
La promoción del mercado de valores en el Perú

Reynaldo Antonio Guarniz Izquierdo(*)

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú
Master in Law por Columbia University (New York)

En el año 1998, cuando se producía el auge del mercado de valores peruano con volúmenes de negociación bursátil y de nuevas emisiones nunca antes alcanzados, las sucesivas crisis mundiales, aunadas a la creciente descomposición de la política y economía peruanas asestaron severos golpes a dicho mercado hasta reducirlo a una mínima parte de lo que fue, sin que esto signifique que alguna vez haya sido muy grande.

Desde entonces, muchas han sido las propuestas e intentos para reactivar el mercado: desde las operaciones de especulación incorporadas en los reglamentos bursátiles, hasta la instauración de un régimen automático para la inscripción de ofertas públicas.

El presente artículo tiene por objeto analizar las posibilidades de expansión que las diversas modificaciones normativas podrían brindar al mercado de valores en el Perú.

1. Advertencia inicial: el mercado sólo refleja la información.

El mercado de valores ha sido definido con justicia como el termómetro de la economía. Esto es cierto puesto que, cuando funciona correctamente, los precios de los instrumentos financieros que se transan no hacen sino reflejar la apreciación que los inversionistas tienen del valor de los mismos en el futuro, considerando la información disponible. Veamos esto con un ejemplo.

Imaginemos que los equipos de fútbol profesional en el Perú no son asociaciones civiles sino sociedades anónimas cotizadas en bolsa, tal como ocurre en otros países del mundo. Digamos que, en este contexto, un genial dirigente de Universitario de Deportes consigue fichar por tres temporadas a Gabriel Batistuta,

invirtiendo la irrisoria suma de US\$ 200,000 por su pase.

Seguramente los hinchas de Universitario de Deportes nos sentiremos muy felices pero, además de ello, manteniendo constantes todas las demás condiciones -lo que en economía se conoce como *ceteris paribus*- sin necesidad de ser especialista, cualquier persona simplemente “entendida” en fútbol podrá deducir que a Universitario de Deportes debería irle mejor en las próximas temporadas. Ahora cuenta con un jugador de un nivel más que desequilibrante para el medio. Seguramente este jugador hará la diferencia en el equipo. Marcará goles importantes que harán a Universitario de Deportes ganar más partidos. En lugar de ser eliminado en la primera ronda, llegará a las semifinales de la Copa Toyota Libertadores, quizás le vaya aun mejor en la Copa Sudamericana. Evidentemente, el campeonato nacional no parecerá una gran dificultad en este supuesto.

Tan prometedoras perspectivas en los resultados deportivos implican no menos prometedoras perspectivas económicas. Si el equipo juega más partidos, habrá más dinero por concepto de taquillas, más dinero por concepto de derechos de televisión, quizás hasta suba la cotización de alguno de los otros jugadores del equipo. Como el nuevo fichaje es realmente bueno, seguramente se convertirá en un ídolo que hará que el club venda muchos miles de camisetas con el número que lleva en la espalda cuando juega. Incluso, si nunca llegara a jugar en el equipo, Universitario de Deportes podría simplemente revender el pase del jugador -que vale varios millones de dólares- y realizar una espléndida ganancia que le permita contratar otros jugadores con los cuales armar un equipo competitivo para el medio. Es decir, la noticia de este

(*) El autor es funcionario de la Comisión Nacional Supervisor de Empresas y Valores (CONASEV), especializado en el área de mercado de valores. No obstante, el presente artículo expresa su opinión personal, la misma que no es necesariamente compartida ni compromete la opinión institucional de CONASEV.

fichaje mejora todos los aspectos que constituyen el negocio de un equipo de fútbol.

Abandonando el plano deportivo y considerando que, en nuestro ejemplo, Universitario de Deportes es una sociedad anónima que cotiza sus valores en bolsa, los inversionistas seguramente verán las acciones emitidas por Universitario de Deportes como una buena inversión, dadas las perspectivas económicas antes mencionadas. Por lo tanto, querrán adquirir dichas acciones. Por el simple efecto de la ley de la oferta y la demanda, las acciones representativas del capital social de Universitario de Deportes subirán su cotización en la bolsa.

Lo que acabo de describir es, en realidad, el proceso que siguen todas y cada una de las cotizaciones de los valores en el mercado. Cada día, cada minuto, los inversionistas analizan la nueva información disponible respecto de las empresas y como resultado del análisis que efectúan, realizan una valoración de los instrumentos financieros que tales empresas han emitido. Esta apreciación que cada inversionista tiene respecto de cada instrumento financiero se expresa en sus deseos de comprarlo, si considera que el precio está por debajo de su valor real, o de venderlo si considera que está sobrevalorado. La sumatoria de las decisiones individuales de todos los participantes del mercado forma una cotización o **precio de mercado** que, en consecuencia, expresa la opinión que el mercado en su conjunto tiene respecto de un determinado valor mobiliario, considerando la información disponible en un momento determinado.

Esta es precisamente la razón por la que, cuando funciona de manera eficiente, el mercado de valores es el termómetro de la economía: porque los precios de los valores cotizados subirán en la medida en que las empresas tengan un buen desempeño.

Si quiebran los fabricantes de automóviles del Asia, si hay guerra en Europa oriental o si se desarrolla un producto sustituto del acero, varias empresas en el mundo mejoran o desmejoran sus perspectivas en el futuro. Si un país tiene un mal manejo macroeconómico y desincentiva las inversiones o una buena inversión en educación y ello le permite tener profesionales que

impulsen el avance tecnológico, todo ello tiene influencia en el valor de sus empresas y de las empresas relacionadas con ellas, ya sea por competencia o complementariedad.

Son estos factores los que permiten que una economía crezca o decrezca, y un mercado de valores eficiente no hace sino reflejar tal crecimiento o decrecimiento.

Esto ocurre porque en el mercado de valores no se crea ni se pierde la riqueza. Ésta simplemente pasa de una mano a otra. El mercado de valores constituye lo que en **teoría de juegos**⁽¹⁾ se conoce como un juego de suma cero: uno sólo puede ganar lo que otro ha perdido. Es exactamente, para seguir en nuestro ejemplo, lo que ocurre en el fútbol: un equipo sólo puede ganar si el otro pierde. El árbitro (que en este caso sería el Estado) realizaría esfuerzos absurdos si creyera que su función dentro de la cancha es lograr que los dos equipos resulten victoriosos.

Como consecuencia de lo anterior, cuando el lector enfrenta estas u otras líneas que abordan el tema de la promoción del mercado de valores, no debería esperar encontrar una propuesta de modificación regulatoria que solucione el problema. Así como no podemos aprobar una ley que haga que Batistuta esté obligado a jugar por un club de fútbol peruano, tampoco podemos aprobar una que nos permita dominar la tecnología de la fabricación de automóviles, la industria del armamento o encontrar un producto sustituto del acero. Si la regulación no puede garantizar la rentabilidad de las empresas, es poco lo que puede hacer para que valgan más en el mercado.

Esto, desde luego, no desconoce la influencia que las decisiones normativas pueden tener y, de hecho, tienen en la economía. Si se aprueba una ley que impide el retiro de los depósitos bancarios o que prohíbe la importación de gasolina, sin duda la economía resultará afectada. Si seguimos el ejemplo del fútbol, el árbitro puede malograr un partido debido a su mal arbitraje pero de ninguna forma puede mejorarlo. No puede hacer que el partido sea bueno. El mejor arbitraje es el de aquel árbitro cuya presencia en la cancha apenas se nota⁽²⁾. Aun con un arbitraje impecable, el partido puede

(1) Sobre este punto: Cfr. AUMANN R. y HART, S. (editores). *Handbook of Game Theory with Economic Applications*. Volumen I y II. 1992.

(2) Admito que este asunto es una cuestión enteramente ideológica. Existen muchos respetables intelectuales que creen en un Estado intervencionista o, al menos, en un Estado con un rol promotor. Desde este último punto de vista, mi ejemplo sería totalmente equivocado porque en tal supuesto el papel del Estado no es asimilable al de un **árbitro** sino al de un **dirigente**, por ejemplo. No obstante, a mi entender, aun cuando se postule una posible contribución positiva por parte del Estado, debería admitirse que dicha contribución tendría un carácter marginal respecto del papel que toca desempeñar al sector privado. En lo que se refiere a quienes defienden el intervencionismo estatal, es evidente que no hay un punto de acuerdo pues se trata de opciones ideológicas opuestas.

ser aburrido o de baja calidad técnica. Y nada de lo que haga el árbitro e, incluso, nada de lo que haga un dirigente, un periodista o el público, puede lograr que el partido sea bueno.

Por consiguiente, el mercado de valores peruano se desarrollará en la medida en que las empresas que participan en él sean eficientes, realicen innovaciones tecnológicas interesantes, tengan un buen manejo financiero, tengan políticas de transparencia institucionalizadas para la adecuada revelación de información, etcétera, nada de lo cual, como puede deducirse, tiene que ver con cambiar leyes aunque probablemente sí tenga alguna relación con hacer cumplir algunas de las que están vigentes.

Lo que voy a analizar a continuación, en consecuencia, son aquellas modificaciones regulatorias que se han planteado o que pueden plantearse para que el marco jurídico no sea una traba y quizás, con algo de suerte, alguna que otra idea de aquello que el sector privado puede hacer.

2. El retraso del mercado de valores peruano: hipótesis sobre sus probables causas.

Más allá de la lógica respuesta de los mercados de valores a los ciclos de las economías -lo cual traté de resaltar en el acápite precedente- en el caso peruano dicho mercado muestra un grado de desarrollo menos que proporcional. En consecuencia, existen causas ajenas al propio tamaño de la actividad económica, que impiden su desarrollo.

Tales causas son diversas y, sin duda, cada una de ellas requiere un estudio profundo que puede ser realizado desde diversas aproximaciones. Sin embargo, para efectos del presente trabajo es mi intención simplemente enumerar y describir algunas de las que considero de mayor importancia para, a partir de ellas, estudiar el impacto que las normas de promoción aprobadas hasta la fecha puedan tener en el efectivo desarrollo del mercado de valores en el Perú.

Una primera razón es la informalidad.

Es un hecho ampliamente conocido que el financiamiento de la mayor parte de las empresas en el Perú no se realiza a través del sistema financiero formal. Es aun menor la parte de dicho financiamiento que se realiza a través del mercado de valores. En términos

históricos, el volumen de la intermediación financiera formal en el Perú nunca ha alcanzado ni siquiera el 35 por ciento del producto bruto interno (ubicándose en la década del 90 alrededor del 13 por ciento), correspondiendo a la intermediación vía el mercado de valores, menos del 5 por ciento del total⁽³⁾.

La informalidad del financiamiento tiene una relación directa con la informalidad de las empresas. Este es un problema verdaderamente serio si consideramos que el principio del mercado de valores es la transparencia. Por lo tanto, la informalidad, en tanto fenómeno marginal a la ley, es por naturaleza incompatible con ese objetivo de transparencia. Una empresa que, por ejemplo, construye o amplía su fábrica ignorando las regulaciones existentes, que disfraza la real condición de sus trabajadores como prestadores de servicios no personales para no tener que pagar beneficios sociales, utiliza sin autorización una marca ajena o en cualquier otra forma elude las normas establecidas para el desarrollo de sus actividades, requiere cierto elemento de clandestinidad de estas infracciones para seguir adelante. En teoría, el régimen de auditorías -tanto las privadas como por las realizadas por el organismo regulador del mercado de valores- y transparencia a que se encuentran sujetas las empresas listadas en bolsa, así como sus obligaciones de presentar información, deberían tender a detectar todas estas fallas haciéndolas insostenibles en el tiempo. Por lo tanto, la empresa se vería obligada a formalizarse, con los mayores costos que esto implica e incluso amenazando su viabilidad como empresa.

Este aspecto nos lleva directamente a una segunda causa del escaso desarrollo del mercado de valores en el Perú: el volumen que se requiere para acceder al mismo.

En todo el mundo, los mercados de valores son mercados de grandes empresas por cuanto los costos fijos de participar son considerables. Para realizar una oferta pública de valores mobiliarios, una empresa deberá contratar servicios de auditoría, clasificación de riesgo, estructuración y colocación de la emisión, entre otros. Considerando todos estos costos, CONASEV realizó un estudio en el año 1998⁽⁴⁾ en el que se concluía que, considerando la tasa de interés promedio del mercado existente en el año 1997 (8,4 por ciento anual en dólares), el monto mínimo por el que era conveniente realizar una emisión era de un millón y medio de dólares

(3) Fuentes: Banco Central de la Reserva del Perú, Superintendencia de Banca y Seguros, CONASEV.

(4) Estudio no publicado. Realizado por la Gerencia de Investigación, Promoción y Relaciones Internacionales (actualmente Gerencia de Investigación y Desarrollo) de CONASEV.

americanos. Por montos inferiores a esta cifra, el financiamiento bancario sería más conveniente.

Desde luego, es necesario considerar que uno de los componentes más importantes para determinar el monto mínimo de emisión es la tasa de interés ofrecida. Así, cuanto más alta es la tasa de interés a pagar, es más alto el monto mínimo con el que conviene realizar una emisión en el mercado de valores. El mismo estudio, señala que considerando la tasa de interés más alta pagada en el año 1997, el monto mínimo hubiera sido de dos millones trescientos mil dólares americanos.

Sin embargo, considerando que los actuales emisores de valores son las empresas más sólidas del país, normalmente vinculadas a grupos financieros, su nivel de riesgo no es un buen referente del nivel de riesgo de las empresas que actualmente no tienen acceso al mercado de valores. Es razonable suponer que dicho nivel de riesgo será más alto y esto implica el pago de una mayor tasa de interés. Considerando el escenario de una empresa que tiene que pagar una tasa de interés de 12,5 por ciento anual -mucho más alta que el del común de las empresas que emite en la actualidad- el monto mínimo por el que conviene realizar una emisión se eleva a un nivel de cinco millones setecientos mil dólares americanos, de acuerdo con el indicado estudio.

Aun cuando no existe una definición precisa de qué es o a partir de qué nivel debe considerarse a una empresa como micro o pequeña, es bastante claro que cinco millones setecientos mil, dos millones trescientos mil o, incluso, un millón y medio de dólares americanos, son cifras que exceden la escala de las operaciones de una micro o pequeña empresa en el Perú. Dado que las micro y pequeñas empresas representan el 98 por ciento de las empresas del país⁽⁵⁾, podremos concluir con facilidad que una de las principales causas por la que las empresas peruanas no se financian a través del mercado de valores es que no tienen el tamaño suficiente como para acceder a él de manera directa sino que requieren de vehículos especiales como la titulización de activos, la venta de cartera o la captación de recursos a través de fondos de inversión de capital de riesgo, alternativas acerca de las cuales hablaré más adelante.

Por otro lado, se encuentra nuestra situación de competencia. Son muy pocos los sectores a los que el empresariado peruano puede dedicarse con reales ventajas competitivas que le otorguen posibilidades de éxito. Para poner un ejemplo extremo, si un empresario peruano quisiera dedicarse a la ingeniería genética,

tendría dificultades para conseguir profesionales en el ramo, probablemente tendría que contratarlos del extranjero y pagarles magníficos sueldos para que estén dispuestos a realizar esa labor en este país en lugar de hacerlo en los Estados Unidos o Europa. No sólo tendría que pagar tal sobrecosto sino que tendría que competir contra empresas que llevan muchos años en el campo y cuentan con prestigio y buen nombre. Desde luego, esto no significa que el desarrollo exitoso de esta actividad empresarial para el Perú sea totalmente imposible, pero la carencia absoluta de ventajas competitivas lo hacen bastante complicado.

El retraso tecnológico y la consecuente falta de competitividad prácticamente cierran las puertas en el corto y mediano plazo para el desarrollo de ciertos sectores económicos, como el señalado en el párrafo precedente. Las empresas peruanas dedicadas a estos sectores de la actividad económica no son viables o se encuentran condenadas simplemente a sobrevivir hasta que el entorno pueda cambiar en un largo plazo. Durante este período difícilmente serán atractivas para las inversiones.

Finalmente se encuentra el tema de la actitud. Si bien las barreras de formalidad, dimensiones y competitividad eliminan a la gran mayoría de las empresas peruanas de la posibilidad de un acceso directo al mercado de valores, existen muchas otras que pese a superar estos requisitos tampoco recurren a él. Entre los muchos factores que pueden influir en esta situación se encuentra una cuestión de preferencias. Los empresarios peruanos consideran el mercado de valores como "invasivo" de la privacidad de la empresa. No ven con buenos ojos la idea de asociarse con extraños que tengan derecho a exigir información sobre la marcha de la empresa, participar en sesiones de directorio, etcétera. Existe una etapa de adaptación que los actores económicos requieren para habituarse a las herramientas que les ofrece el mercado.

3. Algunas de las normas aprobadas en calidad de promoción.

3.1. Flexibilización de las normas de oferta pública.

No obstante lo expuesto en el acápite precedente, desde hace un tiempo se ha vuelto un lugar común en los análisis que se realizan respecto del mercado de valores peruano el considerar que la excesiva demora

(5) ALVARADO, Javier y otros. *El financiamiento informal en el Perú*. Lima: IEP, Cofide y Centro Peruano de Estudios Sociales, 2001. p. 282.

del trámite administrativo de registro de una oferta pública podría ser un problema. Al parecer, esta idea surgió de alguna encuesta realizada entre los emisores y potenciales emisores del mercado peruano.

De acuerdo con esta teoría, la complejidad y excesiva burocratización del trámite administrativo que se lleva a cabo en CONASEV desincentiva a los potenciales emisores a acudir al mercado de valores como fuente de financiamiento.

Bajo este supuesto, mediante Resolución CONASEV No. 051-2000-F/94.10 de fecha 08 de agosto de 2000, se normó un régimen de inscripciones automáticas de ofertas públicas de valores mobiliarios. En virtud de esta norma, el inconveniente de los largos trámites de inscripción ante la entidad administrativa podrían ser evitadas por los emisores que cumplan, sustancialmente, los siguientes requisitos:

a) **Que el emisor sea una entidad calificada.** De acuerdo con el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios aprobado por Resolución CONASEV No. 141-98-EF/94.10 -al que hace referencia la norma bajo comentario- una entidad calificada es una empresa que tiene valores ya inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores por un plazo de dos años o más y que no tiene sanciones ni clasificaciones de riesgo relativas a defectos en la presentación de información.

Si un régimen de inscripciones automáticas ha de ser adoptado, este requisito parece razonable. No puede concederse el indicado beneficio a una empresa que tiene antecedentes de no presentar información al mercado o de hacerlo de manera tardía o defectuosa. A las empresas que, pese a participar activamente en el mercado al menos durante los últimos dos años, sin evidenciar deficiencias de este tipo se les otorga el título de **calificadas**.

b) **Que los valores sean típicos.** El concepto de tipicidad a que hace referencia este reglamento, se encuentra mucho más cerca del concepto de “tipicidad social” desarrollado en la doctrina del Derecho de Contratos que del concepto de tipicidad legal. En efecto, son “típicos” aquellos valores mobiliarios de uso común en el mercado. No obstante, existe una lista publicada por CONASEV que establece cuáles son los valores considerados típicos. En mi opinión, la pertenencia a esta lista no le otorga tipicidad, en el sentido de que no constituye una regulación que le es propia al valor. El

único objeto de este listado consiste en tratar de recoger la “tipicidad social” y anunciarla al mercado como un elemento de seguridad jurídica, con el objeto de disipar cualquier duda respecto de si un valor mobiliario en particular habrá o no de ser considerado típico por la autoridad del mercado de valores.

Al introducir este requisito, el regulador asume que un valor mobiliario atípico requiere un mayor volumen de información que debe ser previamente analizada por él. Por ello, esta mayor necesidad de análisis es incompatible con un régimen de inscripciones automáticas.

c) **Que el porcentaje de valores a ser colocados entre inversionistas institucionales sea no menor al 50 por ciento.** Este requisito parece tener por objeto la disminución del posible impacto que una eventual insuficiencia de información pudiera tener en el mercado. Los inversionistas institucionales, por su sofisticación, tienen una necesidad de protección por parte del sistema jurídico menor que la de un pequeño inversionista. Por lo tanto, si bien la norma no puede establecer como requisito que la oferta sea exclusivamente dirigida a inversionistas institucionales -pues ello convertiría a la oferta en privada y eliminaría la necesidad de registrarla- trata de cuidar que, en caso de resultar insuficiente la información que el emisor ha brindado vía inscripción automática, el potencial daño a los pequeños inversionistas sea menor⁽⁶⁾.

d) **Que participe un agente de intermediación que haga *underwriting* respecto de un porcentaje de la oferta a ser determinada por CONASEV para luego ser colocado entre inversionistas no institucionales.** Este requisito no resulta en absoluto comprensible para el régimen de inscripciones automáticas. Lo primero que cabría señalar es que la imposición de este requisito demuestra ignorancia respecto de la realidad del mercado de valores peruano, toda vez que resulta claro que los intermediarios en el mercado de valores -las sociedades agentes de bolsa- no cuentan con capacidad financiera suficiente para realizar operaciones tan riesgosas como un *underwriting*. De hecho, la mayoría de ellas ni siquiera se dedica a la banca de inversión y apenas sobrevive mediante el negocio del corretaje minorista. Por lo tanto, pretender que estos intermediarios asuman posición respecto de las emisiones de entidades calificadas -teóricamente, los mejores emisores del mercado- es francamente forzado.

(6) El cincuenta por ciento fijado por la norma es un número mágico. En otras palabras, no existe un único sustento técnico que arroje ese porcentaje como el que necesariamente habrá de observarse. Se trata básicamente de una opción legislativa que pudo fijarse en cualquier porcentaje inferior al 100 por ciento.

Por otro lado, este requisito resulta contradictorio con el requisito anterior. Si el requisito de la colocación entre institucionales tenía por objeto limitar el posible daño a pequeños inversionistas no se explica que, después de ello, la propia norma establezca la exigibilidad de la colocación a inversionistas no sofisticados. Al parecer, la razón habría sido una intención de atomizar la tenencia de los valores para posibilitar la existencia de un mercado secundario. Pero el objetivo no sólo es contradictorio con el anterior sino que, además, pasa por asumir que la iliquidez del mercado se debe a que los inversionistas institucionales “no quieren” vender los valores que poseen a los no-institucionales. Y no sólo eso, sino que el beneficio de la inscripción automática podría hacer que tal decisión se revierta.

En mi opinión, la adopción de este régimen de inscripciones transitorias no sólo demuestra un profundo desconocimiento de las reales causas por las que las empresas no acuden al mercado de valores para obtener financiamiento, sino también un gran desconocimiento de la realidad de los trámites administrativos en CONASEV. En efecto, de acuerdo con la información contenida en los informes sobre los convenios de gestión de la citada institución, los plazos promedio de tramitación de un expediente de inscripción de una oferta pública fueron de 12 días en 1999, 14.3 días en 2000 y 17.6 días en 2001.

Tomando en cuenta que la calificación de una solicitud de crédito empresarial en el sistema de banca comercial puede tardar aproximadamente dos semanas, el plazo del trámite administrativo ante CONASEV es comparable y, por lo tanto, no puede considerarse exagerado.

Desde luego, yo no pretendo sostener que el acceder al financiamiento por la vía del mercado de valores pueda ser comparable en complejidad, y por lo tanto en tiempo, al financiamiento por la vía de la banca comercial. Sin duda el financiamiento a través del mercado de valores demanda un profundo estudio financiero de la empresa, la realización de auditorías internas y externas, entre otros. Lo único que pretendo demostrar es que dentro del complejo proceso de lanzar una oferta pública, el trámite administrativo de inscripción no es, de ninguna manera, un paso significativo ni constituye un proceso que genere demoras tales que puedan efectivamente disuadir a una empresa de recurrir a esta vía de financiamiento.

En consecuencia, el establecimiento de regímenes automáticos de inscripción en muy poco o nada colabora con la promoción del mercado de valores en el Perú. La prueba más contundente de ello es la propia realidad:

desde la entrada en vigencia de la norma hasta la fecha, ninguna empresa se acogió al régimen de inscripciones automáticas establecido mediante Resolución CONASEV No. 051-2000-EF/94.10.

3.2. El mecanismo de instrumentos de emisión no masiva.

Igualmente imbuida de este espíritu promotor del mercado de valores -si hemos de atenernos a los considerandos de la resolución que lo autoriza- mediante Resolución Gerencia General No. 045-2001-EF/94.11, CONASEV se autorizó el funcionamiento del denominado mecanismo de instrumentos de emisión no masiva, conocido por sus siglas como MIENM.

La creación de este mecanismo centralizado corresponde a una iniciativa de la Bolsa de Valores de Lima -entidad conductora del mismo- sustentada en el artículo 124 de la Ley del Mercado de Valores que prevé la creación de mecanismos centralizados de negociación distintos a la rueda de bolsa, para la negociación de valores no inscritos en ésta, los mismos que incluso pueden ser de emisión no masiva (artículo 126 de la Ley del Mercado de Valores).

El mecanismo de instrumentos de emisión no masiva recuerda en mucho a la mesa de negociación que la Bolsa de Valores de Lima mantuvo hasta el año 1999. En efecto, una significativa porción de las transacciones que se llevó a cabo en la fenecida mesa de negociación eran respecto de letras de cambio o pagarés emitidos en forma no masiva.

Un mecanismo cuyo objeto es facilitar la compraventa de efectos comerciales -es así como se denomina a los títulos valores de emisión no masiva- representa una competencia directa para las actividades de descuento de títulos valores que realizan los bancos comerciales. En efecto, los bancos comerciales tienen desde antiguo operaciones de descuento de papeles tales como letras de cambio o pagarés. Estas operaciones consisten en que el tenedor del título lo entrega al banco quien le paga una cantidad inferior al valor nominal del título. Así, mientras que el tenedor del título obtiene liquidez inmediata, el banco se beneficia con la diferencia o descuento que realiza sobre el valor nominal del papel. Este **descuento** que realiza el banco no es otra cosa que la tasa de interés que cobra por el financiamiento de corto plazo.

Sin embargo, los bancos usualmente no realizan estas operaciones con cualquier cliente ni respecto de cualquier valor. Normalmente el banco sólo aceptará descontar títulos valores en los que uno o varios de los obligados ya han sido previamente evaluados de manera

satisfactoria. Incluso, lo normal es que las empresas que obtienen descuentos de títulos valores ante un banco, lo hagan merced a una línea crediticia previamente otorgada por éste. De esta forma, si llegado el vencimiento del título valor éste no es efectivamente pagado, el banco lo protesta y se lo devuelve a su cliente, cargándole en la línea de crédito preexistente el importe de los gastos de protesto y el importe total de la operación de descuento previamente realizada. En otras palabras, el banco de ninguna manera asume los riesgos de la cobranza del título valor. Cuando éste no es pagado de manera espontánea, es el cliente quien debe hacerse cargo de las tareas de cobranza mientras que el banco se ampara en las garantías preexistentes frente a su propio cliente.

Es evidente que de acuerdo con la ley cambiaria, en caso de conservar el título valor, el banco tendría acción legal tanto contra el obligado principal del título valor como contra su propio cliente y contra todos los demás obligados en la cadena de endosos. Sin embargo, la investigación de la solvencia de todos estos posibles deudores es costosa. El banco ha evaluado previamente a su cliente y sabe que puede dirigirse directamente a él para hacer el cobro y esto es lo que hace que se desinterese de la acción cambiaria.

La otra opción es que, aun cuando el titular del título valor -es decir, quien solicita la operación de descuento- no sea un cliente previamente evaluado por el banco, el obligado a su pago sí lo sea. En este caso también es probable que el banco acepte la operación de descuento puesto que ya ha realizado una evaluación que le permite suponer que el referido título valor será honrado a su vencimiento.

Si el banco no encuentra solvente a ninguno de los obligados en el título valor y no se le ofrecen

garantías satisfactorias, lo más probable es que no acepte la operación de descuento de la letra.

Resulta evidente que el tenedor de un título valor se encontrará interesado en venderlo a través del mecanismo de instrumentos de emisión no masiva, cuando pueda conseguir a través de él un **descuento** menor al que le ofrece un banco o cuando se trate de un título valor tan riesgoso que sea imposible que algún banco acepte tomarlo.

De estas dos posibilidades, me inclino a pensar que el universo objetivo de clientes del mecanismo de instrumentos de emisión no masiva será, mayoritariamente, el de aquellos que poseen valores demasiado riesgosos para que puedan ser descontados por el banco. En efecto, si bien teóricamente la tasa de interés que cobra el banco debe ser mayor que la de un comprador cualquiera debido al encaje, en la operación de venta a través del mecanismo de instrumentos de emisión no masiva existen comisiones al agente de intermediación, a la Bolsa de Valores de Lima, a CONASEV, a Cavali ICLV S.A., etcétera, que encarecen la operación. Normalmente podríamos asumir que estos gastos tenderán a compensar -si es que no a revertir- la diferencia en tasa de interés.

Por el contrario, el mecanismo de instrumentos de emisión no masiva sí se presenta como una alternativa muy interesante para la negociación de títulos valores cuyos obligados son empresas que, por ejemplo, no tienen historia crediticia. Estos clientes son demasiado riesgosos para los bancos y no tienen acceso a operaciones de descuento. La venta de tales títulos valores a clientes que tengan una tolerancia al riesgo mayor que la de los bancos comerciales se presenta como una alternativa interesante para sus titulares.

Ciertamente, también es una alternativa interesante para inversionistas que buscan valores riesgosos con los cuales diversificar sus carteras. Los fondos mutuos y los fondos de pensiones, por ejemplo, se encuentran normalmente interesados en adquirir valores de alto riesgo a cambio de una rentabilidad que lo compense.

En consecuencia, la virtud de una plataforma de negociación del tipo del mecanismo de instrumentos de emisión no masiva es la posibilidad de interconectar a clientes con alto riesgo con inversionistas de gran tolerancia al riesgo.

No obstante, la regulación del mecanismo de instrumentos de emisión no masiva contradujo frontalmente desde su formación esta virtud que, teóricamente, debería tener. En efecto, la versión original del reglamento interno del referido mecanismo establecía, entre otros requisitos, que sólo podían ser

(...) existiendo ofertantes y demandantes, es claro que lo que falta es un sector de intermediarios financieros que tenga la visión empresarial y la voluntad de arriesgar recursos en la actividad de hacer que esas necesidades de financiamiento y de colocación de fondos calcen entre sí.

negociados los títulos valores que: (i) hayan sido emitidos por empresas con valores listados que integren el índice selectivo de la Bolsa de Valores de Lima; o (ii) cuenten con una clasificación no menor a B o CP-2, considerando que en caso de contar con más de una clasificación, se tomará en cuenta la menor.

En lo que se refiere al primer requisito, las empresas que integran el índice selectivo de la Bolsa de Valores de Lima son precisamente las más atractivas. En efecto, el referido índice se forma con las 15 acciones que son consideradas las más representativas de la bolsa en función de su volumen y frecuencia de negociación. Se trata de las acciones más líquidas. Esto es, las acciones por las que existe más interés. Por consiguiente, el tenedor de un efecto comercial cuyo emisor es una empresa perteneciente al índice selectivo de la Bolsa de Valores de Lima, no tiene ningún incentivo para negociarla a través del mecanismo de instrumentos de emisión no masiva, puesto que se trata de un valor cuyo descuento aceptaría prácticamente cualquier banco.

En lo que se refiere al segundo requisito, la clasificación de riesgo trata de mostrar también la calidad del valor emitido. La clasificación de riesgo no es más que la opinión de un evaluador independiente respecto de las posibilidades de pago de un valor mobiliario en los términos pactados. Aquellos valores que, según la opinión de la clasificadora, tienen altas probabilidades de ser pagados en las condiciones pactadas, tendrán una mejor clasificación y, por el contrario, aquellos que tengan pocas probabilidades tendrán una clasificación mala.

Ahora bien, la norma es curiosamente inconsistente en relación con las clasificaciones. Consideremos que las clasificaciones mencionadas pertenecen a categorías enteramente distintas. La clasificación de letras mayúsculas pertenece a una escala que va de la AAA a la S -aunque no pasa por todas las letras- y tiene doce niveles distintos que pueden ser incluso diferenciados entre sí cuando la clasificadora le agrega un símbolo "+" o un símbolo "-" a su evaluación. Esta escala se utiliza para clasificar obligaciones de mediano o largo plazo (bonos) y, en ella, la categoría B se encuentra exactamente a la mitad.

Por otro lado, la clasificación de números sólo tiene siete niveles y corresponde a la utilizada para instrumentos de corto plazo. De hecho, las siglas "CP" significan corto plazo. En esta escala, la categoría CP-2 es la segunda mejor clasificación.

Esta inconsistencia es curiosa puesto que no queda claro cuál es el criterio. Aunque se trata de una situación teóricamente probable, es difícil que una misma categoría de empresas cuente con ambas clasificaciones. Normalmente, una empresa cuya deuda de corto plazo tiene una clasificación tan alta como CP-2 obtendría una clasificación mucho mayor que B en su deuda de largo plazo.

No obstante el verdadero problema, es evidente, no se presenta con empresas que puedan tener ambas clasificaciones -pues en ese caso, aunque bastante improbable, la norma aclara que se toma la clasificación más baja- sino con aquellas que cuentan con una sola de ellas. Si el objetivo de la norma es restringir las operaciones del Mecanismo de Instrumentos de Emisión No Masiva a valores con bajo nivel de riesgo, no tiene sentido que puedan negociarse efectos comerciales de una empresa cuya deuda de largo plazo tiene una clasificación tan baja como B.

Pero más allá de esta curiosidad regulatoria, lo importante es que una letra de cambio, un pagaré o cualquier efecto comercial que cuente con una clasificación de riesgo tan alta como CP-2, es evidentemente atractivo para una operación de descuento bancario. No existen incentivos para transar en el mecanismo de instrumentos de emisión no masiva un título de semejantes características.

Al lanzar el mecanismo de instrumentos de emisión no masiva, diversos analistas y autoridades señalaron que se trataba de un mecanismo a través del cual podían acceder a financiamiento las pequeñas, medianas y micro empresas. Lo que cabe preguntarse es, cuántas pequeñas, medianas y micro empresas en el Perú cuentan con papeles comerciales cuyos deudores sean empresas con acciones integrantes del índice selectivo de la Bolsa de Valores de Lima o con una clasificación de riesgo de corto plazo mayor de CP-2 o, incluso, con una clasificación de deuda de largo plazo mayor de B⁽⁷⁾. Pues, en mi opinión, una cantidad sumamente pequeña.

Se señaló en el mismo momento de la creación del mecanismo de instrumentos de emisión no masiva que la imposición de estos requisitos era apenas inicial, con el objeto de dar credibilidad al mecanismo y que, en un futuro, los mismos serían relajados para permitir el acceso a empresas más riesgosas.

Posteriormente, las exigencias se rebajaron permitiéndose la negociación de títulos valores emitidos por cualquier empresa que tenga una clasificación crediticia de "normal" al 100 por ciento en las centrales

(7) Incluso sin analizar siquiera si es que existe un incentivo para negociar en el mecanismo de instrumentos de emisión no masiva en lugar de acudir a una operación de descuento bancario.

de riesgos reguladas por la Superintendencia de Banca y Seguros, que no se encuentren en insolvencia y que no tengan deudas pendientes con la Bolsa de Valores de Lima y Cavali ICLV S.A. Hasta la fecha, han sido rechazadas las iniciativas para que cualquier empresa, sin contar con su clasificación crediticia o su clasificación de riesgo, pueda emitir títulos valores susceptibles de negociación en el mecanismo de instrumentos de emisión no masiva.

La pregunta casi obvia es ¿por qué existe una especial preocupación por la credibilidad del sistema? Y la respuesta es no menos obvia: porque este tipo de mecanismos no goza de credibilidad en el Perú.

En efecto, había mencionado anteriormente que el antecedente directo del mecanismo de instrumentos de emisión no masiva, es la mesa de negociación que existió en la Bolsa de Valores de Lima hasta el año 1999. En este mecanismo se transaban, entre otros instrumentos, efectos comerciales de empresas respecto de las cuales, los niveles de información eran considerablemente menores que los de las compañías listadas.

Sin embargo, en muchos casos no se trató de empresas muy riesgosas por su pequeña escala de operaciones o su limitada historia crediticia, sino de empresas fantasmas creadas especialmente con el objeto de emitir y negociar efectos comerciales en la mesa de negociación. Existe una diferencia entre una inversión riesgosa y una inversión fraudulenta y, desafortunadamente, la cuestión respecto de si dicha línea fue traspuesta o no, estuvo en el tapete muchas veces en casos como los de Abila & Calpe Sociedad Agente de Bolsa S.A. o Argos Sociedad Agente de Bolsa S.A., para citar los más famosos. Semejantes antecedentes resultaron sumamente perjudiciales, especialmente si se considera que los intermediarios involucrados utilizaron su fuerza de ventas para poner estos papeles en manos de inversionistas cuyos perfiles no eran exactamente de "mayor tolerancia al riesgo que un banco comercial".

Estos casos, que motivaron diversos procesos administrativos y judiciales -tanto civiles como penales- terminaron minando la confianza de la mesa de negociación porque, desafortunadamente, constituyeron la mayor parte del volumen negociado con efectos comerciales en dicho mecanismo.

Ciertamente, el peligro de un mecanismo de negociación de instrumentos de alto riesgo es que el mercado asocie los incumplimientos con fraudes, en lugar de atribuirlos al riesgo natural de los valores que se negocian. La confianza es sumamente importante en materia de mercado de valores. Esto será más fácil en

la medida en que los participantes sean inversionistas con un alto nivel de sofisticación, capaces de negociar y exigir niveles de información adecuados -más allá, incluso, de los requerimientos que pueda establecer la norma- y de asumir ciertos riesgos considerables.

Sin embargo, es claro que la solución al problema no puede ser limitar el riesgo de los papeles a negociarse pues, aun cuando se pueda lograr un mayor nivel de protección respecto de los pequeños inversionistas, se eliminan todas las ventajas del sistema para los inversionistas institucionales.

En mi opinión, no debería imponerse ningún tipo de limitación relativa a la calidad de los papeles que pueden negociarse en el mecanismo de instrumentos de emisión no masiva, pero debería convertirse en un mecanismo de participación limitada. Es decir, que sea un mecanismo en el que sólo pueden adquirir valores aquellos inversionistas que tienen cierto nivel alto de tolerancia al riesgo. En términos gruesos, un mecanismo exclusivo para inversionistas institucionales.

Hay que tener en cuenta que dicha provisión no resultaría útil para efectos de proteger a los pequeños inversionistas, si es que un inversionista que adquiere un título valor de alto riesgo en el mecanismo de instrumentos de emisión no masiva, puede revenderlo privadamente a cualquier persona. Por lo tanto, no sólo habría que limitar el acceso a dicho mecanismo a inversionistas sofisticados sino que sería necesario establecer que los valores allí adquiridos sólo puedan transferirse a otros inversionistas de las mismas características y no al público en general.

Nuevamente, la prueba más clara de que la actual regulación del mecanismo de instrumentos de emisión no masiva es deficiente es la propia realidad. En sus primeros 16 meses de existencia, el referido mecanismo sólo había registrado 47 operaciones.

Finalmente, resta considerar el tema tributario.

Diversas autoridades y analistas han manifestado que para efectos de dotar al mecanismo de instrumentos de emisión no masiva de un mayor atractivo debería establecerse una exoneración de pago de impuesto a la renta a las ganancias que en él pudieran realizarse. Efectivamente, mientras que las rentas provenientes de las operaciones en rueda de bolsa se encuentran exoneradas del pago del Impuesto a la Renta, las provenientes del mecanismo de instrumentos de emisión no masiva no lo están debido a que se trata de valores no inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores.

Es evidente que una ventaja tributaria para las utilidades incrementaría el atractivo del mecanismo de

instrumentos de emisión no masiva. Sin embargo, la política tributaria no debería estar orientada a beneficiar negocios particulares sino a ser precisamente neutra en cuanto a la economía. Así como existe un mecanismo de instrumentos de emisión no masiva, también existe un mecanismo llamado Datatec donde los bancos negocian principalmente monedas. Las ganancias obtenidas en este mecanismo no están exceptuadas del pago del Impuesto a la Renta y, sin embargo, el mecanismo funciona.

Del mismo modo, la competencia directa para el mecanismo de instrumentos de emisión no masiva son las operaciones de descuento de los bancos comerciales. No obstante, las ganancias que los bancos comerciales obtienen por el descuento de títulos valores no se encuentra exonerada del impuesto a la renta. La razón es sencilla: la aplicación del referido impuesto a esta clase de negocios no es antitécnica y, por lo tanto, no hay razones técnicas para una exoneración. La única justificación posible, sería que se trata de una exoneración promocional. En mi opinión, no existe ninguna razón por la que deba ser interés del estado promover el mecanismo de instrumentos de emisión no masiva frente a su competencia directa que son las operaciones de descuento bancarias.

3.3. Los límites operacionales de los intermediarios.

La Resolución CONASEV No. 083-2000-EF/94.10 es otra de las normas expedidas en los últimos años bajo el amparo de este encomiable objetivo de promover el mercado de valores. En concreto, la indicada norma introduce diversas modificaciones a cinco artículos del Reglamento de Agentes de Intermediación, aprobado por Resolución CONASEV No. 843-97-EF/94.10. Sin embargo, no todas estas modificaciones pueden atribuirse realmente a un afán de promover el mercado de valores.

La primera modificación se refiere al artículo 43 del Reglamento de Agentes de Intermediación. Esta norma es fundamental para la determinación de un límite operacional de los intermediarios denominado indicador de liquidez y solvencia. El indicador de liquidez y solvencia es un cociente que, de acuerdo con el reglamento, debe mantenerse siempre en un nivel mayor

o igual a la unidad. El dividendo de que lugar a dicho cociente es la suma de la cifra del patrimonio líquido más la deuda subordinada⁽⁸⁾, en caso ésta exista. El divisor que da lugar al cociente es la suma de la tenencia ponderada por riesgo, más los incumplimientos más las descubiertas.

Como es evidente, si quiere facilitarse a los agentes de intermediación el alcanzar la unidad requerida por la norma para dicho cociente, existen dos alternativas: aumentar el dividendo o disminuir el divisor. Pues bien, el artículo 43 se refiere precisamente a los conceptos que deben restarse al patrimonio neto para determinar el patrimonio líquido, es decir, el componente más importante del dividendo.

Como se sabe, el patrimonio líquido es una medida de la composición de los activos del agente. Intenta determinar la parte de los mismos que son de disponibilidad inmediata. Para ello, en términos gruesos, el procedimiento es partir de la cifra del patrimonio neto e irle restando los importes de los activos de difícil realización. Es esta última lista la que el artículo 43 define.

En teoría, los cambios efectuados a este artículo deberían tener por objeto flexibilizar los límites operacionales impuestos a los agentes de intermediación. Es decir, facilitar que los intermediarios alcancen el nivel requerido por la norma. O sea, aumentar el dividendo o reducir el divisor en el indicador de liquidez y solvencia. No obstante, varios de ellos tienen mayor apariencia de correcciones de errores cometidos al momento de aprobar el reglamento y, en consecuencia, su impacto flexibilizador no siempre es del todo claro.

Por ejemplo, en el texto original del artículo 43, inciso d) el certificado de participación que toda sociedad agente de bolsa debe adquirir para asociarse a una bolsa de valores y las acciones que pudiera tener emitidas por una institución de compensación y liquidación de valores debían ser deducidas para hallar el patrimonio líquido. Esta norma era incoherente e incompleta respecto del objetivo del patrimonio líquido. En efecto, si de lo que se trata es de deducir activos que el agente no podrá hacer líquidos en un corto tiempo, no deberían incluirse las acciones emitidas por una institución de compensación y liquidación de valores

(8) Una deuda tiene la condición de "subordinada" para efectos del Reglamento de Agentes de Intermediación, cuando cumple las condiciones de haber sido íntegramente desembolsada, de tener un plazo mínimo de vigencia de dos años -no pagable anticipadamente, salvo autorización de CONASEV- y de haberse acordado con los acreedores que su derecho a cobro esta subordinado -de ahí el nombre- al previo pago a todos los demás acreedores. Es decir, en la prelación del cobro, el derecho de los acreedores subordinados apenas es superior al de los accionistas de la sociedad. Una parte de la deuda subordinada se computa para efectos de este cálculo por cuanto tales condiciones, teoría, la hacen similar al capital social.

pues ellas, como cualquier acción, podían ser vendidas en cualquier momento. Por el otro lado, también existía el defecto contrario, el certificado de participación no era la única inversión en valores de la que la sociedad agente de bolsa no se desharía con facilidad. Las acciones de empresas subsidiarias que el intermediario pudiera poseer también caían en esa categoría.

En consistencia con lo anterior, la modificación del inciso reemplaza la enumeración de estos activos y señala, en términos generales, que el concepto deducible son las **inversiones permanentes** aunque cuidándose de excluir expresamente las acciones emitidas por una institución de compensación y liquidación de valores. Sin embargo, el impacto concreto que esta norma pudiera tener en mejorar o desmejorar los límites operacionales de un agente de intermediación depende más bien de si posee o no otras inversiones permanentes, por lo que el efecto flexibilizador de la modificación es discutible.

Más clara es la modificación del inciso e) que divide dicho inciso en dos supuestos. En lugar de deducir el íntegro del importe de los activos fijos netos, se deduce el 100 por ciento del importe de aquellos que se encuentran gravados y el 50 por ciento de los que no lo están. Esta modificación claramente agrega un poco más de flexibilidad a los indicadores de los intermediarios.

En lo que se refiere al artículo 45 inciso d) la norma original exigía al intermediario considerar entre sus valores propios -para efectos del cálculo del riesgo, o sea el divisor que da lugar al indicador de liquidez y solvencia- aquellos que hubiera comprado por órdenes de sus clientes pero éstos no hubiesen pagado oportunamente. Con la derogación, esta exigencia desaparece. En mi opinión, esta derogación debe tener como razón de ser el hecho de que existe en el artículo 59 del Reglamento de Agentes de Intermediación una disposición que permite al intermediario vender tales valores para hacer cumplir con el pago respectivo aun sin la autorización del cliente que ordenó la compra. Ciertamente existe, pese a esta disposición, un riesgo para el intermediario -en caso de un brusco deterioro en los precios- pero al parecer los autores de la modificación han considerado que el riesgo es mínimo. En todo caso, esta norma sí puede identificarse como destinada a flexibilizar los límites operacionales de los intermediarios, aun cuando su impacto no parezca muy significativo.

La modificación realizada en el artículo 46 del Reglamento de Agentes de Intermediación claramente es apenas un refraseo que tiene por objeto uniformizar criterios. Dado que el indicador de liquidez y solvencia

es un cociente en el que el patrimonio líquido constituye el numerador, el término **insuficiencia** resultaba inadecuado.

Esta discusión se originó como consecuencia de casos de agentes de intermediación -en situación temporal de inactividad- que registraban patrimonio líquido negativo pero que, no obstante ello, no registraban tenencia de valores, ni deuda subordinada, ni incumplimientos, ni descubiertas. En estos casos, era evidente que el indicador de liquidez y solvencia de tales agentes se encontraba por debajo de la unidad exigida por el reglamento -de hecho, el denominador cero convertía el cociente en una cantidad indeterminada por ser infinitamente negativa- pero ellos argumentaban que no había mérito para imponer una suspensión por cuanto sus patrimonios líquidos no eran "insuficientes respecto del importe total de su tenencia ponderada por riesgo" toda vez que su tenencia ponderada por riesgo era cero.

Con el objeto de aclarar este concepto, la modificación del reglamento elimina el concepto **insuficiencia**. Sin embargo, por muy válida que pueda resultar la aclaración difícilmente podríamos considerar que esta modificación tiende a promover el mercado de valores.

La modificación en el artículo 51 del Reglamento de Agentes de Intermediación tiene por objeto aumentar la ponderación por riesgo en los casos en los que existe concentración. En el texto original del artículo -claramente por un error- se aplicaba un factor de riesgo menor a los casos en los que había concentración que a aquellos en los que no la había, cuando se trataba de acciones sin cotización o no listadas. Como es evidente, la concentración de un valor en un solo propietario aumenta la iliquidez del valor y, por lo tanto, el factor de riesgo debe incrementarse en lugar de disminuir, situación que precisamente es corregida a través de la modificación. Sin embargo, una vez más, nos encontramos frente a una modificación que no tiene relación alguna con la promoción del mercado de valores.

Finalmente, se encuentra la modificación del artículo 55 del Reglamento de Agentes de Intermediación, quizás la más notoria dentro de la limitada publicidad que tuvieron las modificaciones introducidas por la Resolución CONASEV No. 083-2000-EF/94.10. Se trata de la modificación de la norma que establece el denominado límite por actividad de los agentes de intermediación.

El límite por actividad es un límite operacional que exige que los compromisos asumidos por el

intermediario en el mercado de valores más los de sus empresas vinculadas no sean mayores a cierto número de veces el patrimonio neto del intermediario. En realidad, no se trata de un límite por actividad para el agente de intermediación sino para todo su grupo económico -aunque el texto de la norma es mucho más amplio pues habla de vinculación- lo cual es bastante discutible porque implica limitar las actividades de los agentes de intermediación por causa de las operaciones de empresas distintas a él mismo o, visto desde el otro lado, se limita las actividades de todo un conjunto de empresas en función del patrimonio de una sola vinculada: el agente de intermediación.

Pues bien, el límite por actividad que había sido fijado en diez veces el patrimonio neto del agente de intermediación fue, por efecto de la modificación normativa, elevado a quince veces. Dado que se trata de un límite operacional, puede deducirse que se trata -esta vez sí- de una norma que flexibiliza significativamente las actividades de los intermediarios en el mercado de valores, al permitirles aumentar en un 50 por ciento sus operaciones de reporte y mutuos.

Sin embargo, el impacto que realmente tiene esta norma es insignificante. En efecto, de los veinticuatro agentes de intermediación que contaban con autorización de funcionamiento vigente a la fecha de promulgación de la indicada norma, sólo uno se encontraba cerca del límite de diez veces establecido por la versión original del artículo 55 del Reglamento de Agentes de Intermediación. Los otros veintitrés agentes de intermediación se encontraban en niveles que, en promedio, no superaban las cuatro veces sus respectivos patrimonios netos⁽⁹⁾.

3.4. La bolsa sociedad anónima.

Sin duda, la más importante de las modificaciones efectuadas en los últimos años, por su jerarquía normativa, es la Ley No. 27649, que introdujo diversos cambios a la Ley del Mercado de Valores e, incluso, llevó a la promulgación de un nuevo Texto Único Ordenado de dicha norma, que fue el aprobado mediante Decreto Supremo No. 093-2002-EF.

Esta norma fue teóricamente el fruto de un estudio realizado por el Ministerio de Economía y Finanzas y CONASEV, en un documento denominado Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores que fue sometido a consulta ciudadana, evaluado y

finalmente dio lugar a diversos proyectos de ley que fueron remitidos al Congreso de la República para su aprobación. Entre ellos, la modificación a la ley del Mercado de Valores.

Si bien no se trata de la única modificación introducida por la Ley No. 27649, es claro que lo más importante de esta nueva norma es la posibilidad de que las bolsas de valores opten por la forma de asociaciones civiles o de sociedades anónimas para el desempeño de sus actividades. En efecto, la Ley No. 27649 parece haber sido el fruto de una revisión integral de la Ley del Mercado de Valores que busca acondicionar todas las disposiciones de esta última al nuevo orden generado por la conversión de la bolsa de valores en una sociedad anónima. Este es el tema central de la norma, al que está dedicado, fácilmente, un tercio de sus disposiciones.

Las otras dos terceras partes de la Ley No. 27649 son diversas modificaciones y precisiones -correcciones de pasados errores quizás- inconexas entre sí y que no parecen tener una idea central de cambio tras ellas. En otras palabras, parece evidente que la modificación del listado de normas supletorias a la Ley del Mercado de Valores, la redefinición introducida respecto del concepto de hecho de importancia o la prohibición de negociar valores impuesta a los trabajadores, funcionarios y directores de las bolsas de valores -sólo por poner como ejemplo algunas de las primeras disposiciones de la ley modificatoria- ni tienen relación alguna entre sí, ni son modificaciones que obedezcan a un esquema ideado para promover el mercado de valores, cual es el título bajo el que fueron amparadas.

En realidad parece como si el criterio hubiera sido que, dado que había que modificar la ley para permitir a la bolsa convertirse en sociedad anónima, era buena idea aprovechar ese trámite de modificación para corregir diversos artículos de la ley que se presentaban perfectibles. Algunos de estos diversos cambios no relacionados con la conversión de la bolsa de valores en sociedad anónima pueden ser evaluados como positivos y otros como negativos⁽¹⁰⁾ pero, insisto, no tienen un eje común que las articule entre sí ni puede sostenerse que su objetivo sea promover el uso del mercado de valores como alternativa de financiamiento empresarial.

Por lo tanto, la única idea relativamente novedosa que traen estas modificaciones -cuya justificación,

(9) Fuente: Registro Público del Mercado de Valores.

(10) El artículo 10 de la Ley No. 27649, por ejemplo, modifica el artículo 58 de la Ley del Mercado de Valores para permitir que los emisores cobren a los inversionistas por entregarles un prospecto informativo. Esta insólita modificación daría, por sí sola, para escribir muchas páginas.

insisto, fue el promover el mercado de valores- es la posibilidad de que las bolsas de valores se puedan constituirse como sociedades anónimas o convertirse en tales.

He revisado los dos documentos publicados por el Ministerio de Economía y Finanzas y CONASEV -tanto el de consulta ciudadana como el de los resultados de la consulta ciudadana- así como las declaraciones de prensa de diversas autoridades y participantes del mercado de valores e incluso el proyecto de ley presentado en el Congreso de la República y hasta la fecha no he podido encontrar cuál es la ventaja para el mercado de que la bolsa de valores sea una sociedad anónima en lugar de una asociación civil. En ningún documento o declaración pública, los promotores de este cambio nos han explicado qué es lo que la bolsa no puede hacer ahora que sí podrá hacer cuando se convierta en sociedad anónima -además de repartir dividendos- que resulta tan promotor del mercado de valores como para justificar una modificación a la Ley del Mercado de Valores que viene precedida nada más y nada menos que por un estudio sustentatorio del Ministerio de Economía y Finanzas y de CONASEV. Estudio que, sin embargo, pone como único sustento que: “(d)icha propuesta se encuentra planteada en el Proyecto de Ley y tienen como fin el dotar a las Bolsas de Valores y Productos de un marco legal flexible, acorde a las funciones y responsabilidades que la Ley les asigna”⁽¹¹⁾.

Difícilmente puede decirse que lo anterior es, seriamente, un sustento para el cambio más importante introducido a la Ley del Mercado de Valores desde su aprobación en el año 1996. Este sorprendentemente lacónico párrafo no nos dice cuál es la ventaja que esta “flexibilidad” proporcionada a las bolsas de valores con el mencionado cambio habrá de aportar al mercado de valores peruano. Sobre todo, si consideramos que las otras 61 páginas del documento pretenden ser un estudio que ha sustentado, entre otros, dicho cambio.

Temo que la respuesta es: nada. No existe en realidad ninguna ventaja para el mercado en que la bolsa de valores sea una sociedad anónima en lugar de una asociación civil.

No se trata, en este punto, de sostener que la bolsa de valores debería ser impedida de convertirse en sociedad anónima. En principio, la estructura jurídica de dichas entidades debería ser un asunto que incumbe a sus asociados o socios. Lo único que sostengo es que no existe en realidad ninguna razón

de orden público o promotora que lleve a sustentar la necesidad o simplemente el beneficio de tal cambio.

Ahora bien, pese a esta ausencia de fundamentos entre los autores de esta iniciativa, es bien cierto que ha habido hace pocos años un fenómeno que ha dado en llamarse “desmutualización”. Se trata de diversas bolsas de valores en el mundo que, por razones de competencia con otros mercados, buscaron ellas mismas acceder al financiamiento vía mercado de valores para obtener mayores recursos que les permitieran invertir en diversas mejoras. Para ello, emitieron acciones que fueron ofrecidas al público en general y listadas en sus mecanismos de negociación. Por lo tanto, dichas bolsas de valores que inicialmente eran de propiedad exclusiva de los intermediarios o “bolsas mutuales” se “desmutualizaron” abriendo su capital y directorio a accionistas diversos.

El proceso fue visto como un fenómeno interesante y positivo para el mercado en la medida en que incrementaba el nivel de transparencia de las bolsas de valores -sujeta a partir de ese momento a todos los deberes de información de cualquier otra empresa listada-, les facilitaba el acceso a fuentes de financiamiento y abría a terceros independientes los órganos de gobierno societario. Los accionistas no intermediarios que tuvieran suficiente participación en el capital social, tendrían acceso al Directorio de las bolsas de valores.

Se trata sin embargo de un proceso respecto del cual existe muy poca experiencia en el mundo (el primer antecedente es la *Stockholm Stock Exchange*, apenas en el año 1993 y, en realidad, la mayoría de las operaciones importantes se realizaron en el año 2000) y que además no parece ser un movimiento generalizado (apenas el 23.4 por ciento de las bolsas de valores afiliadas a la Federación Internacional de Bolsas de Valores-FIBV se consideran a sí mismas como “desmutualizadas”). Asimismo, se trata de un proceso que pierde sus ventajas teóricas para el mercado cuando las bolsas de valores se convierten en entidades con fines de lucro pero los intermediarios conservan el control, pues se agudizan severamente los conflictos de intereses y se perjudica el rol regulatorio y de supervisión de las bolsas de valores.

Ninguna de estas ventajas o desventajas ha sido materia de discusión o de reflexión pública.

Luego de expedido el documento de consulta ciudadana *Acceso al Financiamiento a través del*

(11) Documento de consulta ciudadana *Acceso al Financiamiento a través del Mercado de Valores*. p. 60. Disponible en formato pdf en www.mef.gob.pe.

Mercado de Valores, tanto el Ministerio de Economía y Finanzas como CONASEV recibieron diversas opiniones que analizaron para modificar el proyecto de ley y reseñaron en un documento denominado *Resultado de la Consulta Ciudadana Acceso al Financiamiento a través del Mercado de Valores*.

En lo que se refiere a la transformación de las bolsas de valores en sociedades anónimas, el documento se limita a reseñar someramente algunos comentarios divergentes remitidos por diversos participantes del mercado. Estos comentarios no sólo no analizan los aspectos positivos o negativos de la “desmutualización” -o si lo hacen, tal análisis ha sido omitido- sino que se realizan expresamente afirmaciones tales como que “no existe un análisis profundo respecto de los beneficios que traería al mercado la transformación de la bolsa en sociedad anónima” o realizan aseveraciones tan desconcertantes como que “los actuales asociados perderían el 30 por ciento del patrimonio de la Bolsa” cuando precisamente el proceso de “desmutualización” se trata dar participación en la propiedad de las bolsas de valores a personas que no ostentan la condición de intermediarios, es decir, a quienes no son sus actuales asociados. Si este requisito no se cumple, el proceso no es una “desmutualización” -pues la bolsa de valores continuaría siendo mutual- sino una mera conversión en sociedad anónima sin beneficio alguno para el mercado.

De manera sorprendente, el documento publicado enumera esta lista de comentarios y observaciones recibidas pero no las analiza en absoluto. Se limita a señalar que como consecuencia de los comentarios recibidos la conversión de las bolsas de valores en sociedades anónimas sería voluntaria⁽¹²⁾ mas no refuta la inexistencia de un análisis profundo ni se refiere a los temas de fondo de un proceso de “desmutualización”. Simplemente señala que, ante los comentarios recibidos, se han suprimido los incentivos que promovían la transformación⁽¹³⁾.

Normalmente, el tema debería terminar aquí. Deberíamos concluir que es indiferente para el mercado

la estructura jurídica de la bolsa de valores, que la misma sólo le incumbe a sus asociados o socios y que no se trata de un cambio bueno ni malo sino que, simplemente, no tiene nada que hacer con la promoción del mercado de valores. Sin embargo, este asunto trae a discusión otro tema relacionado que sí guarda estrecha relación con la promoción del mercado de valores.

3.5. La bolsa de valores como un monopolio. El listado obligatorio.

Se trata básicamente de que, bajo el pretexto de la promoción del mercado de valores y de los beneficios que el mismo trae a la economía de un país, el Estado ha expedido normas a través de los años que han convertido a la bolsa de valores en el Perú en un monopolio con un mercado cautivo.

La razón de ser de las bolsas de valores es la disminución de los costos de transacción. La creación de condiciones de transparencia y de seguridad que permita que la determinación de los precios de los bienes que allí se negocian -valores listados- obedezca exclusivamente a las fuerzas de la oferta y la demanda. Sin embargo, para que todo esto tenga sentido, es necesario que exista interés público en los valores. Es decir, que haya una masa crítica de personas dispuestas a comprarlos y venderlos para generar así un volumen de transacciones que justifique los costos de listar un valor mobiliario.

Porque el listado de valores mobiliarios genera costos. Genera costos para las empresas pues necesitan producir cantidades significativas de información para cumplir con los requisitos del listado, necesitan contratar auditorías externas y necesitan pagar a las bolsas de valores por el servicio y al regulador estatal por la supervisión. En resumen, el listado de valores genera beneficios para los accionistas pero genera costos para la empresa que, a la larga, se reflejan en el valor que reciben los mismos accionistas.

Por consiguiente, la decisión de listar un valor recae en un análisis costo beneficio que tienen que

(12) De acuerdo con el proyecto original, las bolsas de valores que a la fecha de entrada en vigencia de la modificación estuvieran constituidas como asociaciones civiles tenían que transformarse obligatoriamente en sociedades anónimas.

(13) Existía un tema muy grande respecto de la conversión de las bolsas de valores en sociedades anónimas y era el tema tributario. Este ha sido el principal freno para la conversión. De acuerdo con la ley tributaria, las asociaciones sin fines de lucro (como lo eran las bolsas de valores) se encuentran exoneradas del pago del Impuesto a la Renta. Sin embargo, si posteriormente reparten dividendos, tienen que pagar los impuestos por todos los años que estuvieron exoneradas con las moras e intereses correspondientes. Si bien no es materia de este trabajo tratar las implicancias tributarias de la conversión de una asociación civil en sociedad anónima, conviene mencionarlo toda vez que es falso que la norma aprobada haya eliminado los incentivos que promovían la transformación. En efecto, la posibilidad de pagar los tributos que la transformación genere mediante la entrega de acciones al Estado (las mismas que no tendrán derecho a voto mientras estén en su poder) es ciertamente una concesión a este contribuyente en particular que favorece la transformación. No cualquier contribuyente recibe una autorización por ley para pagar **en especie** los tributos debidos al Estado.

realizar los accionistas de las empresas considerando que, por un lado, tendrán mucho acceso a información y una plataforma de negociación en la cual vender sus acciones y, por otro lado, verán incrementados los costos de operación de su empresa -y, por lo tanto, disminuidos sus dividendos o aumentada sus pérdidas- como consecuencia del listado.

Sin embargo, en el Perú, el listado de valores es una decisión que ha sido separada de forma casi absoluta de la decisión privada. Sea con los pretextos de incrementar la transparencia o de proteger a los accionistas minoritarios, diversas disposiciones legislativas peruanas -creyendo "promover" el mercado de valores- han seguido la religión del listado obligatorio. Es decir, una decisión estatal que obliga a las empresas a incurrir en los significativos costos de listarse en la bolsa de valores.

En el Perú las empresas financieras, las compañías de seguros, las administradoras de fondos de pensiones, las empresas agrarias azucareras -ex-cooperativas-, las sociedades anónimas abiertas y las empresas emisoras de acciones de inversión⁽¹⁴⁾ -ex-acciones laborales, ex-acciones del trabajo- entre otras, son obligadas compulsivamente a listarse en una bolsa de valores. Varias de estas empresas tienen un accionariado absolutamente concentrado. Algunas de ellas, tienen incluso un solo accionista pues son subsidiarias de una *holding*. Sin embargo, alguna de las muchas leyes que consagra el listado obligatorio en el Perú las ha obligado a inscribirse en una bolsa de valores, olvidando que las bolsas de valores son fundamentalmente entidades que administran un mecanismo de negociación y que, para que haya **negociación** se necesita que haya personas dispuestas a comprar y otras dispuestas a vender.

Si una empresa tiene sus acciones concentradas y los accionistas no están interesados en venderlas, entonces no tiene ningún sentido el listado. No otorga ninguna ventaja a los accionistas e incrementa los costos de la empresa o, dicho en otros términos, disminuye las utilidades de los mismos accionistas que supuestamente son los destinatarios de la protección de la legislación del mercado de valores. La mejor prueba radica en la información sobre la negociación. Muchos -por no decir, la mayoría- de los valores listados obligatoriamente muestran una iliquidez inquebrantable. Varios de ellos, no registran una sola operación en más de sesenta sesiones de rueda de bolsa y algunos no han sido transados jamás en la bolsa de valores pese a hallarse inscritos.

A la fecha en que escribo este artículo, son 293 los valores de renta variable cotizados en la Bolsa de Valores de Lima. De este total, 30 corresponden a valores que en realidad no han sido listados por sus empresas emisoras, las cuales no pagan contribuciones ni presentan información a la Bolsa de Valores de Lima sino que se negocian sobre la base de la información pública que existe sobre ellos. Este es el caso de Yahoo!, Walt Disney Company o Microsoft Corporation que, aunque parezca extraño, se encuentran listadas en el Perú.

Si quitamos esas 30 acciones, nos queda un total de 263 acciones de las cuales al menos 190 se encuentran listadas de forma compulsiva. Ya sea por tratarse de empresas financieras, compañías de seguros, empresas emisoras de acciones de inversión, etcétera. Es decir, el 72.24 por ciento de las acciones listadas en la Bolsa de Valores de Lima, se encuentran allí de forma obligatoria y no porque sus emisores hayan decidido que listar el valor fuera una buena idea o resultara conveniente a sus intereses. Podemos ir más lejos en nuestras conclusiones. A tal punto el listado obligatorio es inútil para la promoción del mercado de valores que muchas empresas que tienen listados sus valores como consecuencia de la obligación legal, no se financian en el mercado de valores pese a que, en teoría, ya asumen la mayor parte de los costos de encontrarse en el mismo.

Es claro que estas decisiones legislativas convierten a la bolsa de valores, en el Perú, en un monopolio que recibe dinero gratuito (*free money*). No es mi intención emitir un juicio sobre si la Bolsa de Valores de Lima provee de un servicio bueno, regular o malo a los emisores que le pagan sus contribuciones. Probablemente el servicio que brinda sea en realidad eficiente o quizás no lo sea. Lo único que afirmo es que la bolsa de valores en el Perú no tiene verdaderos incentivos para mejorar su oferta a los emisores porque se trata de clientes que no necesita convencer. Se trata de clientes de los cuales el ordenamiento jurídico le provee. Se trata de un mercado cautivo.

La mejor evidencia de lo que sostengo la proporcionan los mismos estados financieros de la Bolsa de Valores de Lima. A pesar la crisis asiática, rusa, brasileña, la burbuja de Internet o cualquier otro de los fenómenos que en los últimos años han afectado el desempeño de las acciones que se cotizan en las bolsas de valores en todo el mundo, la Bolsa de Valores de Lima, como persona jurídica, ha arrojado utilidades. Y de hecho, contrariamente al desempeño de las acciones

(14) Las acciones de inversión pueden ser deslistadas en la actualidad. En la gran mayoría de los casos, la causal para este deslistado es el cese de interés público por nula negociación. ¿No es revelador este dato?

cotizadas y de los indicadores bursátiles, sus utilidades han sido mayores en los años 2000 y 2001 que, por ejemplo, en el año 1998⁽¹⁵⁾. ¿No es eso una clara muestra de que recibe dinero gratuito?

¿Por qué son las bolsas de valores en el Perú un monopolio, podría preguntarse, si no existe disposición estatal alguna que impida que se constituya más de una? De hecho, hasta el año 1995 existían dos bolsas de valores en el Perú. La respuesta es que se trata de un monopolio natural. Un monopolio creado por la naturaleza del negocio. No existe, por ejemplo, ninguna ley que impida que una ciudad cuente con dos aeropuertos pero normalmente se trata de un negocio monopólico porque el tráfico aéreo no amerita tener más de uno. Son muy extraordinarios -aunque los hay- los casos de ciudades que cuenten con dos o más aeropuertos.

En el caso de las bolsas de valores ocurre lo mismo. El volumen de negocio marca la cantidad de bolsas de valores que puedan existir. En Europa ni siquiera existe una bolsa de valores importante por cada capital de país, pese a que se trata de un mercado con volúmenes mucho más grandes que los del Perú. En los Estados Unidos, con volúmenes de negociación sencillamente incomparables a los peruanos, existen apenas seis bolsas de valores -más Nasdaq, aunque esta última no tiene la categoría de bolsa de valores pese a que en muchos aspectos funciona como una-. Sería absurdo, haciendo una simple comparación, que en el Perú existieran dos.

Sin embargo hay voces que han ido, incluso, más allá. No conformes con el listado obligatorio se ha propuesto el **cautiverio bursátil**. Actualmente, la disposición general⁽¹⁶⁾ es que los valores listados en la bolsa de valores pueden ser transados también fuera de ella. Si una persona cualquiera desea venderle sus acciones de determinada compañía listada a un compañero de oficina o a un amigo, puede hacerlo de manera privada como la compraventa de un bien cualquiera. El **cautiverio bursátil**, por el contrario, significa que las acciones que se encuentran cotizadas en la bolsa de valores sólo pueden transarse a través de ella. Esto, es evidente, agudizaría la posición monopólica de la bolsa de valores en el Perú y le otorgaría, desde luego, más dinero gratuito.

Ahora bien, como asociación civil sin fines de lucro, que tiene como finalidad facilitar la negociación



de valores inscritos proveyendo sistemas, mecanismos y servicios adecuados para una intermediación justa, entre otros, las bolsas de valores en el Perú tendrían que destinar las utilidades provenientes de su posición monopólica a realizar su objeto social. Es decir, a dar facilidades para la negociación, mejorar sus sistemas, investigar nuevos productos, etcétera. Evidentemente, los asociados de la bolsa de valores cuentan con todos los incentivos para no desear que esto sea así. Si las bolsas de valores en el Perú fueran sociedades anónimas, podrían repartir a sus accionistas todas las ganancias derivadas de su posición monopólica.

No se trata, por lo tanto, de mostrarse a favor o en contra de un proceso de desmutualización que permita a las bolsas de valores acceder a los propios mecanismos de la intermediación financiera directa para mejorar sus posiciones competitivas. No se trata de ampliar la base del accionariado de las bolsas de valores otorgando participación en los órganos de gobierno societario a personas distintas de los intermediarios que pudieran

(15) Fuente: Registro Público del Mercado de Valores y página de la Bolsa de Valores de Lima en Internet www.bvl.com.pe.

(16) Me refiero a "disposición general" porque si bien la Ley del Mercado de Valores consagra como norma que los valores inscritos en bolsa pueden negociarse fuera de ellas, el artículo 7 de la Resolución No. 052-98-EF/SAFP establece que cuando las Administradora de Fondos de Pensiones (a la sazón, los más grandes compradores del mercado) compren valores inscritos deben hacerlo a través de un mecanismo centralizado de negociación. Por lo tanto, para ellas, el cautiverio bursátil existe.

alinear los intereses de las bolsas de valores con los del resto del mercado. Se trata de una simple discusión respecto de si es posible o no que las ganancias monopólicas de la bolsa de valores puedan distribuirse.

Ahora bien, de ninguna manera estoy sosteniendo que el listado obligatorio resulte justificado cuando la bolsa de valores es asociación civil e injustificado cuando se trata de una sociedad anónima. De lo que se trata en realidad es de que el listado obligatorio no debería existir. Las bolsas de valores no deberían tener una posición monopólica ni un mercado cautivo otorgados por el Estado. Y, por otro lado, es totalmente indiferente para el mercado que las bolsas sean entidades con o sin fines de lucro. No obstante, si las bolsas de valores en el Perú no tuvieran la posición monopólica que tienen, me temo que muchos de los intereses que ahora impulsan la idea de la conversión de la bolsa de valores en una sociedad anónima, sencillamente desaparecerían.

3.6. Los nuevos productos.

El Reglamento de Operaciones en la Rueda aprobado por Resolución CONASEV No. 021-99-EF/94.10 regula nuevos productos de negociación como una forma adicional de promover el mercado. Estas disposiciones han sido principalmente impulsadas por la Bolsa de Valores de Lima, dado que este tipo de reglamentos es uno respecto de los que la indicada entidad cuenta con iniciativa reglamentaria -bajo un nivel de autorregulación- de acuerdo con lo establecido por los artículos 131 y 132 incisos e) y f) de la Ley del Mercado de Valores.

Los productos implementados a la fecha son las operaciones de ventas descubiertas (*short selling*) junto con un complemento de transacción en el día para la compra (*day trade* compra) que permite realizar cierta clase de estrategias de negociación.

Mientras que el principio en la realización de operaciones en un mecanismo centralizado de negociación es que los clientes deben contar con los valores y dinero materia de las mismas y esto tiene que ser verificado por el intermediario -artículo 195 inciso f) de la Ley del Mercado de Valores- en las ventas descubiertas el vendedor no cuenta con el valor materia de la operación al momento de pactarla.

Se trata de una estrategia de negociación netamente especuladora que permite la realización de ganancias en un mercado injustificadamente alcista. Cuando el inversionista considera que una acción se encuentra sobrevaluada y que, por lo tanto, el precio bajará en el futuro, la vende sin tenerla al precio actual esperando

que al momento de la liquidación de la operación el precio ya se haya corregido. De esta manera, realizaría la ganancia entre el precio que le pagaron en la venta descubierta y el precio al que tuvo que comprar la acción para cumplir con la liquidación.

Por su parte, mientras que el principio es que las transacciones en un mecanismo centralizado de negociación se liquidan en un plazo de tres días útiles posteriores a la transacción (T+3), el *day trade* es una estrategia según la cual un inversionista puede comprar y vender un valor en el mismo día. En otras palabras, no tiene que esperar a la liquidación para poder disponer de él.

El *day trade* de compra complementa la estrategia de especulación bajista de la venta descubierta. En efecto, dado que las operaciones en el mercado de valores se liquidan por diferencias o, en otras palabras, se liquidan después de compensarse, si una persona vende por el valor de 50 y compra por el valor de 45, la liquidación consistirá simplemente en entregarle una cantidad de 5. De la misma manera ocurre con las acciones. Si una persona compra por 50 acciones y vende 45 acciones de la misma clase, la liquidación consistirá en la entrega de 5 acciones.

Por lo tanto, en el mercado es factible que una venta descubierta o en corto se “cubra” con la operación inversa. Es decir, mi venta descubierta deja de encontrarse descubierta si luego de haberla realizado compro la misma cantidad de valores de esa misma clase. Una vez más, la ganancia derivada de vender descubierta y luego comprar se producirá en el caso en que el precio de los valores haya bajado en el interín.

Como es lógico, si la predicción del inversionista involucrado en estas operaciones resulta errada y los valores suben de precio en lugar de bajar, el resultado será una pérdida para el inversionista. Particularmente si consideramos que para efectos de impedir que las ventas descubiertas hagan colapsar al mercado, la normativa sólo permite que se realicen a precios superiores al de la última transacción. Esto significa que no puede hacerse una venta descubierta cuando el mercado ya se encuentra a la baja.

Las estrategias que pueden desarrollarse con las ventas descubiertas y su complemento de operaciones de *day trade* compra, como puede apreciarse, son altamente riesgosas. Ahora bien, la especulación no tiene nada de malo en un mercado de valores y, de hecho, ella agrega profundidad al mercado. Sin embargo, el principal defecto que tienen estas estrategias es que sólo pueden desarrollarse respecto de valores que ya son bastante líquidos. De hecho, hablamos básicamente de

los valores que integran la tabla de valores referenciales de la Bolsa de Valores de Lima, que son los que tienen mayor liquidez.

Por consiguiente, si bien estos productos no servirán para dotar de liquidez a la mayoría de los valores listados en la rueda de bolsa, al menos permite opciones para incrementar el volumen de negocio respecto de los valores líquidos. En todo caso, siempre resulta positivo que la bolsa de valores se preocupe por desarrollar nuevos productos y de mejorar la oferta de alternativas de inversión de las que disponen los participantes del mercado.

4. Lo que no se ha propuesto.

Hace unos meses, cuando pensé por primera vez en escribir este artículo respecto de las normas de promoción del mercado de valores, tenía una aproximación completamente distinta al problema. En ese momento pensaba que una buena forma de promover el mercado de valores sería incorporar a todos los contratos de privatización y concesión que el gobierno celebrara en el futuro, una cláusula en virtud de la cual el adquirente o concesionario se comprometiera a financiar un porcentaje -a determinarse en cada caso- de su compromiso de inversión a través de la emisión de valores mobiliarios en el mercado local.

Una cláusula semejante permitiría -bajo mi forma de pensar en aquel momento- una correspondencia perfecta entre las nuevas inversiones a realizarse en el país y el mercado de valores doméstico. Rentabilizaría las carteras de los inversionistas institucionales y particulares peruanos, les permitiría participar en proyectos importantes, incorporaría a la economía nacional una parte de las ganancias financieras del negocio.

En la medida en que las operaciones fueran exitosas, a su vez, los inversionistas quizás verían en el mercado nacional una buena alternativa para el financiamiento de sus proyectos y recurrirían a él en proporciones superiores a las exigidas por sus contratos con el Estado. La idea me parecía sumamente atractiva y no dejaba de preguntarme a qué inversionista no le gustaría participar en proyectos como el del gas de Camisea, la concesión del aeropuerto Jorge Chávez, o las concesiones de carreteras que el gobierno anuncia desde hace algún tiempo. Pensaba que, de alguna manera, era posible explorar esa idea y llevarla a cabo como una forma de enriquecer nuestra economía.

Sin embargo, en el curso de la reflexión que me condujo a escribir este artículo, he visto los numerosos

problemas que una propuesta como esa acarrearía.

Y es que si el mercado financiero peruano -sea banca comercial o mercado de valores- pudiera ofrecer financiamiento competitivo a un inversionista extranjero, serían sus mismos participantes quienes ofrecieran tales servicios a los inversionistas extranjeros y no necesitarían que el Estado obligue a su contratación. Nuevamente, era una idea que creaba un monopolio o, en el mejor de los casos, un oligopolio. Obligaríamos a los nuevos adquirentes de empresas privatizadas o concesionarios a financiarse a una tasa de interés no competitiva. Con ello garantizaríamos, desde luego, ganancias para alguno de los intermediarios locales pero a costa de un precio que pagaríamos los usuarios de tales bienes o servicios pagando una tarifa más elevada.

Afortunadamente, la creación de monopolios, oligopolios o de mercados cautivos no es la única posibilidad. Incluso, ya casi se ha vuelto un lugar común hablar de promover el acceso al mercado a las pequeñas y medianas empresas como formas de desarrollo del mercado de valores adecuadas para el Perú. Tal aseveración es, en mi opinión, acertada puesto que las pequeñas y medianas empresas constituyen la gran mayoría del sector empresarial en el país y, de no existir un mecanismo que permita articularlas al mercado de valores, éste se encontrará prácticamente condenado a padecer de poca profundidad.

Se ha dicho en repetidas ocasiones que el principal impedimento para la entrada de las pequeñas y medianas empresas al mercado de valores es de escala. Aun cuando prácticamente todos los requisitos de acceso son solamente de entrega de información, la cantidad y calidad de la información exigida es tan alta que una empresa requiere tener cierto volumen mínimo de operaciones para que la producción de la misma no resulte un costo proporcionalmente excesivo.

Dado que la transparencia del mercado de valores -esto es, la difusión de toda la información necesaria para la adopción de una adecuada decisión de inversión- es el principal mecanismo de protección del pequeño inversionista, tales exigencias de información no pueden ser disminuidas sin menoscabar uno de los objetivos esenciales de la regulación. En esto consiste la dificultad fundamental: abaratar los costos de acceso sin despreteger a los inversionistas.

No obstante, esta dificultad no es insalvable. Dado que los inversionistas en el mercado no cuentan con el mismo nivel de sofisticación, no tienen las mismas necesidades de información. Los inversionistas más sofisticados -principalmente los inversionistas institucionales- cuentan con mecanismos alternativos

para obtención de información y mayores niveles de tolerancia al riesgo. Esto hace que la necesidad de que sean protegidos por la regulación sea menor. Como principio puede decirse que la necesidad de protección del inversionista es inversamente proporcional a su nivel de sofisticación.

Tal concepción es consistente con la propuesta de modificación de las normas que rigen el MIENM que sugerí líneas arriba. Puede aceptarse que empresas respecto de las cuales existe muy poca información transen sus valores en dicho mecanismo, siempre que se tomen las precauciones necesarias para que sólo inversionistas sofisticados participen del mismo. Esto es, por ejemplo, lo que ocurre en Estados Unidos con el mecanismo de negociación denominado PORTAL (siglas de *private offering, resale and trading through automated linkages*⁽¹⁷⁾), creado para la transacción de ciertos valores no registrados -normalmente emitidos por empresas foráneas amparadas en la Regulación S- en el que solamente pueden participar inversionistas institucionales.

Sin embargo, no quisiera limitarme al tema de mecanismos de negociación secundaria como el MIENM u otros que puedan crearse. En general, uno de los principios que debería guiar la creación de cualquier esquema que, en el futuro, pretenda facilitar el acceso de las pequeñas y medianas empresas al mercado de valores -a juzgar por la información periodística esto se encuentra en estudio desde hace buen tiempo- es que cada disminución en los niveles de información que se otorgue debe encontrarse emparejada con una disminución del universo posible al que estos valores puedan ser directa o indirectamente ofrecidos. Esto es, las empresas que ofrecen menos información sólo deben tener como público objetivo a los inversionistas más sofisticados. No obstante, para que esto pueda ser así otras reformas son necesarias, tal como procuraré explicar en el apartado siguiente.

4.1. Las inversiones de los inversionistas institucionales.

Cuando se habla del acceso de las pequeñas y medianas empresas al mercado de valores, siempre se piensa en cuestiones de volumen o abaratamiento de costos. Sin embargo, aun más importante que estos temas es que en el mercado puedan existir compradores para los papeles que estas empresas se encuentren

dispuestas a negociar.

Las pequeñas y medianas empresas son, casi por definición, empresas con alto nivel de riesgo. Ya sea porque no gozan de condiciones favorables de competencia, porque no pueden producir economías a escala o, sencillamente, porque no existe información suficiente sobre ellas, su desempeño y su historia crediticia.

Líneas arriba mencioné que el concepto básico consistía en limitar a los inversionistas institucionales -por su mayor sofisticación- la posibilidad de acceder a la adquisición de estos documentos. Sin embargo, incluso esta posibilidad no es viable de acuerdo con las actuales normas. Y es que hoy en día la regulación de los principales inversionistas institucionales en el Perú -fondos de pensiones y fondos mutuos- impide en la práctica que éstos adquieran valores de pequeñas y medianas empresas.

Tanto las administradoras de fondos de pensiones como las de fondos mutuos se encuentran prácticamente limitadas por sus respectivas reglamentaciones a la adquisición de valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores⁽¹⁸⁾. En el caso de los fondos mutuos, el artículo 82 de la Resolución CONASEV No. 26-2000-EF/94.10, establece como requisito para la adquisición de valores no inscritos el que éstos se encuentren relacionados con una empresa que tenga valores inscritos. Así, cuando se trata de letras o pagarés, éstos tienen que encontrarse girados, aceptados, afianzados o avalados por una empresa con valores inscritos en el registro o, tratándose de certificados de suscripción preferente, éstos deben referirse a valores inscritos en el mencionado registro.

Resulta obvio que la mayor parte de las empresas que no cuentan con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores -entre las que se encuentran las pequeñas y medianas- no suelen poseer valores que han sido girados, aceptados, afianzados o avalados por empresas inscritas en dicho registro. Por lo tanto, ellas se encuentran completamente excluidas del mercado de adquisiciones de los fondos mutuos.

Tratándose de los fondos de pensiones, como es natural por la finalidad de estos patrimonios, las normas son mucho más restrictivas. El artículo 25 de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones establece una lista de clases de inversiones que éstas pueden realizar así como, incluso, porcentajes

(17) Oferta privada, reventa y negociación a través de vínculos automáticos.

(18) La inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores acarrea, a su vez, la obligación de presentar toda la información dispuesta por la legislación del mercado de valores.

máximos de la cartera que pueden colocar en cada tipo de inversión. El complemento de esta norma es la Resolución No. 052-98-EF/SAFP. Este reglamento establece requisitos relativos a la calidad de los papeles que pueden ser adquiridos, su negociabilidad y otras disposiciones que descalifican largamente como inversión permitida prácticamente cualquier valor que pueda ser ofrecido por una pequeña o mediana empresa. Adicionalmente, estas normas no sólo no permiten a las administradoras de fondos de pensiones invertir los recursos administrados en esta clase de valores sino que les impiden incluso adquirir cuotas de fondos mutuos que inviertan en ellos.

Para ponerlo en términos simples. Con las normas actuales, si una empresa que no tiene valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores ni posee valores girados, aceptados, afianzados o avalados por empresas con valores inscritos en dicho registro pudiera ofrecer un instrumento financiero al mercado, dicho instrumento financiero sería una inversión prohibida para los principales inversionistas institucionales -los más sofisticados- pero permitida para cualquier inversionista no sofisticado. En otras palabras, la regulación en el mercado peruano es tan defectuosa que protege sobremedida a los inversionistas con mayor tolerancia al riesgo y desprotege de manera absoluta a los pequeños inversionistas.

En mi opinión, ambas cosas deben ser cambiadas. No sólo debe darse un poco más de flexibilidad a los inversionistas institucionales para que asuman riesgo sino que, adicionalmente, debe limitarse la exposición de los inversionistas poco sofisticados al mismo, tal como ha sido descrito a lo largo de este artículo.

En relación con los inversionistas institucionales, sobre todo tratándose de las administradoras de fondos de pensiones, la lógica de las normas es clara: disminuir el riesgo. Así lo declara el propio artículo 25 de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones que se refiere al logro de una rentabilidad por parte de las administradoras “dentro de la **máxima** seguridad” (énfasis agregado).

Si bien estas precauciones pueden parecer adecuadas a primera impresión -sobre todo en el caso de las AFP por su finalidad previsional- ellas en realidad desconocen la mismísima razón para la existencia del sistema.

Tanto el sistema de fondos mutuos o como el de fondos de pensiones se basan en la constitución de un patrimonio por parte de muchos aportantes que es confiado a un administrador experto que cobra una comisión por el simple hecho de gestionarlo, haya o no ganancia. Se supone que este administrador debería

realizar inversiones que los aportantes al patrimonio no se encuentran en capacidad de realizar porque su mejor acceso a información, capacidad de análisis y, sobre todo, posibilidad de diversificación se lo permiten. Si este administrador, por ejemplo, tomase todo el dinero y lo colocase en un depósito a plazo en el banco más solvente del país, el sistema no tiene ninguna razón de ser: cualquiera de los aportantes al patrimonio puede tomar exactamente la misma decisión sin necesidad de tener que pagar una comisión al administrador.

A una escala menos extrema, esto es precisamente lo que está ocurriendo. Las inversiones de los fondos mutuos y los fondos de inversiones se encuentran confinadas a no más de unas cuantas decenas de emisores claramente identificables como los más sólidos del país e, incluso, casi la cuarta parte de las carteras de estos inversionistas se encuentra precisamente en esos depósitos bancarios que parecían un ejemplo tan extremo en el párrafo precedente. El resultado, una rentabilidad bajísima, es una consecuencia previsible en este esquema.

Existen muchos mecanismos a través de los cuales pueden liberalizarse las inversiones de los inversionistas institucionales en el Perú pero salvaguardando los intereses de los participantes. Lo primero es una intensa supervisión sobre la real situación de los patrimonios. Esto significa constantes revisiones de la información financiera y sanciones extremadamente drásticas tanto para la administradora como para el contador y los auditores cuando se detecta una transgresión. En segundo lugar, pueden establecerse alertas de gestión deficiente a partir de las cuales se produzca una intervención del regulador que permita controlar el perjuicio a los participantes. Por ejemplo, una norma que establezca que cuando una administradora pierde un determinado porcentaje prudente de la cartera que administra, el regulador pueda transferir el fondo a otra administradora o restringir el universo de las inversiones, etcétera. En tercer lugar, el mismo principio de la diversificación debería aplicarse. Esto es, establecer montos máximos de la cartera administrada que pueden ser invertidos en valores no inscritos en el registro. En cuarto lugar, se encuentra la misma reacción del mercado, puesto que tanto en el caso de los fondos mutuos como en los de pensiones los participantes naturalmente migrarán de las administradoras con mala gestión a aquellas que realicen una gestión exitosa, etcétera.

Éstos son apenas unos rápidos ejemplos y, probablemente, el mejor resultado pueda alcanzarse combinando varios tipos de disposiciones. Pueden estudiarse o crearse muchos mecanismos que permitan

una supervisión prudente de los patrimonios sin perjudicar la razón de ser del sistema. Pero impedir, en la práctica de manera absoluta, que los inversionistas institucionales asuman riesgo es simplemente destruir los beneficios mismos de su existencia.

A la fecha en que escribo este artículo, viene discutiéndose en el Congreso de la República una iniciativa para otorgar distintas opciones de fondos a los afiliados a las administradoras de fondos de pensiones. Esperemos que, con la reglamentación adecuada, esta nueva estructura pueda permitir que los fondos de pensiones tengan acceso a opciones de inversión más acordes con el mercado peruano.

4.2. Los fondos de capital de riesgo.

Otro de los mecanismos más usualmente asociados con el acceso de las pequeñas y medianas empresas al mercado es el de los fondos de capital de riesgo, conocidos por su denominación en inglés como *private investment funds*. Si los fondos mutuos son patrimonios formados mediante la oferta pública de cuotas de participación para invertir principalmente en valores materia de oferta pública (esto es, cotizados en bolsa), los fondos de inversión son todo lo contrario. Se trata de patrimonios conformados con recursos de un número muy limitado de inversionistas -pues la idea es evitar las obligaciones de registro que acarrear las ofertas públicas- ya sean institucionales u otros sumamente sofisticados con el objeto de invertirlos en valores extremadamente riesgosos que tampoco son materia de oferta pública.

Existen básicamente dos tipos de fondos de capital de riesgo. El primero, llamado *venture capital*, invierte en empresas que apenas se están iniciando. Gigantescas corporaciones como Microsoft o Walt Disney empezaron como modestos proyectos realizados por cuatro personas en una cochera. La idea del *venture capital fund* es identificar una empresa que cuente con proyectos o ideas con interesante potencial pero sin acceso a grandes fuentes de capital para llevarlos a cabo. Una vez hecho esto, el fondo adquiere un altísimo porcentaje de las acciones de esta empresa y le provee de todo el capital necesario para llevar a cabo los proyectos. Si la empresa resulta exitosa, al cabo de un plazo, el fondo registra las acciones de la empresa para realizar una oferta pública y vende sus acciones realizando la ganancia o distribuye directamente las acciones a los aportantes del patrimonio.

El segundo tipo de fondo de capital de riesgo es el llamado *leveraged buy-out*. Estos fondos no buscan empresas que se estén iniciando sino empresas ya establecidas con un flujo de caja estable y predecible. La idea es conseguir un préstamo bancario -usualmente respaldado únicamente con los activos de la empresa a ser adquirida- para comprar las acciones de la empresa dedicándose los recursos del fondo exclusivamente para realizar inversiones en la misma. Si la empresa resulta exitosa, es el flujo que produce la misma empresa (y no el fondo) lo que permitirá pagar el préstamo con el que se adquirieron las acciones, de modo tal que el producto de la venta de las acciones genera una utilidad largamente superior a la de una inversión tradicional debido a que la adquisición se ha realizado con financiamiento externo.

Obviamente, en ambos casos se trata de inversiones altísimamente riesgosas, de muy largo plazo e ilíquidas. Se trata de inversiones de un extraordinario nivel de riesgo porque los recursos de los fondos van a empresas respecto de las cuales simplemente se estima un potencial en el futuro. Sin duda los gestores de los fondos hacen los mayores esfuerzos por concentrarse en empresas que tengan proyectos realmente prometedores pero en la mayoría de las veces las empresas no resultan exitosas y la inversión termina perdida. Lo que convierte a los fondos de capital de riesgo en un negocio millonario es que las inversiones que resultan exitosas -que puede ser una de cada diez- son tan extraordinariamente rentables que compensan todas las inversiones perdidas y aun después de ello significan ganancias exorbitantes.

Se trata de inversiones de largo plazo porque los fondos de capital de riesgo adquieren empresas con el objeto de proporcionarle acceso a capital e introducir mejoras en su gestión. Los beneficios de tales cambios pueden tardar años en producirse si es que alguna vez se producen. El tiempo promedio de duración de un fondo de capital de riesgo actualmente en los Estados Unidos, desde la realización de las inversiones hasta la distribución de los resultados a los participantes es de diez años⁽¹⁹⁾.

Se trata de inversiones ilíquidas porque se enfocan en empresas que no cotizan sus acciones públicamente. En consecuencia, empresas de las que existe poca información y cuyas acciones, de hecho, necesitarían inscribirse en el Registro Público del Mercado de Valores antes de poder ser ofrecidas al mercado. La

(19) Asset Alternatives. *Private Equity Partnership Terms and Conditions*. 2da. edición. Boston y New York, 2001. p. 26

liquidez está limitada a otros compradores con los que privadamente puede negociarse mas esta circunstancia no es usual y se torna particularmente inviable cuando las inversiones no tienen un buen desempeño. Por estas mismas razones, a diferencia de los fondos mutuos, los participantes no pueden exigir la redención de sus cuotas en cualquier momento y deben esperar a la liquidación del fondo para realizar sus ganancias o pérdidas.

Ahora bien, considerando la naturaleza de los fondos de capital de riesgo, es evidente que su desarrollo no depende de la dación de normas de promoción. Los fondos de capital de riesgo están diseñados para resultar impermeables a la imposición de regulaciones, ya sea en la captación de las cuotas o en la realización de sus inversiones. Por lo tanto, la dación de normas que “los regulen” como una manera de promoverlos sería en realidad un desincentivo. En consecuencia, el único mecanismo de promoción del que dispondría el Estado respecto de estos fondos sería recurriendo al típico otorgamiento de beneficios tributarios, los cuales me parecen inconvenientes por las razones que expondré en el acápite correspondiente.

Por otro lado, considerando las características del mercado peruano, no resulta muy práctico pensar que los fondos de capital de riesgo puedan constituirse captando fondos por parte de inversionistas nacionales. En mi opinión, la mejor estrategia para el Perú en el caso de los fondos de capital de riesgo los ya constituidos en el extranjero se interesen en invertir en empresas peruanas. Para ello, lo que se requiere es creatividad, trabajo y una buena labor de mercadeo, que no consiste en realizar campañas masivas sino en vender proyectos determinados y concretos a los gestores de fondos de capital de riesgo de los Estados Unidos y Europa. En mi opinión, esto claramente no es labor del Estado. Corresponde a los empresarios privados aprovechar los mecanismos de financiamiento existentes.

4.3. La titulación de activos.

La Ley del Mercado de Valores aprobada en el año 1996 introdujo como una de sus principales novedades una regulación completa de los procesos de titulación de activos. Este mecanismo ha sido visto con entusiasmo como otra forma de incorporar un mayor número de empresas al mercado de valores.

La titulación de activos es un proceso por el cual una empresa -a la que se denomina **originadora**- disminuye su costo de financiamiento separando una parte de sus activos para constituir un patrimonio de propósito especial con cargo al que se emitirán valores mobiliarios. Dado que los activos separados están

exclusivamente afectados al pago de los valores emitidos con cargo a ellos, el riesgo de los inversionistas es menor y, por lo tanto, la tasa de interés exigida es también menor. Digamos que, en términos muy gruesos, es como la constitución de garantías reales sobre un grupo de activos pero con dos diferencias fundamentales. La primera, estos activos no se integran a la masa de la empresa originalmente propietaria de los mismos ni aun en el caso de un procedimiento concursal. La segunda, estos activos usualmente producen flujos de dinero que permiten el pago a los tenedores de los valores. En otras palabras, no es que los activos se vayan a subastar en caso de incumplimiento sino que ellos mismos van produciendo en el tiempo los recursos necesarios para que el incumplimiento ni siquiera se produzca.

La razón por la que la titulación de activos es un mecanismo prometedor para la incorporación de las pequeñas y medianas empresas al mercado es la opción establecida en el artículo 10 del Reglamento de los Procesos de Titulación de Activos (aprobado por Resolución CONASEV No. 001-97-EF/94.10). Esta norma permite que un patrimonio de propósito especial pueda crearse por acto unilateral de la sociedad tituladora. Esto tiene lugar cuando el patrimonio con cargo al cual se va a realizar una titulación de activos se crea con activos aportados por diversas empresas. Dado que esto es posible, las empresas que aportan tales activos no requieren ser ellas mismas muy grandes o solventes. En otras palabras, idealmente, varias pequeñas y medianas empresas pueden ser originadoras que aporten diversos activos hasta constituir un volumen suficiente como para hacer viable una emisión de valores mobiliarios.

Para que este proceso pueda lograrse, varias condiciones resultan imprescindibles. Entre las principales de ellas, se encuentra la estandarización, la transferibilidad de los activos para efectos de su reemplazo y una fundamental participación de las sociedades tituladoras.

En cuanto a la estandarización, se trata de una condición muy importante por cuanto la predictibilidad de los flujos que producirán los activos a ser titulados es necesaria para determinar las condiciones de los instrumentos financieros a ser emitidos. Por ejemplo, si se emiten bonos con cargo a los activos titulados y estos bonos pagan intereses trimestralmente y pagan el principal al vencimiento de un periodo de tres años, es necesario que los activos produzcan sus flujos que calcen con tales plazos. Si algunos de ellos producen flujos en treinta días, otros en cuarenticinco y otros en

quince el proceso puede complicarse hasta hacerse inviable. Lo mismo si es que no todos los activos se realizan totalmente a los tres años.

Una segunda condición es la transferibilidad de los activos. Es usual entre las condiciones de una titulización la cláusula **de reemplazo**, en virtud de la cual un activo que llegado no produce el flujo esperado dentro del periodo previsto el originador se encuentra obligado a reemplazarlo por otro activo similar. Por ejemplo, si una empresa originadora transfirió al patrimonio titulado una cuenta por cobrar a noventa días contra uno de sus clientes y éste no paga al vencimiento de ese plazo, la cuenta por cobrar en incumplimiento es devuelta al originador quien transfiere al patrimonio otra cuenta por cobrar de las mismas características. Estos reemplazos pueden generar problemas de gestión documental muy complicados dependiendo de la clase de activos de los que se trate. En el ejemplo propuesto, la cesión de un crédito puede requerir en algunos casos la aceptación del deudor. Si tal aceptación no ha sido otorgada anticipadamente, se genera un flujo documentario innecesario y una incertidumbre respecto de los nuevos activos. Tratándose de títulos valores como las letras de cambio el proceso es más simple, pero si los activos titulizados son bienes inmuebles, el asunto se torna más complicado puesto que ellos requieren una escritura pública y su inscripción en el registro, y así sucesivamente.

La participación de las sociedades tituladoras para el éxito de este proceso no puede ser más importante. La realización de una operación de titulización en las que existen múltiples empresas originadoras genera costos de transacción enormes. Es necesario identificar empresas con flujos homogéneos, establecer condiciones contractuales sumamente complicadas y, en general, dedicar recursos y contar con una sofisticación bastante considerable. Todo ello, sin que el costo total de la transacción se eleve por encima de niveles que hagan que las empresas titulares de los activos encuentren más interesante acudir a una operación alternativa tal como el factoring, la venta de cartera, el descuento bancario o, sencillamente, asumir el costo de esperar a que el activo produzca el flujo de dinero sin transferirlo.

Como puede verse, ninguna de las condiciones que he enumerado corresponde a modificaciones legislativas promotoras que deban introducirse. El marco legal se encuentra básicamente establecido. En este caso, nuevamente, se trata de que el sector privado -constituido por las sociedades tituladoras en este ejemplo- asuman el riesgo de explorar esta opción

prevista por el ordenamiento legal para el desarrollo del mercado de valores.

4.4. Las exoneraciones tributarias.

En el Perú, la política estatal de promoción por excelencia ha sido el otorgamiento de beneficios tributarios. Y no sólo en el caso del mercado de valores sino también en el caso de otros muchos sectores que el Estado ha decidido promover. En general, si bien estas políticas han generado ciertos flujos económicos, no conozco un solo ejemplo en el que hayan generado un desarrollo sostenible de aquello que intentaban promover. De hecho, actualmente el gobierno ha anunciado encontrarse está involucrado en la tarea eliminar exoneraciones tributarias.

Las exoneraciones tributarias en el caso del mercado de valores se encuentran concentradas principalmente en el Impuesto a la Renta, toda vez que los valores mobiliarios no son bienes afectos al pago del Impuesto General a las Ventas. Específicamente, el artículo 19, inciso l) de la Ley de Impuesto a la Renta establece que hasta el 31 de diciembre de 2006, se encuentran exoneradas del impuesto las rentas provenientes de ganancias de capital efectuadas como consecuencia de la enajenación de valores mobiliarios inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores **a través de mecanismos centralizados de negociación** a los que se refiere la Ley del Mercado de Valores. Esta exoneración tributaria, cuya vigencia se ha venido prorrogando continuamente pues su vencimiento inicial -según el texto original del Decreto Legislativo No. 774 era el 31 de diciembre de 2000.

En mi opinión, aunque esta exoneración tributaria ha generado cierto volumen de negociación en la Bolsa de Valores de Lima, resulta inútil para la promoción del mercado de valores en el Perú.

Y es que el mercado de valores es un mecanismo de financiamiento. En consecuencia, el desarrollo del mercado de valores significa que los demandantes de fondos puedan acceder al financiamiento y que los ofertantes de fondos cuenten con alternativas de inversión. La norma tributaria antes anotada no beneficia a las empresas o a los inversionistas que participan en el mercado de valores -como un todo- sino solamente a aquellos que inscriben sus ofertas en el Registro Público del Mercado de Valores y que realizan transacciones en mecanismos centralizados de negociación.

Considero que este sesgo es equivocado puesto que las empresas deben recurrir al mercado público de valores cuando esta alternativa les resulta más conveniente. Así, una empresa recurrirá al mercado

público de valores cuando decida ofrecer sus valores públicamente y los negociará en un mecanismo centralizado de negociación cuando dicho mecanismo les provea el principal servicio que supuestamente debe proporcionar: determinación objetiva de precio y contraparte.

La exoneración tributaria antes citada no incentiva la existencia de un mayor financiamiento por la vía del mercado de valores. Lo único que incentiva es que ofertas perfectamente privadas -que, en algunos casos sólo tienen tres o cuatro adquirentes: los inversionistas institucionales- se registren en el Registro Público del Mercado de Valores con el consecuente pago a de una tasa a CONASEV y que transacciones secundarias de valores en las que ya está determinado el precio y las contrapartes se conocen entre sí, se “pasen” -de hecho, este término es muy conocido en el argot bursátil limeño- a través de la bolsa de valores como una formalidad, con el consecuente pago a CONASEV, la Bolsa de Valores de Lima y la sociedad o sociedades agentes de bolsa intermediarias.

Con excepción de unas pocas acciones líquidas que existen en el mercado y de unas poquísimas ofertas -principalmente las realizadas por el mismo Estado a través de Participación Ciudadana- la bolsa de valores y el procedimiento de oferta pública no son, en realidad, mecanismos que sirvan en el Perú para facilitar el encuentro de una contraparte ni la determinación del precio. Los participantes del mercado sólo los usan para evitar el impuesto⁽²⁰⁾. En otras palabras, el efecto práctico de esta exoneración es que el Estado deja de percibir un ingreso -el impuesto a la renta- pero no todo lo que el Estado deja de percibir es beneficio para los participantes en la transacción puesto que para acceder al beneficio deben pagar los “servicios” de un agente de intermediación, de la bolsa de valores, de CONASEV, de Cavali ICLV S.A., etcétera. Con ello, no es que el “impuesto” desaparezca -aunque probablemente se reduzca- sino que el “recaudador” o “beneficiario” del mismo no es el Estado sino las mencionadas instituciones. La exoneración tributaria, en consecuencia, crea beneficios para diversas instituciones relacionadas al mercado de valores pero existe una gran

diferencia entre promover el mercado de valores y otorgar rentas a un par de instituciones.

Por otro lado, existe un tema conceptual que relativiza la política tributaria como un elemento promotor, al menos en el caso del mercado de valores.

El sistema tributario en el Perú es increíblemente injusto. De los dos impuestos principales: Impuesto a la Renta, que grava riqueza, e Impuesto General a las Ventas, que grava consumo, el primero significa una recaudación muy inferior al segundo⁽²¹⁾. En otras palabras, la riqueza en el Perú contribuye proporcionalmente poco al erario nacional⁽²²⁾.

La mayor carga tributaria en el Perú es sufrida por los trabajadores. Especialmente por los trabajadores formales. Los trabajadores pagamos, sin escapatoria alguna, Impuesto General a las Ventas cada vez que compramos un bien o recibimos un servicio y, adicionalmente, Impuesto a la Renta e Impuesto Extraordinario de Solidaridad respecto de nuestros ingresos. Las empresas, por su parte, pagan Impuesto General a las Ventas pero tienen derecho a hacer deducciones, pueden no tener rentas -porque, a diferencia de los trabajadores pagan impuestos sobre las ganancias y no sobre los ingresos- o disfrutar de exoneraciones tributarias. No encuentro ninguna razón lógica por la cual el capital no deba pagar impuestos y el trabajo sí.

Adicionalmente, la supuesta promoción que tiene como base la exoneración del Impuesto a la Renta es absurda en sí misma. En efecto, para que algo genere renta debe ser, valga la redundancia, rentable, siendo el impuesto un porcentaje de la ganancia. Un negocio que no es rentable, no va a empezar a serlo porque se le exonere del pago de impuestos. Y si, por otro lado, es efectivamente rentable, ¿cuál es la justificación para que no contribuya al tesoro público? ¿Por qué si un inversionista obtiene una ganancia millonaria comprando y vendiendo acciones puede no pagar impuestos y un trabajador que percibe un sueldo apenas suficiente para vivir dignamente sí debe hacerlo? No creo que la supuesta promoción del mercado de valores pueda resultar una justificación. Un inversionista que está ganando dinero no va a renunciar a una actividad

(20) Adicionalmente, como señalé líneas arriba, las administradoras de fondos de pensiones (a la sazón, los inversionistas más importantes en el Perú) se encuentran obligadas por sus normas a transar en mecanismos centralizados. En su caso, entonces, no se trata sólo del impuesto sino de los límites operacionales.

(21) Consultar la página de Transparencia Económica del Ministerio de Economía y Finanzas (<http://transparencia-economica.mef.gob.pe/>). La recaudación por tributos “a la producción y al consumo” (Impuesto General a las Ventas) es casi el doble que la recaudación por tributos a la riqueza (Impuesto a la Renta).

(22) Se ha dicho que los impuestos al consumo también gravan la riqueza de un modo indirecto puesto que las personas con mayores recursos consumen más. Sin embargo, estos impuestos se reflejan en los productos que consume toda la población y el problema es finalmente la proporción de la riqueza que resulta afectada por el impuesto más que el monto de la misma.

rentable por con el único propósito de no pagar una parte de la ganancia al Estado.

Desde luego, existen muchos intereses creados alrededor de las exoneraciones tributarias. Los beneficiarios de las mismas usualmente las consideran vitales para la viabilidad de sus respectivas actividades. Estos reclamos son lógicos y legítimos. Cualquier persona racional prefiere no tener que pagar un impuesto si existe esa posibilidad. Sin embargo, a la luz de la experiencia y analizando las implicancias de las políticas de exoneración tributaria, mi conclusión es que éstas no promueven un uso más habitual del mercado de valores sino que su verdadero efecto es proveer de ingresos determinadas instituciones.

4.5. Las normas más básicas.

He querido dejar para el final un punto que estimo entre los más importantes de este trabajo. Cuando se habla de promoción de algo tan sofisticado como el mercado de valores, las personas involucradas tienden a pensar en las más grandes y complejas operaciones que existen en él. ¿Y por qué no? Lo que hace excitante el mercado de valores para la mayoría de los que estamos involucrados en él es precisamente tener la oportunidad de participar de grandes esquemas financieros donde la creatividad, el ingenio y un poco de adrenalina son precisamente lo gratificante del trabajo.

Sin embargo, cuando se trata de hacer el inventario de aquellas cosas que nos faltan, a veces es preciso tener en cuenta las normas más fundamentales en lugar de las más especializadas. Voy a ilustrar esto con un ejemplo.

Hace unos años tuve la oportunidad de participar en una conferencia sobre titulización en la que se preguntaba por qué no era posible crear un Fannie Mae en el Perú. Fannie Mae es una compañía estadounidense que otorga liquidez al mercado de hipotecas inmobiliarias pues se dedica a la compraventa hipotecas y valores mobiliarios respaldados en créditos hipotecarios -financiando estas compras con la emisión de títulos de deuda- así como a otorgar garantía para créditos hipotecarios a cambio de una comisión. Este sistema ha potenciado tremendamente la titulización de créditos y el acceso a la vivienda propia.

Complicadas estructuras financieras y comprensivas exposiciones de la Ley del Mercado de Valores peruana fueron explicados en esa reunión sin que se hallaran respuestas satisfactorias para tan interesante pregunta. En mi opinión la respuesta a esa pregunta no pudo ser encontrada, tal vez, por ser

demasiado sencilla: actualmente no puede existir un Fannie Mae en el Perú debido al Código Civil.

En general, el mecanismo de titulización de activos encuentra su principal mercado en los créditos hipotecarios. Sin embargo, para poder titular créditos hipotecarios es necesario que existan los créditos hipotecarios y todos sabemos que éstos son muy restringidos en el Perú. ¿Por qué lo son? Por todas las razones que estudiamos en Derechos Reales: porque la transferencia de propiedad inmueble en el Perú es consensual y eso la hace insegura, porque la inexistencia de un registro catastral causa incertidumbre incluso respecto de las propiedades registradas, porque la ejecución de la hipoteca en el Perú sólo puede ser judicial y eso encarece su costo, etcétera.

Otro ejemplo. Las centrales de riesgo son bases de datos con información crediticia. Su función es dar a conocer la historia financiera de una persona, de modo que cuando el sistema financiero o cualquier otra contraparte contrata con él, pueda tener una referencia de su calidad como pagador. El efecto debería ser que los buenos pagadores reciben un premio pagando una tasa de interés menor o simplemente teniendo acceso a productos y servicios que los malos pagadores no tendrán. Sin embargo, con un criterio absolutamente populista y miope, el Congreso de la República aprobó la Ley No. 27863 que modifica la Ley No. 27489 sobre centrales de riesgo. En virtud del artículo 10 inciso d) de la norma -luego de la modificación-, las Centrales de Riesgo se encuentran prohibidas de revelar información relativa al incumplimiento de obligaciones, cuando han transcurrido más de cinco años desde su vencimiento, sin importar si sigue o no pendiente de pago. La razón expuesta para aprobar semejante disposición eran que los ciudadanos teníamos derecho a tener un historial "limpio" luego de cierto tiempo. Es decir, a que no se sepa que hace más de cierta cantidad de años -esta vez se consideró que eran cinco- fuimos malos pagadores.

Lo que los autores de la norma no han considerado es que las centrales de riesgo simplemente otorgan información y que la incertidumbre es un costo en sí mismo. En consecuencia, si yo pido un crédito a una institución financiera ¿cuál es la actitud racional de mi contraparte: asumir un escenario optimista y cobrarme una tasa de interés como si siempre hubiera tenido un buen historial crediticio o asumir un escenario pesimista y cobrarme una tasa de interés que refleje el riesgo que asume al no saber si soy un buen o un mal pagador? La respuesta es obvia. El verdadero efecto de esta norma es impedir que las instituciones financieras hagan una

evaluación más fina de sus clientes cobrando más a quienes generan más riesgo y menos a quienes generan menos riesgo. La norma hará que los buenos pagadores accedan a una peor tasa de interés a costa del dudoso beneficio de que los malos pagadores puedan acceder a un crédito más barato.

Así como he puesto el ejemplo de las hipotecas respecto de la titulización, o de las centrales de riesgo puedo referirme a la excesiva duración de los procesos judiciales, o a las normas dictadas para limitar los métodos de cobranza (Ley No. 27598) atentatorios contra la dignidad del deudor⁽²³⁾. El punto es que las normas fundamentales del sistema legal manifiestan sus consecuencias también en un mercado que parece tan lejano de ellas como el mercado de valores. ¿Cómo puede promoverse adecuadamente un mecanismo como el MIENM si se hace cada vez menos accesible la información sobre la historia crediticia de una empresa o si es más difícil cobrar una deuda? Cuando se considera la promoción del mercado de valores, entre otras cosas, también es necesario tomar mucha atención a las disposiciones legales más básicas del sistema.

4.6. Conclusión: ¿a qué nos referimos cuando hablamos de promoción?

Mi opinión general es que las normas aprobadas con ánimo de “promoción” en los últimos años tienen un efecto muy limitado, neutral o de hecho contrario al crecimiento del mercado de valores. Ahora bien, esto no quiere decir que el mercado de valores no vaya a crecer. En el año 2002, la economía peruana creció pese a la crisis que afecta a Latinoamérica como región y esa misma tendencia se ha venido manteniendo en lo que va del año 2003. Sin duda, tal crecimiento de la economía se verá reflejado en un crecimiento del mercado de valores. No obstante, es imprescindible tener en cuenta que el crecimiento se debe al ciclo económico y no a las reformas de las que he hablado en este artículo.

Sin embargo, este trabajo no intenta ser una visión pesimista del futuro del mercado de valores en el Perú. Yo soy un convencido de que en el Perú se puede

desarrollar un mercado de valores. Y es posible hacerlo porque existen los dos elementos más importantes. Existen demandantes de fondos, toda vez que es un porcentaje mínimo de las empresas peruanas las que acceden al financiamiento por la vía del mercado de valores. Y también existen ofertantes de fondos, pues los recursos de los inversionistas institucionales se encuentran allí, a la espera de alternativas de inversión en las cuales colocarse. Y tal es la necesidad que tienen los inversionistas locales de colocar sus recursos que actualmente presionan para que les permita invertir porcentajes cada vez más importantes de sus carteras en el extranjero, en vista de que no existen alternativas de inversión en el país.

Por lo tanto, existiendo ofertantes y demandantes, es claro que lo que falta es un sector de intermediarios financieros que tenga la visión empresarial y la voluntad de arriesgar recursos en la actividad de hacer que esas necesidades de financiamiento y de colocación de fondos calcen entre sí. Y es eso precisamente lo que no existe. Sin embargo, ninguna norma estatal los va a crear. Esta actividad, claramente, debe ser desarrollada por la capacidad empresarial privada que decida invertir recursos en llevar a cabo el negocio si es que consideran que se trata de un negocio rentable. Y la rentabilidad o no del negocio debe derivar del negocio mismo y no de la existencia de un incentivo o desincentivo estatal.

Quizás la pregunta que deberíamos hacernos incluso antes de todas las demás es ¿qué entendemos por **promover** el mercado de valores? ¿qué significa decir que el Estado, a través de una Institución Pública como CONASEV o cualquier otra, **promueve** el mercado de valores?

Para seguir con el ejemplo que propuse al inicio de este trabajo, imaginemos que el Estado peruano decide promover el fútbol.

Si el Estado encontrara que los jugadores nacionales no convierten goles ¿debería expedir una norma que agrande los arcos?, ¿debería expedir alguna que obligue a los arqueros a llevar un equipo particularmente pesado para que se muevan con menor facilidad y no puedan evitar los tantos?, ¿debería

(23) El problema con esta última norma no son los métodos de cobranza específicamente contemplados en ella. Eventualmente podría considerarse que ellos son en realidad excesivos. El mayor problema con la norma es que prohíbe cualquier modalidad “análoga” de cobranza que el Indecopi pueda considerar ilegal. El tema no es simplemente la discrecionalidad del Indecopi para determinar la legalidad o ilegalidad de un método de cobranza bajo un criterio tan amplio y subjetivo como “afectar la buena reputación del consumidor o su imagen frente a terceros”. Aun cuando el Indecopi pudiera garantizar la administración racional de esta amplia facultad que le ha sido concedida -lo cual ya es un problema es sí mismo- la norma es defectuosa por cuanto crea incentivos para el litigio. Un deudor en situación de incumplimiento siempre puede recurrir a la vía de denunciar cualquier método extrajudicial de cobranza como “atentatorio contra su buena reputación o imagen frente a terceros” y aumentar su poder de negociación frente al acreedor debido a la mera posibilidad de una multa.

eliminar las reglas sobre la posición adelantada o permitir que se juegue con las manos? Si el Estado encuentra que los jugadores peruanos son sumamente violentos y se hacen explusar ¿debería expedir una norma que elimine las tarjetas rojas?, ¿debería tratar de solucionar el problema obligando a los jugadores a usar protectores y cascos? Si el Estado aprecia que los jugadores se cansan demasiado pronto ¿debería ordenar que se reduzcan los campos de juego, que se incremente el número de jugadores o que se juegue en periodos más cortos o con mayores tiempos de descanso?

Si todas estas ideas nos parecen ridículas es porque en realidad, de llevarlas a cabo, el Estado no estaría promoviendo el fútbol sino que estaría implantando algún deporte extraño que debería ser llamado de otra manera.

Y no es que el fútbol no pudiera tener esas reglas. De hecho, algunas de esas iniciativas son discutidas año tras año y la International Football Association Board eventualmente decide cambios en las reglas de juego del fútbol. Por lo tanto, el problema ni siquiera es que las reglas que pueda implantar el Estado puedan parecer absurdas o razonables. El problema es que si queremos jugar fútbol, tenemos que hacerlo de acuerdo con las reglas con las que el mundo lo juega. Se pueden realizar pequeños cambios, pero cualquier intento estatal por realizar cambios significativos o relajar esas reglas poco hará por el desarrollo del juego. Porque, tarde o temprano, los equipos peruanos habrán de enfrentar a equipos extranjeros y, si no están acostumbrados a las reglas internacionales, serán derrotados. La **promoción** del deporte, concebida en esos términos, no promueve nada.

Peor aun sería si, dado que el Estado desea promover el fútbol, expide una norma que obligue a todos los peruanos a asistir al estadio a presenciar un partido de primera división al menos diez veces por año. Es claro que, con semejante norma, el futuro de los futbolistas estaría asegurado. Siempre con estadios llenos, habría mucho dinero para garantizar que cualquier actividad vinculada con el fútbol fuera rentable.

Sin embargo, dado que los clubes de fútbol poseerían un mercado cautivo gracias a la disposición estatal que les garantiza tener llenos los estadios, no tendrían incentivos para mejorar el espectáculo. Por el contrario, dado que siempre tendrán el estadio lleno - sea bueno, regular o malo el espectáculo que hay en él- la forma en que los clubes pueden maximizar sus beneficios es reduciendo sus costos. Esto significa que los clubes encontrarían incentivos para contratar a los

jugadores que menos cobran -normalmente, los que peor juegan- y así incrementar sus márgenes de utilidad. Nuevamente, aunque parezca paradójico, la norma promotora destruye despiadadamente aquello que estaba dirigida a promover.

En adición a lo anterior, quedaría otra cuestión por resolver y es el criterio que usa el Estado para elegir aquello que habrá de ser promovido. En otras palabras, si yo soy un ciudadano al que no le gusta el fútbol sino que prefiere ir al cine ¿por qué el Estado ha de obligarme a ir a ver fútbol, privándome de recursos con los que yo quisiera ir al cine? O, para ponerlo desde otro punto de vista ¿por qué el cine, el teatro, la danza o simplemente otros deportes como la natación, el tenis, el baloncesto o el atletismo no reciben el mismo beneficio?

Y la respuesta a estas preguntas es bien complicada porque el Estado declara que promueve muchas cosas diferentes -basta darle una mirada a la Constitución Política del Perú- y no puede promoverlo todo a la vez. El Estado **promueve** el mercado de valores pero también **promueve** el ahorro y el sistema de banca comercial. No obstante, ambos sistemas compiten el uno contra el otro y es básicamente imposible promoverlos a ambos a la vez bajo los conceptos de promoción que estamos manejando. Y si promoviera sólo uno de ellos, ¿cómo podría hacerlo si también declara "promover" la libre competencia?

Normalmente, la respuesta a este tipo de interrogantes son argumentos paternalistas. Argumentos según los cuales el Estado, con más información y mejor perspectiva de las cosas que nosotros los ciudadanos, toma una decisión estratégica y declara que hay un camino más beneficioso que los demás. El Estado sabe mejor que los ciudadanos qué es lo que les conviene. El Estado ha decidido que, aunque no me guste, es bueno para mí ver el fútbol. O si no verlo, es bueno para mí que el fútbol de mi país sea una actividad rentable.

En mi opinión, ninguno de estos argumentos tiene validez. Y lo que deberíamos preguntarnos es cuál es el rol promotor que puede cumplir un Estado que conduce una economía social de mercado como la que la Constitución Política declara para la República del Perú. Porque de lo que estamos hablando, finalmente, es de una opción ideológica que se tomó al momento de escribir el capítulo del régimen económico en un documento que rige toda la actividad normativa del Estado.

Pues bien, bajo una economía de mercado⁽²⁴⁾ Estado promueve la actividad privada dotándola de

(24) Hasta la fecha no he podido encontrar un solo trabajo que defina académicamente el significado teórico de la palabra "social" dentro del contexto de **economía social de mercado**.

estabilidad jurídica y de condiciones equitativas de competencia. El Estado garantiza a los privados reglas de juego claras y razonablemente estables. Una vez que estas condiciones están dadas, depende de la capacidad empresarial del sector privado el desarrollar un mercado. Sea el de valores o cualquier otro.

En lo que se refiere a la claridad de las reglas del juego, no sólo se trata de contar con normas modernas o acordes con los cánones internacionales. Se trata también de hacer cumplir esas normas. Por ejemplo, si el árbitro en un partido de fútbol tiende a no sancionar las jugadas violentas ¿cuál es la regla que impone? ¿Es permitido o no es permitido realizar jugadas violentas? Claramente, el árbitro da señales de que el juego brusco es permitido. Sin embargo, al dar estas señales, perjudica doblemente el juego porque no sólo el juego brusco tiende a malograr el deporte sino que además introduce un elemento de inseguridad porque ningún jugador sabe en qué momento se acabará la tolerancia del árbitro y decidirá sancionarlo justo a él.

En consecuencia, si el Estado expide reglas, promueve la actividad privada incluso cuando sanciona su incumplimiento. En ese caso, la sanción promueve la actividad privada porque le proporciona reglas de juego claras. Al sancionar el juego violento, el árbitro incentiva a los jugadores a jugar limpio. El árbitro **premia** a los buenos jugadores.

En esto mucho tiene que ver, también, la estabilidad del marco legal. Y es que no sólo se atenta contra la estabilidad jurídica cuando el Estado decide expropiar o cuando cambia el régimen tributario a uno más desfavorable. También se atenta contra la estabilidad jurídica cuando el Estado anuncia cada año nuevas medidas promocionales, lo cual, desafortunadamente ocurre en el Perú. El concepto de promoción que ha manejado el Estado hasta la fecha siempre ha consistido en la aprobación, derogación o modificación de normas legales.

Aunque el objetivo de dictar medidas promocionales pueda parecer positivo, el hacerlo con frecuencia atenta contra el mercado que se pretende promover. Estos anuncios tienen por efecto que los particulares siempre se encuentren en incertidumbre de las reglas de juego y tiendan a especular con los cambios. Las inversiones o las iniciativas empresariales se frenarán o retrasarán a la espera del resultado de los nuevos cambios legislativos. Los diversos sectores de la economía se encontrarán más atentos a cómo influir en el gobierno para que el cambio legislativo proyectado les favorezca y menos atentos a desarrollar estrategias de mediano o largo plazo sobre la base de reglas dadas.

Si el Estado fijara políticas o lineamientos de mediano o largo plazo -no hablo, desde luego, de disposiciones reglamentarias- y declarase que estos van a ser mantenidos, se avanzaría mucho más en la promoción del mercado de valores que mediante el repetido anuncio de normas promocionales. Pues ninguna norma, por sí misma, tiene el poder de desarrollar el mercado. En una economía de libre mercado, no puede conseguirse por decreto que los volúmenes de negociación suban, que las tasas de interés bajen o que las empresas arrojen utilidades.

El mercado de valores más desarrollado del mundo, el de Estados Unidos, funciona sobre la base de una legislación que con una o varias modificaciones y pese a las numerosas críticas que ha recibido, es básicamente la misma desde el año 1933. Se trata del mercado más dinámico del mundo y, sin embargo, los fondos de capital de riesgo, los derivados financieros, la clasificación de riesgo y una gran cantidad de instituciones y productos financieros que los países del tercer mundo pretendemos instaurar por ley no fueron creaciones legislativas sino obra del ingenio y la capacidad empresarial del sector privado que, con reglas claras y estables hizo desarrollar ese mercado.

Y es que no habrá norma legal en el mundo que asegure que un jugador de fútbol haga una buena jugada. ⁴⁵