema de Control Interno (SCI)	El SCI del agente consistía en contar con un funcionario responsable del cumplimiento de los procedimientos y sistemas de control interno.	El agente debe contar con un SCI, que es el proceso diseñado por el Directorio a través de manuales, normas, políticas, directivas u otros, con el fin de proporcionar seguridad razonable para alcanzar los objetivos del agente.
Márgenes de Liquidez y Solvencia	Se contemplan los indicadores de liquidez y solvencia, así como la forma de su cálculo.	Se modifica disposiciones previstas en el anterior RAI sobre los criterios para el cálculo de los márgenes de liquidez y solvencia.
Manual de Organización y Funciones, Procedimientos Operativos, Control Interno	Se prevé la obligación de contar con manuales, pero no se detalla su contenido, por lo que no se exige su cumplimiento.	Se exige la implementación de dichos manuales, los que deberán cumplir ciertos requisitos.
Representantes	La Bolsa de Valores era quien autorizaba a un representante a ejercer sus funciones y los evaluaba periódicamente.	CONASEV es quien autoriza a un representante a ejercer sus funciones. La evaluación del representante será anual. Para ello, deberá crearse un sistema de evaluación.
Proceso de intermediación	No define el tema.	Detalla los procesos que comprende la actividad de intermediación, sea que se realicen a cuenta propia o a cuenta de terceros.
Negociación de IF no Inscritos	No define el tema.	Establece todos los requisitos necesarios para realizar este tipo de operaciones.
Instrumentos negociados en el extranjero	No define el tema.	Se establece los requisitos contractuales y estructurales y las condiciones para los instrumentos negociados en el exterior.
Futuros, Opciones y Derivados	Era necesaria la autorización previa de CONASEV. Se debe designar a un funcionario responsable quien deberá ser evaluado y llevar los cursos necesarios para su capacitación.	La autorización de CONASEV no será necesaria en caso de que el Intermediario, por cuenta propia, suscriba contratos de <i>forwards</i> de monedas con fines de cobertura de riesgos cambiarios. Se elimina el requerimiento referido a los cursos y evaluación previa de los funcionarios o representantes responsables.

3. El Impacto esperado de los cambios: un análisis costo-beneficio

3.1. Cambios destinados a generar mayor seguridad y fortaleza del sector

3.1.1. Márgenes de solvencia y liquidez

3.1.1.1. Descripción del cambio

El RAI incorpora modificaciones a los criterios para el cálculo de los márgenes de liquidez y solvencia que deben cumplir los intermediarios.

El indicador de liquidez y solvencia es el cociente resultante de dividir el patrimonio líquido del agente entre la suma de sus tenencias ponderadas por riesgo más sus posiciones descubiertas, y debe ser igual o superior a 1⁽⁴⁾. El objeto de este indicador es asegurar que el agente cuente con disponibilidad de recursos líquidos que le permita afrontar sin dificultades cambios abruptos de corto plazo en las condiciones de mercado.

Las modificaciones introducidas incluyen nuevas reglas, o modifican las existentes, para el cálculo del patrimonio líquido y de las tenencias ponderadas por riesgo. Así, tenemos, entre otra, las siguientes:

a) Para calcular el patrimonio líquido, se detrae del patrimonio neto las cuentas por cobrar vencidas por más de 10 días, en lugar de los 30 que señalaba el anterior reglamento. Asimismo, se incluye en la detracción las cuentas por cobrar que no cuenten con el reconocimiento del deudor, así como las inversiones en inmuebles, las cuentas por cobrar a largo plazo y otros valores, cuando cuenten con alguna de las características de la deuda subordinada; y también se incluye en la detracción el 100% de los activos gravados y no solo los activos fijos netos gravados.

b) Para calcular la tenencia propia ponderada por riesgos, respecto de la cual debe calcularse el margen de liquidez y solvencia patrimonial, se precisa que se computarán los valores o instrumentos de su propiedad que hayan sido

dados en garantía, aun cuando no figuren a su nombre. Asimismo, se precisa que también se computará como tenencia propia los valores o instrumentos recibidos en préstamo, excluyendo a su vez a los otorgados en préstamo.

c) Para valorizar la tenencia propia del Intermediario, se precisa que, en el caso de valores o instrumentos representativos de participación o de deuda que no registren cotización en los 3 meses anteriores, la valorización se efectuará a la última cotización de cierre obtenida o al costo de adquisición, el que resulte menor, y no el mayor como lo disponía el artículo 48 del anterior Reglamento.

3.1.1.2. Efecto esperado sobre el mercado

El efecto directo de estas modificaciones es elevar los requerimientos de solidez financiera y solvencia patrimonial del Intermediario. En este sentido, el literal a reduce el valor del patrimonio líquido, y el literal b aumenta el valor de las tenencias ponderadas por riesgo: el efecto de ambos cambios es reducir el cociente de solvencia y liquidez, presionando al Intermediario a incrementar su posición de liquidez.

Este cambio, sin duda, genera mayor seguridad y respaldo a los inversionistas y al mercado de valores. Al mismo tiempo, por el lado de los costos, supone una mayor disponibilidad de fondos de corto plazo del Intermediario, lo que puede restringir su gestión financiera y encarecer la actividad. Si bien estas mayores exigencias suponen una elevación de los costos de acceso al mercado, en nuestra opinión, no significan una barrera injustificada que perjudique la competencia, pues, por un lado, los costos impuestos no parecen ser muy

(4) Así lo señala el artículo 123 del RAI.

Sergio Salinas Rivas

significativos para un Intermediario con una posición patrimonial sólida y, por otro lado, tienden a generar una mayor seguridad muy positiva para la captación de nuevos inversionistas.

3.1.2. Límites operacionales

3.1.2.1 Descripción del cambio

El RAI también incorpora algunas reglas a las que deben sujetarse los Intermediarios en caso de operaciones con liquidación a plazo; es decir, aquellas que implican un riesgo de incumplimiento (*default*) de la contraparte o de variaciones significativas en los precios de mercado.

Las principales reglas introducidas en este punto son las siguientes:

a) Se mantiene el límite operacional de 15 veces el patrimonio neto, aplicable a las operaciones de compra, por cuenta propia o de sus clientes, con liquidación a plazo.

b) Se agrega un límite para el caso de las posiciones descubiertas (ventas de valores con los que el comitente vendedor aun no cuenta), cuyo total no puede exceder la suma de los fondos disponibles propios depositados en instituciones del sistema financiero, más las tenencias propias de libre disposición que puedan liquidarse dentro de un plazo de 3 días, más las líneas de crédito disponibles que puedan ser utilizadas también dentro de un plazo de 2 días⁽⁵⁾.

c) Se agrega un límite para el caso de las posiciones en cuentas extranjeras (suma de la valorización de las tenencias de valores e instrumentos financieros en el exterior, más los fondos de propiedad de sus clientes que se encuentren en el exterior a nombre del Agente), cuyo total debe ser menor en todo momento a 10 veces el patrimonio neto del Agente.

Cabe precisar que CONASEV, mediante disposiciones de Gerencia General, puede modificar los límites antes indicados.

3.1.2.2. Efecto esperado del cambio

La incorporación de nuevos límites operacionales a las actividades de los Intermediarios tiene por efecto reducir o controlar su exposición a eventos externos que puedan afectar su solvencia o situación patrimonial y aumentar el riesgo de incumplimiento frente a sus clientes. Ello es positivo pues genera mayor seguridad y responsabilidad en la gestión de las operaciones de los intermediarios. De otro lado, el costo de cumplimiento resulta bastante bajo, pues únicamente requiere una política de inversiones conservadora y debidamente controlada. Además, los límites se ajustan a las prácticas de mercado actual en el Perú⁽⁶⁾.

Sin embargo, merece un comentario particular el caso del límite establecido para el caso de las posiciones en el exterior. No resulta clara la racionalidad de este límite, en tanto no se trata de operaciones a plazo, pendientes de ejecución que pudieran entrañar un riesgo de incumplimiento de la contraparte para el Intermediario, sino de tenencias en valores o en efectivo que se encuentran debidamente registrados y custodiados en entidades de primer nivel del exterior: ¿cuál es, entonces, el riesgo que se quiere evitar?

Si se pretende limitar la exposición al riesgo de uso indebido de los valores o por parte

(5) Cabe destacar que, respecto de las tenencias propias de valores representativos de participación (acciones), estos deberán contar con cotización vigente en un mecanismo centralizado de negociación del país o del exterior, y deben contar con un administrador o tercero que los valore diariamente siguiendo una metodología aprobada por CONASEV o el organismo supervisor respectivo. Véase artículo 136.2 del nuevo RAI.

(6) Actualmente, los agentes de intermediación vienen cumpliendo con los límites operacionales regulatorios sin mayores problemas.

El impacto regulatorio del nuevo RAI en el mercado de intermediación bursátil: ¿Sobrecostos versus transparencia?

del Intermediario o de la casa de custodia de valores del exterior, debemos expresar nuestra reservas sobre su conveniencia, por las siguientes razones: (i) los intermediarios extranjeros, según el propio RAI⁽⁷⁾, ya deben cumplir una serie de requisitos destinados a garantizar su solidez y seguridad antes de poder ser utilizadas por el Intermediario; (ii) la selección de custodios extranjeros también debería estar sujeta a requisitos mínimos, tal como ocurre en el caso de las inversiones de los fondos mutuos⁽⁸⁾; (iii) CAVALI asume el mismo riesgo cuando actúa como titular de cuentas en depositarios extranjeros como la *Depositary Trust Company* (DTC), sin que tampoco en este caso exista alguna limitación; y, (iv) similar riesgo enfrentan los intermediarios y sus clientes respecto de las tenencias y fondos depositados en CAVALI o en las entidades de custodia locales, sin que exista un límite para ello.

La norma es, además, cuestionable desde el punto de vista jurídico, en tanto importa una restricción indebida y discriminatoria respecto a las operaciones en el exterior que puede realizar un Intermediario, que no tiene amparo en ninguna norma legal vigente. Por las razones expuestas, consideramos que vale la pena revisar la conveniencia de mantener esta regla.

3.2. Cambios destinados a generar mayor transparencia en el mercado

3.2.1. Sistema de control interno y manuales

3.2.1.1. Descripción del cambio

El anterior reglamento preveía la obligación del Intermediario de mantener un proceso de control interno a cargo de un funcionario responsable de su cumplimiento, pero sin detallar su alcance y componentes mínimos. El nuevo RAI precisa una serie de requisitos y reglas que elevan sustancialmente las exigencias que los intermediarios deberán cumplir en relación con el control y supervisión de

sus operaciones. Así, el nuevo RAI dispone que el Sistema de Control Interno (SCI) «deberá proporcionar seguridad razonable⁽⁹⁾ respecto de la efectividad y eficiencia de las operaciones del Intermediario; la confiabilidad y suficiencia de la información con la que cuenta; y el cumplimiento de las leyes y normas aplicables».

Para tal efecto, el nuevo RAI establece las condiciones mínimas que deben cumplir los intermediarios en este aspecto, destacando las siguientes⁽¹⁰⁾: existencia de mecanismos y procedimientos para identificar, evaluar y manejar los riesgos internos y externos que se enfrenten; existencia de planes de contingencia para el caso de fallas en aspectos informáticos u operativos, con el fin de asegurar la continuidad de la actividad principal; requerimiento de dos firmas autorizadas en caso de disposiciones de valores o fondos de los clientes, u otras acciones análogas; existencia de medidas y procedimientos para impedir el uso indebido de los recursos de propiedad de los clientes; existencia de procedimientos especiales para la identificación de clientes que actúan a través de representantes; existencia de políticas y procedimientos para cumplir con las disposiciones derivadas de la que crea la Unidad de Inteligencia Financiera; existencia de medidas de confidencialidad y barreras de información para impedir el uso indebido de información privilegiada; existencia de actividades de control de ejecución continua; etcétera.

(7) El artículo 39 del RAI establece que los intermediarios extranjeros que utilicen los intermediarios deben estar debidamente supervisados por entidades regulatorias de países miembros de IOSCO, contar con un sistema de confirmación de órdenes y proporcionarle estados de cuenta.

(8) Al respecto, véase artículo 128 del Reglamento de Fondos Mutuos y sus Sociedades Administradoras.

(9) Véase artículo 54 del RAI.

(10) Véase anexo 6 del RAI.

Sergio Salinas Rivas

El RAI exige también que el Intermediario implemente un sistema de evaluación permanente y documentado del SCI, cuyos responsables son el Funcionario de Control Interno, el Directorio y el Gerente General del Intermediario. El RAI exige que el Funcionario de Control Interno desarrolle sus funciones a dedicación exclusiva. Adicionalmente, el RAI dispone que los Intermediarios deberán contar, como mínimo, con los siguientes manuales: Manual del SCI, Manual de Procedimientos Operativos, Manual de Organización y Funciones y Normas de Conducta, especificando el contenido mínimo de cada uno de ellos.

3.2.1.2. Efecto esperado sobre el mercado

Este cambio debe generar mayor control y seguridad en el desenvolvimiento de las operaciones de los intermediarios, reduciendo la probabilidad de manejos inadecuados de la cartera o de los fondos de los clientes. Por otro lado, es bastante probable que la implementación del SCI exigido por el RAI signifique un costo importante para los Intermediarios, particularmente para los que no se encuentran vinculados a un grupo financiero. Por ejemplo, la exigencia de un Funcionario de Control Interno a dedicación exclusiva es una figura usual en grupos financieros, pero puede ser muy costoso para un Intermediario independiente; en los grupos financieros, usualmente este funcionario tiene responsabilidades sobre un conjunto de entidades vinculadas, de tal manera que su costo se puede distribuir entre todas ellas, hecho que no ocurre en el caso de los intermediarios independientes. Lo mismo puede ocurrir respecto de otros requerimientos informáticos que deben formar parte del SCI, lo que haría más competitivos a los intermediarios vinculados a entidades bancarias respecto de los independientes.

3.2.2. Código de conducta

3.2.2.1. Descripción del cambio

Este aspecto es una innovación del RAI, dado que anteriormente no existía la obligación de contar con un Código de Conducta⁽¹¹⁾. De acuerdo al RAI, en adición a los principios generales previstos en la norma, cada

Intermediario deberá contar con un Código de Conducta aplicable a los directores, gerentes, representantes y a todo el personal del Intermediario, quienes deberán también suscribir una carta de compromiso de cumplimiento de las reglas previstas en el referido código.

Los aspectos mínimos que debe cubrir el Código de Conducta son los siguientes: obligación de conocer y cumplir con lo dispuesto en el Código de Conducta y en los manuales y demás instrumentos aplicados por el Intermediario; medidas aplicables en casos de conflictos de interés; reserva y confidencialidad de la información a la que tengan acceso; medidas de sanción en caso de trasgresión al Código de Conducta; etcétera.

Sin embargo, debemos mencionar que las normas contenidas en el RAI todavía no son del todo claras y pueden perfeccionarse. Un buen ejemplo es el caso de los fondos mutuos: el Reglamento de Fondos Mutuos y sus Sociedades Administradoras (RFM) establece un contenido mínimo del Código de Conducta más completo que el previsto en el RAI.

Contenido Mínimo Código de Conducta: RAI versus RFM

	RAI	RFM
Información privilegiada	No	Sí
Barreras de información	No	Sí
Restricciones al uso de IP	Parcial	Sí
Conflictos de interés	Parcial	Sí
Ámbito de aplicación	Parcial	Sí
Control de aplicación	Parcial	Sí

(11) Existían reglas generales de conducta previstas en el propio RAI, pero no un cuerpo normativo independiente de cargo del propio Intermediario.

**El impacto regulatorio del nuevo RAI en el mercado de intermediación bursátil:
¿Sobrecostos versus transparencia?**

El presente cuadro nos muestra un análisis comparativo entre el contenido mínimo de las normas internas de conducta establecido por el Anexo I del RFM y el Anexo 4 del RAI. Se ha identificado los principales aspectos que usualmente son materia de un Código de Conducta en el mercado de valores, y se ha comparado ambos reglamentos para determinar si están cubiertos adecuada o parcialmente, o si no están cubiertos.

En general, el Código de Conducta del RAI y del RFM tienen un contenido mínimo de normas internas de conducta en cierta medida semejante; sin embargo, el Código de Conducta del RFM desarrolla en forma más extensa cada aspecto a tener en cuenta.

Por ejemplo, respecto a las barreras de información, el RFM establece medidas puntuales que deben observar las sociedades administradoras, tales como restricciones de acceso a los sistemas informáticos, restricciones de acceso de terceros a las sesiones del Comité de Inversiones, prohibición de uso de celulares en estas sesiones, separación de áreas, etcétera, aspectos que no están cubiertos en el RAI. Igualmente, el RFM contiene reglas más precisas respecto del sistema de control y sanciones por incumplimiento del Código de Conducta que no están contenidos en el RAI.

Con relación al tema específico del conflicto de intereses, el RAI incluye una regla sana: en el caso de operaciones con los clientes en las cuales el Intermediario o alguna de sus vinculadas actúe como contraparte, debe informar de esta situación previa y claramente a su cliente cuando la transacción se realice fuera de mecanismos centralizados de negociación; y ejecutar las transacciones al precio más favorable para el cliente vigente al momento en que se recibió la orden respectiva, cuando la transacción se realice en mecanismos centralizados de negociación. Estas reglas son objetivas -y, por lo tanto, sencillas en su aplicación- y emiten señales claras respecto de la prioridad de los intereses de los clientes.

«POR OTRO LADO, NO DEBE PERDERSE DE VISTA QUE EL ESTABLECIMIENTO DE EXIGENCIAS DE INFORMACIÓN EXCESIVAS COMO LAS ANTES SEÑALADAS TIENDEN A AUMENTAR INNECESARIAMENTE LOS COSTOS DE TRANSACCIÓN, Y DESALENTAR EL DESARROLLO DE ESTE MERCADO».

Para asegurar una adecuada difusión, el RAI obliga a incluir dentro de su política de clientes los criterios y procedimientos para evitar conflictos de intereses entre el Intermediario y sus clientes; o entre los vinculados del Intermediario y los clientes.

3.2.2.2. Efecto esperado sobre el mercado
Sin duda, es un paso importante en el marco regulatorio el establecimiento de reglas de conducta detalladas y debidamente publicitadas exigibles a los Intermediarios, en tanto genera mayor confianza entre los inversionistas respecto de la actuación de su Intermediario y, además, dispone reglas para zanjar o evitar potenciales riesgos propios de la actividad de intermediación como el conflicto de intereses o el acceso a información privilegiada⁽¹²⁾. De otro lado, aunque el cumplimiento de algunas de las normas de conducta exigibles puede implicar

(12) La exigencia de códigos de conducta es una práctica usual en la mayor parte de mercados de capitales desarrollados (Estados Unidos de América, Comunidad Económica Europea, España, etcétera). Si el marco regulatorio del mercado de valores peruano no ofrece los mismos estándares de seguridad y facilidades al inversionista, se corre el riesgo que el capital migre hacia plazas más atractivas.

Sergio Salinas Rivas

costos, se trata principalmente de estándares de conducta que deben respetar los intermediarios. En el balance, la incorporación de estas reglas debe redundar en un mayor desarrollo del mercado de capitales peruano.

Sin embargo, es conveniente concordar el contenido mínimo del Código de Conducta exigido a los Intermediarios con el exigido a las sociedades administradoras de fondos mutuos. No tiene sentido, y se corre el riesgo de originar señales contradictorias, exigir estándares distintos.

3.2.3. Reglas aplicables a los representantes

3.2.3.1. Descripción del cambio

La exigencia de contar con representantes ya estaba prevista desde el anterior RAI. El nuevo RAI contiene reglas adicionales y más detalladas respecto de las funciones y responsabilidades tanto del Representante como del Intermediario.

El objeto de la norma es, desde nuestro punto de vista, doble: por un lado, que el Intermediario conozca al cliente y pueda desarrollar una política de inversiones que se ajuste al perfil de cada inversionista⁽¹³⁾; por otro lado, asegurar que el cliente -particularmente, el pequeño inversionista- reciba una asesoría e información profesional y adecuada sobre los riesgos de invertir en el mercado de valores.

El artículo 25.2. señala que el Intermediario «es responsable de implementar los procedimientos necesarios para que únicamente sus representantes sean quienes realicen las actividades de intermediación que corresponden a su función». Sin embargo, no resulta claro el alcance de la

norma, toda vez que la última parte del dispositivo citado nos remite a las actividades que corresponden a su función (entiéndase del representante); pero ¿cuáles son estas actividades? El tratamiento de este aspecto en el nuevo RAI es incierto.

En efecto, el artículo 29 del RAI precisa las etapas que comprende la actividad de intermediación: recepción y transmisión de órdenes, ejecución de tales órdenes, y la asignación de operaciones a las órdenes ejecutadas. No obstante, no se señala que en ellas deba participar obligatoriamente un representante. Entonces ¿en qué etapas es necesaria su participación?⁽¹⁴⁾ ¿O en todas ellas?

Una interpretación posible es que «solo» a través de representantes los intermediarios pueden realizar sus actividades, de manera que se requiere su participación en todas las etapas de la intermediación. Sin embargo, esta interpretación es objetable. En primer lugar, en tanto limita la libertad de los intermediarios para organizar sus actividades según su propia conveniencia, esta norma debe ser interpretada restrictivamente, de acuerdo a nuestro ordenamiento jurídico⁽¹⁵⁾, lo que supone preferir, entre dos o más interpretaciones

(13) La regla «Conoce a tu Cliente» (*know your client*) proviene del Derecho anglosajón. Aunque también se asocia a las medidas de prevención de lavado de dinero (Cfr. MONCADA, José. *Las normas de conducta de los intermediarios financieros en España*. Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, 2007), la regla está originalmente dirigida a establecer un estándar de diligencia legal aplicable a los intermediarios bursátiles en la relación comercial con sus clientes. Véase nota 16.

(14) Adicionalmente, el artículo 26 del RAI establece la obligación del Intermediario de contar con un representante en cada una de sus oficinas adicionales. Pero, supongamos el caso de un Intermediario que contrata la red de oficinas del grupo financiero al que pertenece para que sirva de estafeta para la recepción de órdenes de los clientes. Es claro que las oficinas son del Banco, pero se presta un servicio al Intermediario: ¿es necesario que exista un representante en cada una de las oficinas del Banco?

(15) «Artículo IV del Título Preliminar del Código Civil
La ley que establece excepciones o restringe derechos no se aplica por analogía».

**El impacto regulatorio del nuevo RAI en el mercado de intermediación bursátil:
¿Sobrecostos versus transparencia?**

posibles, aquella que resulte menos restrictiva o limitativa para el particular. Bajo este criterio, debe preferirse la interpretación que proponemos más adelante.

Pero, más allá del aspecto estrictamente legal, conviene analizar la norma desde un punto de vista de política pública: ¿produce o no un beneficio para el mercado? ¿aumenta o no el bienestar de los inversionistas? Y, en este punto, consideramos que una interpretación como la indicada es ineficiente, al menos por dos razones: en primer lugar, esta regla aumentaría los costos de transacción en el mercado y limitaría el acceso de los pequeños inversionistas a las ventajas y oportunidades del mercado de capitales, pues, en lugares con demanda insuficiente para cubrir los gastos de una oficina y sus representantes (por ejemplo, en ciudades del interior del país), lo más racional por parte del Intermediario sería simplemente no realizar actos de intermediación en dichas zonas. En segundo lugar, la regla «conoce a tu cliente» -que, en última instancia, justificaría conceptualmente la exigencia de la participación de un representante del Intermediario al momento de captar al cliente-, tiene sentido cuando se trata de operaciones en las cuales el Intermediario ejerce cierto margen de discrecionalidad sobre las inversiones de sus clientes (como la administración de cartera, por ejemplo), pero no en los casos en los que la función del Intermediario se limita únicamente a ejecutar instrucciones de su cliente. Supongamos, a modo de ilustración, que una persona desee vender sus acciones en Telefónica del Perú para atender las obligaciones de pago de la educación escolar de sus hijos: ¿sería necesaria la participación de un representante debidamente preparado para atender dicha

solicitud? ¿Qué valor agregado puede generar un representante en esa decisión? ¿Qué pasa si el inversionista domicilia en el interior del país y el Intermediario no tiene oficina: debe el inversionista ir a la ciudad más cercana en la que exista un representante? Cuando un inversionista desea voluntaria e individualmente comprar o vender determinados valores, resulta innecesario exigir la presencia un representante.

Ciertamente, es distinto el caso cuando el cliente solicita al Intermediario una asesoría para el diseño y ejecución de una estrategia o portafolio de inversiones: el perfil de inversionista de una profesora escolar jubilada que busca una rentabilidad más o menos estable, es evidentemente diferente que el de un financista plenamente consciente de los riesgos y que quiere «apostar» un dinero motivado por los mayores retornos que espera obtener. En tales casos, es una sana política regulatoria exigir al Intermediario que conozca efectivamente el perfil de riesgo de su cliente contra la cual luego evaluar la idoneidad de las inversiones que realiza en su portafolio. De hecho, estos son los casos en los cuales la jurisprudencia norteamericana ha desarrollado el concepto⁽¹⁶⁾; y, en la misma línea, se

«Inciso 9 del artículo 139 de la Constitución Política del Perú
Son principios y derechos de la función jurisdiccional:
(...)

9) el principio de inaplicabilidad por analogía de la ley penal y de las normas que restrinjan derechos».

Véase también jurisprudencia de la Corte Suprema, Expediente 1671-9: «Las normas e instituciones que establezcan restricciones de derechos o situaciones excepcionales deben ser interpretadas y aplicadas restrictivamente».

(16) En un caso muy conocido, *Clark v. John Lamula Inc.* 583 F.2d.594 (2d Cir. 1978), la demandante, la señora Clark, era una profesora de escuela retirada de cerca de sesenta años, que había recibido 140,000 dólares de su divorcio de su segundo marido, de los cuales quería invertir 100,000 para recibir un «ingreso estable» de 1,000 dólares mensuales. Para ello, contrató los servicios de Lamula, una firma de corretaje de valores, quien invirtió en opciones y otros derivados, generando al cabo de unos meses, una pérdida de 30,000 dólares. La señora Clark demandó a Lamula por falta de adecuación (*unsuitability*) en la estrategia de inversiones desarrollada a sus expectativas y perfil de inversionista. La Corte de Apelaciones del Segundo Circuito de los Estados Unidos de Norteamérica confirmó la posición de la primera instancia que declaró fundada la demanda y ordenó a Lamula a pagar los daños y perjuicios causados. Obsérvese que

Sergio Salinas Rivas

pronuncian las recientes disposiciones de la Comunidad Económica Europea⁽¹⁷⁾. Al respecto, Moncada⁽¹⁸⁾ destaca que la Directiva 2004/39/CE precisa los casos en los que el principio *know your customer* no se exige: no se requiere información al cliente sobre sus características de inversión «si el servicio se limita exclusivamente a la ejecución o recepción y transmisión de órdenes de los clientes».

Un tercer aspecto que llama la atención respecto de esta regla es la contradicción con las normas que regulan el sistema de fondos mutuos: en efecto, ya las normas sobre fondos mutuos establecen que la captación de suscripciones de cuotas de los fondos puede ser tercerizada a entidades bancarias y, de hecho, así ocurre, sin exigir la presencia de ningún representante de la sociedad administradora⁽¹⁹⁾. Obviamente, hay grandes economías en ello, pues, de esa manera, se reduce los costos de intermediación que tendrían que cobrar los fondos mutuos si tuvieran que abrir sus oficinas y representantes exclusivamente para ellos. Esto - entre otras razones- ha permitido un crecimiento sustantivo del patrimonio de los fondos mutuos hasta superar los 4000 millones de dólares a la fecha. ¿Cuál es la razón para que, en el caso de los intermediarios, se exija la presencia de un representante para captar las inversiones del público en general, y en el caso de los fondos mutuos no? La finalidad y el destino de esas inversiones, al final del día, es el mismo; lo que cambia es el vehículo a través del cual se materializan. Así, al exigir incurrir en costos cuya utilidad o racionalidad económica es discutible, esta norma discrimina indebidamente a los intermediarios respecto de los fondos mutuos.

Como hemos adelantado, existe otra interpretación posible: no es exigible la participación del representante en la etapa de recepción y transmisión de las órdenes, pues, si bien se trata de un acto propio de los Intermediarios, en ninguna

parte del RAI se señala que la realización de estas actividades sea competencia exclusiva y excluyente de los representantes. Cabe destacar, en este punto, que la reserva legal prevista para las actividades de intermediación en la Disposición Final Decimoséptima de la Ley del Mercado de Valores (LMV)⁽²⁰⁾ es a favor del Intermediario, no del representante.

Debe advertirse que esta interpretación no supone, en modo alguno, reducir las obligaciones de información que debe proporcionarse a cualquier inversionista interesado en invertir en bolsa. Lo que decimos es que, para ello, no es necesario incurrir en los altos costos de mantener un equipo de representantes a nivel nacional: hay otros mecanismos costo-eficientes, como la divulgación de folletos informativos, páginas web, etcétera. Naturalmente, si el cliente desea efectivamente una mayor asesoría, debido al tipo de transacción que desea realizar, entonces sí debe tener acceso a un servicio especializado, y probablemente deba pagar por ello.

3.2.3.2. Efecto esperado sobre el mercado

El efecto esperado de esta norma es controversial. Por un lado, se pretende fomentar un acceso informado y consciente de los pequeños inversionistas al mercado de valores. Sin embargo, por otro lado, la exigencia de mantener un equipo de representantes de los intermediarios a nivel nacional parece excesiva y muy costosa,

la regla *know your client* tiene sentido en casos de *unsuitability* cuando: (i) es necesario conocer al cliente para asegurar un diseño apropiado de la estrategia de inversiones; (ii) el intermediario tiene poder discrecional sobre la cuenta del cliente.

(17) Así lo dispone la Directiva 2004/39/CE, artículo 19, numeral 6.

(18) MONCADA, José. *Op.cit.*; p. 30.

(19) Véase el artículo 58 del Reglamento de Fondos Mutuos y sus Sociedades Administradoras, que indica que los bancos pueden colocar cuotas. En el mismo sentido, véase también el artículo 50 de la Ley del Mercado de Valores.

(20) Disposición Final Decimoséptima: «Queda prohibida a toda persona la realización de todo acto u operación privativo de las bolsas, agentes de intermediación (...)».

El impacto regulatorio del nuevo RAI en el mercado de intermediación bursátil: ¿Sobrecostos versus transparencia?

poniendo a los intermediarios en desventaja respecto de otros mecanismos de inversión disponibles para el mismo público inversionista, como los fondos mutuos o incluso las AFP, que no requieren la presencia de estos especialistas.

Parece conveniente apuntar -siguiendo la práctica regulatoria internacional- hacia un esquema intermedio, en el cual se exija la participación de representantes únicamente en los casos en los cuales efectivamente el cliente requiera una asesoría especializada. Naturalmente, en el resto de casos, se mantendrá la obligación del Intermediario de proporcionar información adecuada al cliente.

3.2.4. Reglas para la calificación de intermediación

3.2.4.1. Descripción del cambio

Como hemos indicado, la LMV establece que la realización de actos de intermediación es potestad exclusiva de los intermediarios e, incluso, criminaliza el «desempeño de actividades propias de los agentes de intermediación sin contar con autorización para ello (...)»⁽²¹⁾. Por tal razón, es importante la definición de los alcances del concepto de intermediación que plantea el nuevo RAI. Al respecto, se señala que la actividad de intermediación comprende los siguientes procesos: la recepción y transmisión de órdenes por cuenta de terceros; la ejecución de tales órdenes; la asignación de operaciones a las órdenes ejecutadas; y la negociación por cuenta propia.

Sin embargo, subsiste una duda vinculada al punto anterior: si bien se califica como actos de intermediación la recepción y transmisión de las órdenes de terceros (etapa sustantiva en el proceso de captación de clientes), no queda claro si puede subcontratarse este servicio a una entidad bancaria que cuente con una red de oficinas a nivel nacional, mecanismo eficiente para asegurar la mayor cobertura de mercado a costos manejables por parte de los Intermediarios. Dado que en el caso del sistema de fondos mutuos, como ya se ha advertido, cualquier sociedad administradora puede contratar a una entidad bancaria para realizar las actividades de captación de partícipes a través de sus oficinas sin ningún requerimiento adicional,

(21) Así lo dispone el artículo 167 de la LMV.

resultaría incongruente plantear un tratamiento diferente en el caso de los Intermediarios.

3.2.4.2. Efecto esperado sobre el mercado

Si bien es positivo definir con mayor precisión los alcances del concepto de intermediación, y debería generar mayor predictibilidad y seguridad jurídica en el mercado, señalar que la sola recepción y transmisión de órdenes por cuenta de terceros constituye intermediación podría impedir la utilización de la red de oficinas bancarias para recibir las órdenes de los comitentes.

Esto generaría un tratamiento diferenciado e ineficiente respecto del proceso de suscripción de cuotas de los fondos mutuos regulado por la propia CONASEV, el cual no está sujeto a estas limitaciones, como ya se ha advertido. Si bien el artículo 50 de la LMV dispone que la adquisición de certificados de suscripción de cuotas representativas de un fondo mutuo de inversión en valores no requiere la intervención de un agente de intermediación, es recomendable adoptar las previsiones reglamentarias necesarias para corregir cualquier distorsión en el mercado entre fondos mutuos y sociedades de intermediación, en aplicación del principio de neutralidad regulatoria que debe regir el diseño de políticas públicas.

3.3. Cambios destinados a regular nuevas operaciones

3.3.1. Reglas aplicables a la negociación de instrumentos financieros no inscritos

3.3.1.1. Descripción del cambio

Este tema constituye otra innovación del RAI y está dirigido a regular la negociación en

Sergio Salinas Rivas

algún mecanismo centralizado de negociación de instrumentos financieros no inscritos que califiquen como títulos valores. El anterior Reglamento no regulaba este tipo de operaciones.

Las principales disposiciones al respecto están referidas, por un lado, a precisar los instrumentos financieros no inscritos que pueden ser negociados en un mecanismo centralizado de negociación y, por otro, al establecimiento de un conjunto de reglas de información que el Intermediario debe verificar se cumplan al momento de ejecutar la operación.

Respecto del primer punto, se establece que solo podrán negociarse aquellos instrumentos cuyo obligado principal sea una persona jurídica constituida en el país, distinta del vendedor⁽²²⁾. Respecto del segundo punto, los requisitos exigidos para la negociación de estos instrumentos son numerosos. Por ejemplo, en las operaciones de venta se pide que el comitente vendedor revele, por cada una de las operaciones de venta que realice, una serie de informaciones sobre la situación o solidez patrimonial del obligado, tales como estados financieros, porcentaje del patrimonio afectado por medidas cautelares, sometimiento a procedimientos concursales, etcétera. Del mismo modo, se exige al comitente comprador que declare que ha recibido la información antes mencionada sobre el instrumento financiero no inscrito a adquirir, y que reconoce que el Intermediario no tiene responsabilidad por la solvencia o el cumplimiento del obligado principal.

3.3.1.2. Efecto esperado sobre el mercado

La justificación económica de estas reglas es cuestionable y su efecto, probablemente negativo. Por un lado, no está claro cuáles son los beneficios que se espera obtener de la revelación de información por parte del comitente vendedor como la requerida por el nuevo RAI: quien está en mejor situación para conocer realmente su situación patrimonial y eventual riesgo crediticio es el propio obligado al pago, y no un tercero como es el caso del comitente vendedor tenedor del instrumento.

Como el propio RAI implícitamente reconoce, estos titulares solo pueden formular declaraciones calificadas, dado que no es posible exigirles que asuman responsabilidad por hechos de terceros: CONASEV ha precisado que el vendedor solo debe revelar si tiene o no conocimiento de dicha situación. Sin embargo, el valor y la utilidad práctica de dichas declaraciones calificadas o condicionadas son bastante relativos, pues no genera certidumbre a los inversionistas adquirentes. Además, el propio RAI exige al comitente comprador declarar que reconoce que el Intermediario vendedor no asume responsabilidad alguna. Pero, entonces ¿quién asume el riesgo de la insolvencia de un tercero como el obligado principal? ¿Para qué sirven, en última instancia, todas estas declaraciones?

Por otro lado, no debe perderse de vista que el establecimiento de exigencias de información excesivas como las antes señaladas tienden a aumentar innecesariamente los costos de transacción, y desalentar el desarrollo de este mercado.

Cabe anotar que la Bolsa de Valores de Lima (BVL) también ha reglamentado la posibilidad de negociación de instrumentos de emisión no masiva en un mecanismo centralizado de negociación (Reglamento MIENM)⁽²³⁾. Sin embargo, debe observarse que el tratamiento otorgado por la BVL es distinto al previsto en el nuevo RAI. En primer lugar, quien debe proporcionar información sobre su situación financiera es el propio obligado principal del título, y no el comitente

(22) Suponemos que la restricción se explica para facilitar la exigibilidad del pago en caso de incumplimiento.

(23) Aprobado por Resolución CONASEV 024-2007-EF.

El impacto regulatorio del nuevo RAI en el mercado de intermediación bursátil: ¿Sobrecostos versus transparencia?

vendedor; en caso de que este sea quien proporcione la información requerida, debe asumir responsabilidad solidaria con el obligado principal por el pago del título⁽²⁴⁾. Adicionalmente, puede observarse que no se exige que en cada operación a realizar se presente esta información, sino que mientras el obligado principal o emisor del título valor continúe cumpliendo periódicamente con las obligaciones de proporcionar la información que la BVL determine, se seguirá permitiendo la negociación de los títulos que presente⁽²⁵⁾. Por último, la declaración del comitente que exige el Reglamento MIENM⁽²⁶⁾ se refiere únicamente a si existe vinculación entre los intervinientes, y no sobre la situación patrimonial del obligado principal.

De otro lado, y más de fondo, no resulta clara la racionalidad de utilizar mecanismos de negociación pública para valores no inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores. Los mecanismos centralizados de negociación están diseñados para operar en mercados abiertos y con participación masiva de los inversionistas, sobre la base de un flujo permanente, confiable y relativamente completo de información sobre los valores a transar proporcionada por el emisor de dichos valores, conforme a lo dispuesto en la ley: para ello, precisamente, se obliga a su inscripción antes de su negociación. En el caso de los instrumentos financieros no inscritos, es evidente que no existen estas condiciones, por lo que resulta forzado permitir su negociación en estos mecanismos. Es por esta razón que, al final del día, el regulador se ve en aprietos para exigir una serie de normas de revelación de información que ni siquiera ofrece seguridad razonable a los inversionistas.

Cabe anotar que, de acuerdo al Boletín Mensual de la BVL⁽²⁷⁾, el monto negociado en el mercado MIENM es cero. CONASEV debe replantear esta regulación.

3.3.2. Operaciones en mercados del exterior

3.3.2.1. Descripción del cambio

Este aspecto no estaba cubierto en el anterior RAI. Entre las

reglas contempladas para este tipo de operaciones en el nuevo RAI, podemos destacar, por ejemplo, las condiciones que deben cumplir los instrumentos negociados en el exterior para ser elegibles⁽²⁸⁾: negociarse en mercados organizados autorizados de países que forman parte del Comité Técnico de la Organización Internacional de Valores (IOSCO); contar con información pública sobre sus cotizaciones; contar con una institución encargada de la custodia y registro de valores supervisada por alguna comisión de valores miembro de IOSCO, entre otras.

La norma también señala las condiciones que deben cumplir los intermediarios extranjeros para poder ser seleccionados por el Intermediario local: encontrarse bajo supervisión de alguna comisión de valores miembro de IOSCO; contar con un sistema de confirmación de operaciones; y obligarse a proporcionar estados de cuenta mensuales.

También es relevante destacar que el nuevo RAI establece que el Fondo de Garantía de la Bolsa no cubrirá estas operaciones. Asimismo, el nuevo RAI exige que el Intermediario suscriba un contrato con los clientes, que deberá contener una declaración del cliente de conocer los siguientes aspectos: (i) el funcionamiento de este tipo de operaciones; (ii) la sujeción de estos instrumentos financieros a las normas que regulan los mercados de valores extranjeros donde se negocian; (iii) los tipos de instrumentos financieros que van a adquirir; (iv) los sistemas de

(24) Véase artículo 5 del Reglamento MIENM.

(25) Véase artículo 5 del Reglamento MIENM.

(26) Véase artículo 11 del Reglamento MIENM.

(27) Véase el Informe Mensual de septiembre de 2007 de la BVL. Disponible en: www.bvl.com.pe/pubdif/infmen/200709b6.htm.

(28) Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores.

Sergio Salinas Rivas

información disponibles; (v) los riesgos que asume; y (vi) la inexistencia de cobertura alguna para operaciones en el exterior. Igualmente, el contrato deberá contener los descargos de responsabilidad del Intermediario que indiquen que este no asume responsabilidad por la solvencia de los emisores de los instrumentos financieros, ni por las variaciones que se produzcan en el tipo de cambio.

3.3.2.2. Efecto esperado sobre el mercado

Esta innovación es positiva, pues se trata de un aspecto que no estaba adecuadamente previsto en el anterior RAI. Al fijar las reglas de juego mínimas para el desarrollo de estas actividades, se genera mayor predictibilidad y certeza, y se incentiva a los agentes a realizar este tipo de operaciones. Por otro lado, los requisitos exigidos no parecen generar costos irracionales o excesivos sobre los agentes.

4. Recomendaciones de política pública

A continuación, planteamos algunos comentarios finales destinados a orientar la acción futura de la política regulatoria en el mercado de intermediación bursátil:

a) El establecimiento de límites operacionales respecto de las tenencias en el exterior no tiene una justificación regulatoria clara. En estos casos, el Intermediario no está expuesto a ningún riesgo operacional, dado que las tenencias ya forman parte del patrimonio (del cliente o del agente de intermediación, según sea el caso). El único riesgo existente es el comercial (pérdida de valor del activo), pero este es un riesgo propio del mercado de valores que debe ser asumido por el propio inversionista, y contra el cual no resulta apropiado diseñar regulación alguna.

En cuanto al riesgo de fraude de la institución depositaria de los valores, es cierto que existe la posibilidad de que, por ejemplo, dicha entidad utilice los valores depositados sin autorización del titular; pero, para controlar esto, es que el nuevo RAI -entendemos- establece un conjunto de requisitos exigentes y razonables para seleccionar a la casa depositaria de los valores, tal como se ha dispuesto para el caso de las inversiones de los fondos mutuos. No está de más advertir que este mismo riesgo lo corre CAVALI en su

condición de participante en DTC. Más aun, este mismo riesgo se presenta también en el Perú, en cualquier institución de compensación y liquidación de valores, y con cualquier depositario, sin que se hayan establecido límites operacionales al respecto. Sería conveniente revisar la pertinencia de mantener esta restricción.

b) La exigencia de elaborar un Código de Conducta es un paso importante hacia una mayor formalización del mercado de intermediación bursátil peruano y debe saludarse. Sin embargo, vale la pena indicar que aun es posible perfeccionar este instrumento, precisando su contenido mínimo, de la forma como se exige a los fondos mutuos. Además, es conveniente tender hacia una uniformización de los estándares que utiliza el regulador para evaluar estas prácticas, dejando a salvo aquellas reglas que se justifiquen considerando la naturaleza de cada industria.

c) Las reglas aplicables a los representantes requieren ser evaluadas en función de su impacto y trascendencia real, y no únicamente sobre la base de criterios y prácticas existentes en otros mercados. No es necesaria la participación de un representante del agente de intermediación en cada operación que realice el cliente, pues ello encarece inútilmente el proceso de intermediación y perjudica el mayor acceso de los inversionistas al mercado, particularmente en provincias. La regla «conoce a tu cliente» cobra sentido y utilidad real cuando el agente realice actos que involucren una toma de decisiones de inversión sobre la cartera de su cliente, y no cuando únicamente recibe y transmite órdenes de inversionistas.

Esto no significa, en modo alguno, desproteger al inversionista pequeño: por

**El impacto regulatorio del nuevo RAI en el mercado de intermediación bursátil:
¿Sobrecostos versus transparencia?**

el contrario, una sana estrategia de promoción del mercado de valores debe incluir un fortalecimiento aun mayor de la política de información plena y transparente al cliente. Sin embargo, debe usarse los medios idóneos para ello, y no incurrir en costos innecesarios que, como hemos visto, a la larga perjudican al propio inversionista. Es recomendable tender hacia un esquema similar al aplicable al sistema de fondos mutuos, que ha permitido su fuerte crecimiento en los últimos años.

d) La reglamentación de las operaciones con instrumentos financieros no inscritos resulta excesiva y desalienta el desarrollo de este tipo de operaciones. Por lo demás, debe también, como cuestión previa, evaluarse si realmente resulta apropiado utilizar mecanismos centralizados de negociación para estos instrumentos, que, por su naturaleza, no están destinados a su circulación masiva entre el público inversionista. Si se quiere negociar masivamente estos activos, entonces se les debe inscribir en el registro correspondiente como cualquier otro valor mobiliario y sujetarse a la regulación del mercado de valores.