

NORMAS DE ADECUACIÓN DE PATRIMONIO DE LOS AGENTES DE INTERMEDIACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES, COMPROMISO PERMANENTE DE LOS ACCIONISTAS

Carlos Castro Silvestre*

INTRODUCCIÓN

Una pregunta recurrente en el ambiente del Mercado de Valores peruano es “¿Cuántas sociedades agentes de bolsa deben existir?” De hecho, las personas que han sido consultadas con esta interrogante han ensayado diversas respuestas, algunas de ellas sustentadas en evaluaciones de índole estadística, otros más bien han exhibido argumentaciones ligadas a las ciencias económicas, pasando por analizar la oferta y la demanda por este tipo de servicios. Lo cierto es que la cantidad de agentes de intermediación que operan en Perú ha descendido de 51 a 23¹ en menos de tres años². Esta contracción del 55% en la oferta de intermediarios es un hecho que no puede pasar inadvertido y tiene estrecha relación con las expectativas de desarrollo del Mercado de Valores peruano.

Para ubicarnos en el contexto de las principales bolsas de valores de Iberoamérica a fines del año pasado³, sirve conocer que en la Bolsa de Valores de Montevideo operan 16 intermediarios y es la única que tiene menos agentes de intermediación que la plaza limeña, a la cual le siguen la Bolsa de Bogotá (con 31 intermediarios), la Bolsa Mexicana de Valores (32), la Bolsa de Valores de Quito (35), la Bolsa de Comercio de Santiago (37), la Bolsa de Valores de Madrid (43), la Bolsa de Valores de Caracas (63), la Bolsa de Valores de Sao Paulo (72) y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (162).

En el Perú la presencia de los agentes de intermediación se ha ido reduciendo con el transcurso del tiempo. Ello, plantea la interrogante de cuáles han sido las causas para que dicha reducción opere en el Mercado de Valores de nuestro país. Asimismo, surge la pregunta de cuántos agentes de intermediación deben existir para que el referido mercado funcione de manera adecuada.

En el presente artículo, el autor, sobre la base de la solidez patrimonial que los agentes de intermediación deben presentar, nos ofrece respuestas a las interrogantes antes planteadas. Así, nos demuestra que la pregunta no es cuántos agentes deben existir en el mercado sino cuáles están en capacidad de cumplir con las obligaciones que asuman en el ejercicio de sus actividades.

* Gerente de Intermediarios y Fondos de la Comisión Nacional Supervisor de Empresas y Valores - CONASEV

¹ Incluye el inicio de operaciones de una nueva sociedad agente de bolsa denominada Progreso SAB S.A.

² Desde diciembre de 1996, fecha en que entra en vigencia la nueva Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo 861.

³ Ver: Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores. Anuario Estadístico 1999. Edición de la FIABV publicada por la Secretaría General. Buenos Aires, Argentina.

En promedio, de acuerdo a la FIABV el monto promedio negociado por agente de intermediación durante 1998 fue de US\$ 256 millones en la plaza limeña. Esta situación dista mucho de lo registrado en la plaza bursátil mexicana (US\$ 40,624 millones negociados en promedio por agente de intermediación), de Santiago (US\$ 9,624 millones), Sao Paulo (US\$ 1,986 millones), Bogotá (US\$ 698 millones) y Buenos Aires (US\$ 408 millones)⁴.

Son diversas las causas por las cuales 29⁵ agentes de intermediación han dejado de operar últimamente. Diez de ellos fueron sancionados por CONASEV con la revocación de sus respectivas autorizaciones de funcionamiento por la comisión de diversas infracciones muy graves o graves a las normas que los regían⁶. Otros doce solicitaron en conjunto la cancelación de sus respectivas autorizaciones⁷, poco tiempo después de que entró en vigencia el nuevo Reglamento de Agentes de Intermediación⁸. Adicionalmente, seis sociedades agentes de bolsa solicitaron de manera individual y en distintas oportunidades la cancelación de sus autorizaciones⁹. El caso restante que completa la reducción de 29 agentes, fue absorbida en un proceso de fusión¹⁰.

Son varias las causas por las cuales estos agentes de intermediación actualmente ya no operan, algunos solicitaron su cancelación, otros fueron sancionados por CONASEV por la comisión de infracciones graves o muy graves, otros dejaron de reunir requisitos básicos como el patrimonio neto mínimo, en otros incluso se encontraron indicios de la comisión de delitos que han motivado investigaciones en el ámbito judicial. Sin embargo, hay que destacar un factor común encontrado en varios de ellos, esto es, una débil situación financiera que comprometía la situación patrimonial de las empresas en marcha y representaba un riesgo potencial para los clientes de dichas empresas.

Así, en adición a las faltas que motivaron la revocación de las autorizaciones de funcionamiento de las diez sociedades agentes de bolsa mencionadas, en seis de ellas se evidenció que mantenían una deficitaria situación financiera que comprometía la solidez patrimonial de estas empresas. Del mismo modo, los doce agentes de intermediación que solicitaron la cancelación de sus autorizaciones, vendieron por US\$ 500,000 cada uno sus certificados de participación de la Bolsa de Valores Lima y acciones representativas del capital social de Cavali ICLV S.A., que representaban en todos los casos su principal activo. Este dinero quedó como garantía para resarcir a los clientes que pudieran haber resultado afectados por la actuación de estos intermediarios. Luego de deducidos los importes pagados por concepto de resarcimientos, los intermediarios recibieron importes netos que en algunos casos fueron bastante reducidos, lo cual evidencia que antes de continuar en el negocio de intermediación éstos prefirieron una compensación económica¹¹. En este mismo sentido, tres de las sociedades agentes de bolsa que solicitaron individualmente la cancelación de sus respectivas autorizaciones ya se encontraban suspendidas por no cumplir con las normas de adecuación de patrimonio contenidas en el reglamento mencionado. Por último, la fusión de sociedades agentes de bolsa expuesta obedeció a una necesidad de fortalecimiento patrimonial de las sociedades participantes de la fusión.

Es decir, por lo menos 22 de los 29 agentes de intermediación que han dejado de operar en el Mercado de Valores peruano en los últimos tres años no contaban con una adecuada situación financiera.

Entonces, no es importante indagar cuántas sociedades agentes de bolsa deben existir, pues este número es irrelevante y lo determinan las propias fuerzas del mercado. Lo que debe evitarse es la actuación de

⁴ Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores. Op. Cit.

⁵ Se retiraron 29 agentes de intermediación, pero la reducción neta fue de 28 agentes porque apareció una nueva sociedad como se comentó antes.

⁶ Se trata de las ex intermediarias Valores Rentables S.A. (revocada el 8 de setiembre de 1999), Argos S.A. (5 de abril de 1999), Abila & Calpe S.A. (16 de enero de 1998), T&J S.A. (11 de noviembre de 1997), Montalbetti S.A. (12 de agosto de 1999), Divisas y Valores S.A. (7 de julio de 1997), La Moneda S.A. (24 de marzo de 1997), El Alamo S.A. (24 de diciembre de 1996), Stock Market S.A. (24 de diciembre de 1996) y CD Casa de Bolsa e Inversiones S.A. (11 de diciembre de 1996).

⁷ Se trata de los ex agentes de intermediación 4-G S.A., Abaco S.A., Acciones y Valores S.A., Andino Capital Markets S.A., Alfredo Arbulú Crousillat, Finanzas y Valores S.A., Mario Callirgos Javier, Plusvalor S.A., Fortuna S.A., Los Andes S.A., Multivalores S.A. y Vademec Rosenberg S.A. A todos estos se les canceló sus respectivas autorizaciones de funcionamiento mediante Resolución CONASEV 052-98-EF/94.10 de fecha 24 de febrero de 1998.

⁸ El Reglamento de Agentes de Intermediación fue aprobado mediante Resolución CONASEV 843-97-EF/94.10, publicado el 27 de diciembre de 1997 en el diario oficial El Peruano.

⁹ Se trata de las ex sociedades agentes de bolsa denominadas Sudameris Perú S.A., (cancelada el 29 de octubre de 1999), G&B Helvetia S.A. (cancelada el 5 de julio de 1999), Ares S.A. (cancelada el 5 de julio de 1999), Corporación de Inversiones Latinoamericana S.A. (cancelada el 30 de julio de 1998), International Brokers S.A. (cancelada el 21 de enero de 1998) y Kenneth Berry S.A. (cancelada el 22 de julio de 1997).

¹⁰ Se trata de la ex sociedad agente de bolsa Helvetia S.A.

¹¹ Puede revisarse la Resolución CONASEV 052-98-EF/94.10 de fecha 24 de febrero de 1998.

agentes de intermediación que no cuenten con el debido respaldo patrimonial para desempeñar sus funciones adecuadamente sin afectar la integridad del Mercado de Valores.

Una deficiente gestión de una empresa no ligada al sector financiero puede afectar a sus accionistas y demás personas relacionadas (posibles acreedores). Sin embargo, al contratar con una empresa que preste servicios financieros, sea dentro del ámbito del sistema financiero o del Mercado de Valores, debe tenerse en cuenta que es sumamente relevante conocer el respaldo patrimonial de la empresa con la cual se contrata. Una débil situación financiera del contratado puede afectar el patrimonio personal del contratante, el cual asume un mayor riesgo (en relación con contratar con un intermediario solvente) de recuperar sus ahorros depositados en una entidad financiera o de perder parte de sus inversiones por una deficiente gestión de un agente de intermediación.

La regulación del Mercado de Valores en el ámbito mundial procura concentrarse en mitigar el riesgo sistémico, en cautelar la integridad del mercado y en proteger al inversionista. Estos tres conceptos básicos abarcan un espectro sumamente amplio en las regulaciones de diversos países. Sin embargo, el propósito de este artículo es concentrarse en la regulación referente a la adecuación de patrimonio exigible a los agentes de intermediación en el Mercado de Valores.

Para que el Mercado de Valores se desarrolle eficientemente se requiere que los inversionistas confíen en un sistema de intermediación que les demuestre estabilidad y capacidad para efectuar sus transacciones con normalidad. Las reglas de adecuación de patrimonio de los agentes de intermediación caminan en este sentido y se constituyen en una herramienta fundamental para reducir el riesgo sistémico.

MARCO GLOBAL: ¿QUÉ DICEN LAS NORMAS DE OTROS PAÍSES?

Las normas de adecuación de patrimonio están presentes en la regulación de otros Mercados de Valores, sobre todo de aquéllos más desarrollados. Es importante precisar que a lo largo del artículo traducimos el vocablo inglés "*capital*" por el castellano "patrimo-

nio"¹² porque lo que intentan expresar estas normas es la diferencia entre el valor de mercado de los activos y pasivos del intermediario. La clave está en identificar la porción del patrimonio del intermediario que puede traducirse rápidamente en efectivo para asumir las obligaciones que ha contraído con el mercado, sea por cuenta propia como por cuenta de sus clientes. Por tanto, para medir la capacidad de respuesta de un intermediario frente a los diferentes riesgos a los que está expuesto, los reguladores han establecido diversos criterios para analizar el patrimonio que resulte de valorizar sus activos y pasivos basándose en los precios vigentes en el mercado o *mark-to-market*. Es decir, se busca estimar el valor de realización del patrimonio del intermediario en el día de análisis.

El valor contable o valor en libros del capital del intermediario no es útil para medir su capacidad inmediata de respuesta frente a, por ejemplo, fluctuaciones en los precios bursátiles de los valores que componen su cartera, variaciones en las tasas de interés bancarias y el correspondiente efecto que esto tiene en el precio de los instrumentos de renta fija que posea, complicaciones de sus clientes para cumplir con el pago de préstamos concedidos por el intermediario, entre otros eventos que pueden afectar su capacidad de respuesta. Ante estas circunstancias, los principios de contabilidad generalmente aceptados permiten que las sociedades "castiguen" sus cuentas registradas a valores históricos basándose en criterios de prudencia a lo largo de un ejercicio o incluso a más largo plazo. Esto no ayuda a efectuar un análisis de riesgo mensurable diariamente y ello se necesita para poder afrontar los riesgos adecuadamente.

Por ejemplo, la United States Securities and Exchange Commission¹³ (SEC) emitió en 1975 la regulación denominada *Net Capital Requirements for Brokers or Dealers*¹⁴ (SEC Rule 15c3-1). Allí se establece que todo agente de intermediación deberá tener en todo momento un patrimonio neto¹⁵ superior al mayor requisito mínimo que le sea aplicable de acuerdo a los parámetros allí establecidos. Para el cálculo diario del requisito mínimo estos parámetros establecen que al patrimonio neto del intermediario se le deduce el valor de los activos ilíquidos (tales como edificios y mobiliario), así como valores que no pueden ser

¹² Ver: SAUNDERS, Anthony. *Financial Institutions Management. A Modern Perspective*. Irwin McGraw-Hill. Second Edition, 1997. p. 394 - 401.

¹³ La SEC es el regulador federal del Mercado de Valores en Estados Unidos de Norteamérica. Visitar www.sec.gov

¹⁴ Puede encontrarse la versión completa de esta norma en *National Association of Securities Dealers, Inc. Manual*. julio 1996. p. 8091-8216. También en el sitio Web de la SEC (ver nota 13).

¹⁵ Este término "patrimonio neto" sí corresponde al concepto inglés de "*net worth*".

ofrecidos o vendidos en un mercado público. Obviamente, se extraen de la porción computable del patrimonio estos activos líquidos porque no pueden ser convertidos en efectivo inmediatamente. Del mismo modo, a fin de acercar el patrimonio del intermediario a su valor de mercado, a su patrimonio neto también se le deducen ciertos porcentajes (conocidos como *hair-cuts*) del valor de la posición en cartera que tenga el agente en valores o *commodities*. Estos *hair-cuts* resultan de multiplicar el valor de mercado de dichos valores por tasas previamente definidas por cada tipo o clase de instrumento, para protegerse del riesgo de mercado, riesgo de crédito o cualquier otro riesgo inherente a cada posición particular. Luego de la aplicación de los *hair-cuts* se obtiene un valor de mercado del patrimonio del intermediario, el cual debe ser suficiente para atender todas las obligaciones contraídas con sus clientes y el mercado, incluso si el intermediario tuviera que liquidarse.

Cabe anotar que además de las normas sobre patrimonio neto de la SEC, los intermediarios constituidos en Estados Unidos bajo la sección 20 de la 1933 *Glass-Steagall Act*¹⁶, por ejemplo agentes subsidiarios de *holdings* bancarias, deben cumplir con otros niveles de patrimonio y procedimientos establecidos por el *Federal Reserve System* (FRS) para la aprobación de niveles de patrimonio para compañías miembros de una *holding* creada al amparo de la sección 20 mencionada. La 1933 *Glass-Steagall Act* es uno de los pilares de la legislación bancaria en Estados Unidos que dividió el negocio de la banca de inversión del de la banca comercial. Sin embargo, deja abierta la posibilidad para permitir a la *Federal Reserve* dejar que los bancos ingresen al negocio del Mercado de Valores en una forma limitada.

La *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO)¹⁷ ha emitido diversos documentos al respecto. Cabe señalar que la IOSCO agrupa como miembros ordinarios a reguladores en mercados de valores de cerca de cien países y entre sus principales objetivos están los de cooperar en la promoción de elevados estándares de regulación para mantener mercados justos, eficientes y estables, así

como reunir esfuerzos para una efectiva supervisión de las transacciones internacionales con valores.

La IOSCO aprobó en junio de 1989 el documento denominado *Capital Adequacy Standards for Securities Firms*¹⁸. El Comité Técnico que elaboró dicho documento concluyó en resumen lo siguiente:

- (1) Que era necesario contar con un marco conceptual común sobre los requerimientos de patrimonio para los agentes de intermediación.
- (2) Que este marco debe procurar que la liquidez y solvencia debe ser cubierta por un estándar que provea al agente de intermediación de los activos líquidos suficientes para enfrentar las obligaciones que asume frente al mercado. Debe también comprender la actualización permanente a precios de mercado de las posiciones de los intermediarios en valores u otras inversiones. Esto permite que los agentes puedan provisionar pérdidas y que muestren la situación real de la sociedad. Del mismo modo, deben establecerse indicadores que muestren el control de los diversos riesgos a que está expuesto el agente, como volatilidad del precio de los valores que componen su cartera, concentración en ciertos valores, riesgos de liquidación. Debe lograrse que el patrimonio del intermediario exceda la suma del valor de la cobertura de los riesgos mencionados.
- (3) En algunos casos, considerar dentro de este concepto de patrimonio del agente, financiamientos como deudas subordinadas¹⁹ que se adicionen al capital compuesto por activos propios.
- (4) Establecer requisitos de patrimonio mínimo, procurando que las empresas que pretendan desarrollar actividades de intermediación en el Mercado de Valores demuestren un adecuado nivel de compromiso con el negocio. Sin embargo, el documento aclara que este monto de patrimonio mínimo no debe ser tan alto que afecte la competencia en este tipo de negocio limitando su acceso.

¹⁶ Puede profundizarse este tema visitando "*Understanding How Glass-Steagall Act Impacts Investment Banking and the Role of Commercial Banks*" en www.cftech.com/BrainBank/SPECIALREPORTS/GlassSteagall.html (visitada el 25 de noviembre de 1999).

¹⁷ Visitar www.iosco.org/

¹⁸ Regulaciones similares sobre requerimientos de patrimonio pueden revisarse en las siguientes legislaciones: Formato 9 del Reglamento de la *Securities Act* (Ontario – Canadá); *Securities Act* 1983 de Malasia; artículo 15 del Real Decreto 276/1989 de España; Circular 10-85 de la Comisión Nacional de Valores de México; Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores de Colombia; y, artículo 29 de la Ley 18.045 y la Norma de Carácter General 18 de la Superintendencia de Valores y Seguros, ambas de Chile.

¹⁹ El Reglamento de Agentes de Intermediación define en su artículo 1 inciso b) a la deuda subordinada como el préstamo cuyo pago se ha pactado a un plazo de por lo menos dos años, que ha sido totalmente recibido, y que no puede ser pagado antes de su vencimiento sin la previa autorización de CONASEV. Esta obligación contraída por el agente de intermediación otorga a sus acreedores un derecho de prelación de pago sólo superior al de sus accionistas en caso de liquidación.

(5) Los requisitos de patrimonio deben ser reforzados con adecuados sistemas de archivo de registros, información hacia el regulador y clientes, y programas de inspecciones.

Es necesario ahondar en esto último. Las inspecciones a los intermediarios por parte de los reguladores, un completo sistema de archivos y registros, así como una adecuada información, ayudan a que el regulador pueda ejercer una presión permanente sobre el intermediario para que acorte las brechas que pudieran presentarse entre el valor en libros de sus activos y pasivos y el valor de mercado de éstos. El mercado también puede presionar para reducir esta brecha, y debería estar interesado en hacerlo, pues la información financiera de los intermediarios es pública.

El avance experimentado a inicios de los noventa en las transacciones con productos derivados por parte de los intermediarios de mercados desarrollados obligó a éstos a implementar métodos de análisis, control y reporte del riesgo de sus operaciones, de una manera consistente y confiable. En la medida que estas operaciones, más sofisticadas que las que regularmente se venían efectuando, representaban un riesgo mayor para el agente y sus clientes, los intermediarios se volcaron a utilizar metodologías estadísticas de cálculo de riesgos, usando teorías de opciones y portafolio y, en particular, utilizando modelos *Value at Risk*²⁰ (VaR). Estos modelos buscan estimar con cierto grado de certeza la máxima pérdida que un intermediario podría sufrir ante condiciones de mercado adversas, a fin de aplicar castigos más precisos. Sin embargo, el incremento en el uso de estas técnicas reflejaba una realidad del mercado que hacía impostergable que los reguladores bancarios y del Mercado de Valores reconocieran con fines regulatorios la utilidad de los datos arrojados por estos modelos VaR.

Es en este contexto que, ante una iniciativa de *The Basle Committee on Banking Supervision (Basle Committee)*, en julio de 1995 el Comité Técnico de IOSCO emitió el reporte titulado *The Implications for Securities Regulators of the Increased Use of Value at Risk Models by Securities Firms*, mediante el cual se incorpora el uso de los modelos VaR para la medición de los requerimientos de patrimonio a los intermediarios.

Es importante anotar aquí que el uso de este tipo de modelos ya era reconocido dentro de los lineamientos de la 1993 *European Union's Capital Adequacy Directive*, de tal manera que a partir de enero de 1996

los bancos e intermediarios de la Comunidad Económica Europea ya podían usar sus modelos internos de medición de riesgo para calcular sus requisitos de patrimonio.

Del mismo modo, también en julio de 1995, el *Tripartite Group of Bank, Securities and Insurance Regulators* emitió el reporte denominado *The Supervision of Financial Conglomerates* con participación de IOSCO, *The Basle Committee* y la *International Association of Insurance Supervisors (IAIS)*. El objetivo de este documento es aproximarse a una supervisión conjunta de los distintos tipos de empresas a cargo de estos reguladores, procurando que indistintamente cada regulador revise los requerimientos de patrimonio de cada uno de sus supervisados desde un punto de vista individual, y que se busque determinar mediante una supervisión conjunta si el grupo de supervisados vistos de manera consolidada tiene un adecuado nivel de patrimonio.

No está de más comentar que para combatir eficientemente el riesgo sistémico de las empresas que participan en los mercados bancarios, de valores y de seguros, es más importante analizar de manera agregada el patrimonio disponible de un conglomerado interdependiente de este tipo de empresas por los efectos cruzados que pueden tener en ellas complicaciones de pago por parte de sus clientes deudores, movimientos en las tasas de interés, oscilaciones de las cotizaciones bursátiles de los valores que mantienen en sus activos, entre otros.

Adicionalmente, en setiembre de 1998 la IOSCO aprobó el documento titulado *Objectives and Principles of Securities Regulation*, donde se establecen treinta principios de regulación del Mercado de Valores que persiguen tres objetivos básicos:

- (1) Proteger al inversionista.
- (2) Asegurarse que los mercados sean justos, eficientes y transparentes.
- (3) Reducir el riesgo sistémico. El Principio 21 de este documento establece que la regulación debe establecer estándares mínimos de entrada a los agentes de intermediación. Del mismo modo, el Principio 22 establece que a los agentes se les debe exigir un patrimonio mínimo inicial y un patrimonio mínimo para la empresa en marcha, además de otros requisitos de prudencia.

²⁰ Valor en Riesgo.

Entonces, es relevante que las regulaciones de los mercados de valores establezcan barreras de entrada, traducidas en requisitos mínimos de los montos de capital y patrimonio, para constituir empresas que se dediquen a la intermediación de valores. Esto representa un compromiso inicial de los accionistas u organizadores en este mercado. Pero las normas de adecuación de patrimonio le exigen al intermediario contar siempre con un patrimonio líquido suficiente para atender diariamente sus obligaciones, para lo cual los accionistas deberán efectuar en el transcurso del tiempo los aportes necesarios si quieren continuar en este tipo de negocio. Es decir, se requiere un compromiso permanente de los accionistas para mantenerse en el negocio de intermediación en el Mercado de Valores.

Es evidente que gracias al desarrollo de la tecnología, actualmente, las transacciones en los mercados de valores trascienden las fronteras geográficas y provocan una inevitable interrelación entre el comportamiento de los distintos mercados. No resulta extraño que un inversionista relativamente cauto antes de invertir en la Bolsa de Nueva York (NYSE) o en *The Nasdaq Stock Market*²¹ además de estudiar los fundamentos de las compañías u otros indicadores, probablemente revise qué está pasando en los mercados de Tokyo, Londres, Alemania, París, Suiza, Amsterdam, Italia o Toronto²². Adicionalmente, si quiere invertir en América Latina mirará a México, Santiago, Sao Paulo, Buenos Aires, e incluso, Río de Janeiro o Lima.

Es decir, el concepto de riesgo sistémico tiene un alcance regional e incluso global. Está de más comentar cómo una crisis rusa, asiática o cualquier otra, tiene efectos a escala mundial. Por tanto, para una adecuada protección a los inversionistas y agentes, así como para la estabilidad de los mercados, los reguladores de los países que conforman este mercado global deben emitir un marco regulatorio similar entre ellos, que no les genere costos adicionales de implementación o de estudio a los intermediarios. En este sentido, el reto pendiente en la legislación internacional sobre requerimientos de patrimonio a los agentes de intermediación en el Mercado de Valores es la estandarización²³ de los niveles exigidos a cada intermediario en función al tipo de operaciones que reali-

ce. La IOSCO, la *Basle Committee* y la Comunidad Económica Europea están haciendo importantes esfuerzos en esta línea²⁴.

PERÚ: ¿QUÉ DICE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES Y EL REGLAMENTO DE AGENTES DE INTERMEDIACIÓN?

La regulación peruana sobre requerimientos de patrimonio a los agentes de intermediación en el Mercado de Valores recoge los Principios de la IOSCO, y está comprendida en la Ley del Mercado de Valores y en el Reglamento de Agentes de Intermediación.

Un marco general sobre este tema es establecido en el artículo 172 de la Ley del Mercado de Valores, donde se dispone que los agentes de intermediación deben cumplir con los márgenes de endeudamiento y otras condiciones de liquidez y solvencia patrimonial mínimas que CONASEV señale con relación al tipo de operaciones, el plazo, la cuantía o a la naturaleza de los instrumentos negociados y a la clase de intermediarios. Esta disposición representa las condiciones permanentes que debe exhibir un agente de intermediación para permanecer en el negocio.

Del mismo modo, la Ley del Mercado de Valores establece unas condiciones mínimas de acceso al negocio de intermediación. Así, en el artículo 189 regula que el capital mínimo requerido para las sociedades agentes de bolsa es de S/. 750 000,00²⁵, íntegramente aportado y pagado en efectivo. Dicho capital debe estar totalmente pagado desde el momento de iniciar sus operaciones. Añade que el patrimonio neto de las sociedades agentes de bolsa no puede ser inferior al capital mínimo y que el déficit de patrimonio en que se incurra debe ser cubierto dentro de los treinta días siguientes de su constatación por parte de CONASEV. Cabe hacer la salvedad, que estos importes de capital y patrimonio neto se refieren a los registrados en los estados financieros de los intermediarios. Es decir, se refieren a los valores en libros o valores contables de estos conceptos.

Como complemento a estas disposiciones, el Reglamento de Agentes de Intermediación introduce los

²¹ Nasdaq inició operaciones el 8 de febrero de 1971 en un sistema electrónico de negociación denominado *National Association of Securities Dealers Automated Quotation*. En 1990 cambió formalmente de nombre a *The Nasdaq Stock Market*. En 1998 la *National Association of Securities Dealers* (NASD) se fusionó con *The American Stock Exchange* (Amex) creándose *The Nasdaq-Amex Market Group*. Visitar www.nasdaq.com/about/timeline.stm

²² Estas bolsas de valores fueron las diez más grandes a escala mundial durante 1998, ordenadas por sus respectivas capitalizaciones bursátiles. Ver: *United States General Accounting Office (GAO). Securities Markets. Challenges to Harmonizing International Capital Standards Remain. Report to Congressional Committees*. marzo 1992.

²⁴ Ver: *The Regulation of Non-Financial Institutions. The United States, The European Union, and Other Countries*. Editado por Abjali Kumar; con la colaboración de Terry Chuppe y Paula Pertunen. World Bank Discussion Paper 362. junio 1997.

²⁵ De conformidad a la Primera Disposición Final de la Ley del Mercado de Valores, esta cifra es de S/. 923 484,00 para el ejercicio 1999.

conceptos de valor de mercado del patrimonio del agente de intermediación, con la finalidad de contar con una herramienta más útil para determinar el grado de exposición al riesgo que enfrenta un intermediario en sus actividades. De esta manera, el agente o el regulador podrá reaccionar más oportunamente en la defensa de los intereses de los clientes y el mercado. El artículo 41 del Reglamento de Agentes de Intermediación introduce el concepto de las normas de adecuación de patrimonio con el objeto de cautelar que los agentes de intermediación mantengan adecuados niveles de solvencia y liquidez, que les permitan afrontar los riesgos derivados de su exposición a la volatilidad de precios de los valores que conforman sus tenencias. También buscan establecer apropiados niveles de endeudamiento asumidos por la sociedad agente de bolsa en sus operaciones por cuenta propia, así como determinar una medida prudente de los compromisos que pueda asumir la sociedad agente frente al mercado por las operaciones que realice por cuenta de sus clientes.

En este orden de ideas, se define el Indicador de Liquidez y Solvencia en el artículo 42 del Reglamento de Agentes de Intermediación, el cual resulta de dividir el patrimonio líquido de la sociedad agente de bolsa, entre la suma del importe total de sus tenencias ponderadas por riesgo más las posiciones descubiertas del agente y de cada cliente por concepto de operaciones de reporte, mutuo de valores, mutuo de dinero, doble contado plazo, ventas descubiertas y otras que signifiquen responsabilidad para la sociedad agente de bolsa. Este Indicador deberá ser, en todo momento, igual o superior a uno. Esto es,

$$IL\&S = \frac{PL}{TPR + PD} \approx 1$$

Donde :

IL&S: Indicador de Liquidez y Solvencia

PL: Patrimonio Líquido

TPR: Tenencia Ponderada por Riesgo

PD: Posiciones Descubiertas e Incumplimientos

Por su parte, el artículo 43 del Reglamento de Agentes de Intermediación define el patrimonio líquido del agente de intermediación como aquél constituido por los recursos de mayor liquidez que dispone cada sociedad agente. Es decir, toma en cuenta sólo aquellos activos del intermediario que podrían convertirse rápidamente en efectivo. Este patrimonio líquido se obtiene sumando la deuda subordinada al patrimonio

neto (contable) de la sociedad, al cual se le deducen los siguientes conceptos:

- (a) las cuentas por cobrar comerciales cuyo vencimiento haya ocurrido con una antigüedad mayor a treinta días;
- (b) los préstamos y otras cuentas por cobrar cuyo vencimiento haya ocurrido con una antigüedad mayor a treinta días;
- (c) los préstamos y adelantos a empresas vinculadas, accionistas, gerentes y directores;
- (d) el Certificado de Participación emitido por las bolsas de valores, así como las acciones representativas del capital social emitidas por las Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores;
- (e) los activos fijos netos;
- (f) los activos intangibles netos; y,
- (g) los gastos pagados por anticipado.

Como puede observarse, las deducciones obedecen a que todos estos activos son difícilmente realizables en efectivo en un plazo inmediato y no deben computarse dentro del respaldo patrimonial que un agente de intermediación podría tener en el día.

Del mismo modo, el artículo 44 del Reglamento de Agentes de Intermediación establece que la porción computable de deuda subordinada en el Patrimonio Líquido será hasta por un máximo de dos veces el patrimonio neto, con exclusión de los activos fijos e intangibles.

Entonces, el Patrimonio Líquido de la sociedad agente de bolsa está conformado por los activos de propiedad de la sociedad agente de más rápida realización para hacer frente a sus obligaciones frente al mercado, derivadas de las fluctuaciones de precios en el Mercado de Valores o del incumplimiento por parte de sus clientes.

Por otra parte, a fin de acercar el valor en libros de los activos que representan las inversiones en la cartera del intermediario a sus respectivos precios de mercado o de realización, el artículo 45 del Reglamento de Agentes de Intermediación define la Tenencia Ponderada por Riesgo. Ésta resulta de multiplicar diariamente el importe de los valores mantenidos en la cuenta propia de la sociedad agente de bolsa por los factores señalados en los artículos del 51 al 54 de la misma

norma, por cada tipo o clase de valor, teniendo en cuenta los criterios establecidos desde el artículo 47. Estos castigos representan los *hair-cuts* anteriormente comentados. El concepto de valores mantenidos en la cuenta propia de una sociedad agente incluye los siguientes:

- (a) los valores adquiridos por la sociedad, libres de gravamen;
- (b) los valores de propiedad de la sociedad, entregados como principal y/o margen de garantía en operaciones de reporte, mutuo de valores y/o mutuo de dinero, y otros afectados en garantía;
- (c) los valores recibidos por la sociedad agente de bolsa mutuataria en el caso de operaciones de mutuo de valores; y,
- (d) los valores de las operaciones de compra de los clientes que no hayan sido canceladas en el día anterior a su liquidación, en la respectiva Institución de Compensación y Liquidación.

Otro concepto importante en la determinación del Indicador de Liquidez y Solvencia es el de Posición Descubierta, entendido como el déficit que se genere entre el monto de las obligaciones contraídas por la sociedad en virtud de sus operaciones y las garantías que les son exigibles, por efecto de una reducción en la cotización de los valores que las componen. Se incluyen así mismo los importes no pagados al vencimiento de estas operaciones.

Por tanto, el Indicador de Liquidez y Solvencia permite conocer diariamente la capacidad de una sociedad agente de bolsa para afrontar sus obligaciones con el mercado, del día o del día siguiente. Establece una relación prudente entre su patrimonio inmediatamente disponible y el riesgo al que está expuesto, midiendo permanentemente sus recursos propios de mayor disponibilidad, con los riesgos de mercado y de contraparte a que se expone por su actividad de intermediación.

Es importante anotar que el artículo 46 del Reglamento de Agentes de Intermediación obliga a que toda insuficiencia en el Patrimonio Líquido de un agente de intermediación respecto del importe total de su Tenencia Ponderada por Riesgo deberá ser comunicada

por éste a CONASEV y a la Bolsa respectiva dentro de las 24 horas siguientes de haberse producido. El agente de intermediación deberá revertir dicha insuficiencia dentro de los dos días siguientes de realizada la comunicación mencionada en el párrafo precedente. Si al tercer día persiste la insuficiencia, CONASEV suspenderá su autorización de funcionamiento como sociedad agente bolsa.

Esta disposición es sumamente útil para evitar que una sociedad agente de bolsa con déficit en su Patrimonio Líquido pueda asumir más obligaciones frente al mercado, cuando ya se ha determinado que ni siquiera cuenta con la liquidez suficiente para asumir las obligaciones que ya tiene. Desde que entró en vigencia este Indicador de Liquidez y Solvencia (octubre de 1998), las sociedades que han sido suspendidas²⁶ en virtud de lo establecido en el mencionado artículo 46 del Reglamento de Agentes de Intermediación, son aquéllas que adolecían de la liquidez suficiente, tanto así que nunca estuvieron en condiciones de reiniciar operaciones.

De otro lado, dentro del concepto de Límites Operacionales, el artículo 55 del Reglamento de Agentes de Intermediación establece un Límite por Actividad. Éste considera que la suma del importe total de operaciones pendientes de vencimiento intermediadas por cada agente de intermediación, por concepto de operaciones de reporte, mutuo de valores, mutuo de dinero, doble contado plazo y otras que signifiquen responsabilidad para el agente en caso de incumplimiento, más el importe total de las operaciones de este tipo pendientes de vencimiento, que hayan sido efectuadas por empresas vinculadas al agente de intermediación por medio de otros agentes, no podrán superar en ningún momento, diez veces el patrimonio neto del agente de intermediación.

Este Límite por Actividad entró en vigencia el 16 de marzo de 1998 y ha jugado un rol fundamental en la reducción del riesgo sistémico del Mercado de Valores. Para una correcta medición de este Límite, la revisión de la información financiera del agente de intermediación, vía visitas de inspección, juega un rol fundamental en el control de los riesgos, uno de los Principios de la IOSCO ya comentado. Esto se debe a que este Límite resulta de comparar las obligaciones del agente, sus vinculados y clientes, frente a su patrimonio neto contablemente registrado. En este

²⁶ Hasta la fecha han sido suspendidas por este concepto los ex intermediarios Argos S.A., Ares S.A., G&B Helvetia S.A., Valores Rentables S.A. En adición a los problemas de déficit en sus respectivos patrimonios líquidos, tanto Argos S.A. como Valores Rentables S.A. cometieron infracciones muy graves a las normas del Mercado de Valores por lo que fueron sancionadas por CONASEV con la revocación de sus respectivas autorizaciones de funcionamiento.

sentido, en la medida que la información financiera podría incluir ciertos activos o pasivos inadecuadamente sustentados, el patrimonio neto informado puede no reflejar de manera real la situación del intermediario, y aparentaría estar expuesto a un menor riesgo por su actividad.

No hay que olvidar que el artículo 66 del Reglamento de Agentes de Intermediación obliga a los agentes de intermediación a presentar a CONASEV un Informe Adicional de Auditoría conjuntamente con la información financiera auditada a que se refiere el artículo 65 del mismo Reglamento. En el Informe Adicional debe opinarse, entre otros, sobre el cumplimiento por parte del agente de intermediación de los requerimientos mínimos de capital y patrimonio neto, así como la observancia y razonabilidad del Indicador de Liquidez y Solvencia y del Límite por Actividad. Del mismo modo, el artículo 67 del Reglamento de Agentes de Intermediación establece que los agentes de

intermediación deben remitir a CONASEV, en forma mensual, un detalle respecto del cumplimiento de los niveles de capital y patrimonio neto, del cumplimiento del Indicador de Liquidez y Solvencia, así como del Límite por Actividad.

CONCLUSIÓN

Hay mucho camino por recorrer en el Mercado de Valores peruano, pero un requisito fundamental para aspirar a un desarrollo sostenido es contar con agentes de intermediación que cuenten con el respaldo patrimonial suficiente para brindar confianza y estabilidad a los inversionistas. No importa la cantidad de intermediarios que sean. La legislación peruana sobre requerimientos de patrimonio recoge en gran medida lo establecido en la regulación de otros países, aunque el dinamismo y sofisticación permanente de las transacciones bursátiles obliga a una revisión periódica de los parámetros allí establecidos.