

DIAGNOSTICO DEL MERCADO DE VALORES PERUANO^(***)

En la última década, el mercado de valores peruano experimentó un considerable incremento en sus operaciones de oferta pública, particularmente a partir del año 1995. Sin embargo, en los dos últimos años se advierte un estancamiento con relación a dichas operaciones. ¿Cuáles es en términos generales las razones fundamentales o limitaciones tanto legales como estructurales que han motivado dicho estancamiento?

Es indudable que el desarrollo del mercado de valores en el Perú a lo largo de la última década ha tenido una importancia cierta y ha permitido que se configure, en la realidad, una fuente de financiamiento alternativa para nuestras empresas, situación que no sucedía antes del año 1990.

Si nosotros revisamos el monto vigente al año 1990 respecto a la cantidad de bonos circulantes hoy en el mercado de valores nacional nos damos con la sorpresa que el monto era de nueve millones de dólares (US\$9'000.000). Al año 2000 el stock de bonos corporativos ya se encontraba en una cantidad de mil doscientos millones de dólares (US\$1,200 millones), y en este momento existen cantidades inclusive más importantes. Esto quiere decir que el mercado de valores ha tenido un importante impulso en los últimos años; no obstante, debemos reconocer que no se ha desarrollado en la medida que todos hubiéramos deseado.

Respecto a los aspectos que contribuyeron con el desarrollo del mercado de valores en estos últimos años, se puede mencionar (i) la estabilización de la situación económica; (ii) la liberalización del mercado de capitales, entre lo que destaca, el libre ingreso de inversión extranjera y la libre remesa de utilidades; (iii) igualdad entre inversionistas nacionales y extranjeros y (iv) la promulgación de normas que contribuyeron a otorgar un marco jurídico adecuado. No podemos dejar de mencionar al Decreto Legislativo N° 765 del año 1991, norma que ha tenido especial importancia en el desarrollo del mercado de valores nacional, considerada además como la primera ley orgánica del mercado de valores, recogió temas muy importantes como el de los fondos mutuos, clasificación de riesgo, modalidades de oferta pública secundaria y temas de información privilegiada, entre otros.

No obstante lo señalado, debemos admitir que en los últimos años, aún cuando se ha avanzado, no se ha logrado el desarrollo proyectado, y eso se explica no por razones de orden legal pues el marco normativo es bastante bueno, yo diría uno de los mejores de América Latina en la actualidad, pero considero que los elementos que han originado que el mercado de valores no desarrolle en los volúmenes esperados responde a factores de índole macro económicos, a partir del año 1998 entramos en un proceso de recesión, las empresas perdían capacidad

(*) Abogado, Socio del Estudio Jurídico, Ríos & Mediana Abogados. Profesor Titular del curso "Derecho del Mercado de Valores" en la Universidad de Lima y UPC. Miembro del Consejo Consultivo de Advocatus Nuevo Esporo.

(**) La presente entrevista fue realizada por Rafael Sotelo León, Director de la Comisión de Edición de ADVOCATUS Nuevo Esporo.

(***) ADVOCATUS Nuevo Esporo brinda un muy especial agradecimiento a Felipe Robert Toán y Sergio Barbosa Belloso, por su generosa y valiosa colaboración en la preparación de la presente entrevista.

de originar negocios, algunas pocas tenían la posibilidad de cumplir estrictamente sus obligaciones, había un problema en la cadena de pagos, y fue en ese momento cuando los inversionistas comenzaron a privilegiar lo que era el tema del "riesgo" vs. "rentabilidad". De manera coincidente hubieron algunos incumplimientos ("defaults"), los primeros en materia de mercado de valores. Sobrevinieron algunos procesos de liquidación de bancas, y eso trajo como consecuencia lo que se conoce como un "flight to quality" que significa que los inversionistas empezaron a dirigirse a inversiones menos rentables pero más seguras. De esta manera, actualmente, son pocas las empresas que pueden utilizar el mercado de valores como fuente de financiamiento para sus operaciones.

Se percibe que el mercado de valores peruano tiende a ser "elitista" en la medida que está orientado, por un lado, a que los valores sean adquiridos por inversionistas institucionales, y por otro lado, que sólo sean valores atractivos de inversión aquellos que tienen una clasificación de riesgo superior a AA. En este contexto, de compartir esta apreciación, ¿Qué medidas considera usted que podrían implementar los organismos reguladores para cambiar esta situación?

El mercado de valores es ante todo la conjunción de variables de orden económico en donde el aspecto legal coadyuva, incentiva, permite, pero lo relevante y decisivo es el resultado de la oferta y demanda, es decir, aquel que busca una fuente de financiamiento no tradicional, que es el agente deficitario, y aquel que desea rentabilizar sus excedentes, que es el agente excedentario o inversionista. De esta manera cada quien trata de lograr un objetivo, uno encontrar una fuente de financiamiento y el otro rentabilizar excedentes. El tema legal no ha de ser visto, en estos momentos, como un factor importante de impedimento a la promoción del mercado de valores; no obstante, el marco legal es perfectible.

El hecho de que los valores sean adquiridos principalmente por inversionistas institucionales, no significa que nuestro mercado sea "elitista". En todo mercado de valores, la mayor importancia relativa de los inversionistas institucionales es algo normal, porque son ellos los que en base al manejo de ciertos fondos, ya sea por cuenta propia o por cuenta de terceros, hace que tengan una marcada preponderancia en su función como inversionistas.

Las Administradoras de Fondos Previsionales manejan alrededor de tres mil doscientos millones de dólares (US\$ 3,200'000,000) y es el primer inversionista institucional en el Perú. En segundo lugar, los fondos mutuos con algo más de mil millones de dólares (US\$ 1,000'000,000) y en tercer lugar las compañías de seguros, tienen una preponderancia que no puede ser negada. La aversión al riesgo se deriva de la responsabilidad por cumplir sus obligaciones frente a los que son sus clientes. Tómense trabajadores (AFPs), participes (fondos mutuos), o los asegurados en una compañía de seguros. El hecho que los inversionistas institucionales asumen un riesgo que pudiera eventualmente implicar una pérdida significa que estarían en menos capacidad para poder atender las obligaciones para las cuales han sido constituidos. Las medidas que podrían ser implementadas por los organismos reguladores para cambiar esta situación podrían ser, eventualmente, por ejemplo en el tema de los fondos previsionales, si deseamos que este tipo de inversionista asuma otro tipo de riesgo, es la creación de dos tipos de fondos, es decir, se podría crear un tipo de fondo adicional.

Los fondos previsionales tienen ahora normas, inclusive en cuanto a límites de inversión, bastante conservadoras, podríamos crear un fondo previsional que tenga una política de riesgo más liberal, más agresiva, en donde el trabajador por razones de sus ingresos, del aporte, de su edad, pueda elegir participar.

El ingreso de la pequeña y micro empresa al mercado de capitales utilizando a un vehículo intermedio como son los fondos de capital de riesgo, también podría permitir que los institucionales puedan acceder a otras opciones de inversión.

Considero que el tema de ser elitista no está por el lado de los inversionistas, está más bien por el lado de los agentes deficitarios (emisores), no olvidemos que en materia de concertación de las emisiones vigentes, algo así como el treinta y dos por ciento (32%), está concentrado en los cinco (5) primeros emisores y el cincuenta y uno por ciento (51%) en los diez (10) mayores emisores. Entonces, el tema de élite viene por el lado de quien puede acceder al mercado de valores.

Considerando que el acceso al financiamiento a través del mercado de valores por parte de las PYME's es una opción descartada, debido a que sus necesidades financieras no justifican los elevados costos que una oferta pública implica, ¿cuáles considera que son las alternativas para que la PYME's se encuentren en la capacidad de obtener financiamiento a través del mercado de valores?

Es cierto que las PYME's no tienen acceso al mercado de valores, y ello por varias razones, principalmente por un tema de una escala reducida de las empresas, es decir, justamente por su pequeña y micro empresa sucede que los costos que eventualmente implica participar en el mercado de capitales hace que los mismos no puedan ser diluidos. Se dice que emitir menos de diez millones de dólares (US\$ 10'000,000) no es negocio porque, eventualmente, no se diluyen los costos propios de una transacción de este tipo. Dentro de los principales costos tenemos al costo financiero, que son los intereses, luego tenemos el due diligence, tanto el financiero como legal, las clasificadoras de riesgos, representante de los obligacionistas y al agente de colocación.

Otro tema tiene que ver con la "cultura" por parte de las PYME's, respecto a no contar con los conocimientos necesarios con ocasión de una probable financiación en el mercado de valores. Adicionalmente, las empresas que tienen la intención de financiarse en el mercado de valores deben estar en la posibilidad y disposición de brindar información veraz, suficiente y oportuna al mercado.

Lo anteriormente señalado puede lograr solución a través de los "fondos de capital de riesgo" que es un esquema colectivo de inversión, se implementa un vehículo intermedio entre los inversionistas y las pequeñas y micro empresas, que facilita la dilución de costos así como los manejos de riesgo a escala.

Teniendo en cuenta que el Fondo de Capital de Riesgo es una herramienta de financiamiento para las PYME's, que ha venido funcionando de una manera positiva en países como Estados Unidos, Chile, Venezuela, entre otros, ¿considera usted adecuado implementar dicho mecanismo en nuestro país, no obstante el "perfil" cauteloso de los inversionistas que acuden a nuestros mercados?

No tengo duda que los Fondos de Capital de Riesgo es una de las alternativas para las PYME's en su acceso al mercado de valores. En España, por ejemplo, existen las Entidades de Capital de Riesgo, en Chile los Fondos de Desarrollo de Empresas y en EEUU los "Small Business Investment Company".

La pregunta es si esto será suficiente para que dichas empresas puedan acceder al mercado de valores. Hay ciertos aspectos que hay que trabajar y que no están en el campo estricto-

mente legal como es el hecho de que la pequeña y micro empresa no tengan los riesgos que tienen en estos momentos y para ello necesitamos de una economía más estable, de una cadena de pagos funcionando, condiciones de seguridad y estabilidad comprobada para la inversión extranjera, y una serie de condiciones macroeconómicas que van a influir en el desempeño eficiente de estos fondos de capital de riesgo. Lo anterior se veía complementado si los inversionistas institucionales pueden asumir otros riesgos con el conocimiento y la decisión de las personas que les confían sus fondos. Existen inversionistas institucionales que estarían dispuestos a asumir riesgos mayores a cambio de una rentabilidad mayor, siempre y cuando el último inversionista, es decir, el trabajador o el partícipe sea quien tome esa decisión, y en este momento, el administrador, es decir, la AFP o la administradora de fondo mutuo cumplirá con esa decisión previa.

En países como Argentina, México y España existen las denominadas Sociedades de Garantía Recíproca que tienen por finalidad otorgar garantías a sus socios (PYME's) para que éstas se encuentren en mejores condiciones para acceder al crédito. En el Perú, por su parte, existe la denominada Sociedad Afianzadora y de Garantías regulada por la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, pero que limita su objeto social a operaciones vinculadas con el comercio exterior. En su opinión, ¿señala conveniente para el mercado de valores adoptar una estructura similar al de las sociedades de garantías recíprocas?, en todo caso, ¿cuál sería su propuesta en este sentido?

Efectivamente la Empresa Afianzadora y de Garantía, regulado en nuestra vigente Ley de Banca, tiene una especialidad consistente en otorgar garantías respecto de operaciones vinculadas al comercio exterior, y se ha dicho que una de las maneras de posibilitar el acceso empresarial al mercado de valores con mejores costos es desarrollando algún esquema colectivo de "garantías". De otro lado no es un problema solamente del mercado de valores, sino del sistema financiero en su integridad, es decir, tanto de la intermediación indirecta de los bancos como de una intermediación directa del mercado de valores.

Un diseño eficiente de garantías reales tiene incidencia en el costo del financiamiento, cualquiera sea la fuente, incluyendo procedimientos seguros y rápidos en caso de una ejecución (judicial o extrajudicialmente), en donde tenemos que ver aspectos fundamentales relacionados a la operativa del Poder Judicial. Habiendo salvado estos temas que son comunes a ambas clases de intermediación, considero sustancial desarrollar un esquema de garantías diseñado especialmente para el mercado de valores. Una alternativa sería poder desarrollar un "fondo de inversión de garantías" en donde los que otorgan la garantía invierten con un riesgo predeterminado a cambio de una rentabilidad, invierten en este fondo de inversión, que es un fondo que va a garantizar diversas operaciones del mercado de valores.

Como antes mencioné, el tema de las garantías es uno que va más allá del tema del mercado de valores ya que tiene que ver con todo nuestro sistema financiero, debiendo trabajarse, principalmente, en lo que se refiere a la ejecución de garantías para que éste funcione de manera eficiente y oportuna.

¿Considera usted fundamental la participación del Estado en el mercado de valores, teniendo en cuenta que las tasas de interés que éste fije serían utilizadas como referenciales para la captación del ahorro público?

Totamente de acuerdo respecto a la importancia que tiene la participación del Estado en el mercado de valores. Sucede que, en la realidad, el mercado de valores no ha contado con una participación importante del Estado sino hasta ahora último en que lo ha hecho como

agente deficitario, utilizando a este mercado de valores como una fuente alternativa de financiamiento, lo cual tiene un aspecto positivo, que significa que el Estado puede recurrir a una fuente interna con la que puede financiar sus obligaciones y otra que establece un punto de referencia, una curva de rendimientos, para otros agentes que utilizan dicho mercado de valores. Esto es lo que se conoce "benchmark", que ayuda en la valuación integral de los instrumentos de deuda emitidos, debiendo tener cuidado de que se haga un uso profesional y técnico del mercado de valores y que no signifique un sobreendeudamiento por parte del Estado en dicho mercado.

En nuestro país, las empresas han optado preferentemente por obtener financiamiento vía el mercado de renta fija, particularmente bonos, relegando el mercado de renta variable, por ejemplo acciones. ¿Cuál es el fundamento legal y económico que ha motivado esta situación? En todo caso, ¿qué medidas deben adoptar los organismos reguladores para que el mercado de renta variable sea más atractivo para invertir?

Nuestro mercado de valores es predominantemente uno de renta fija, es decir, un mercado de bonos, y además es un mercado en el que las empresas del sistema financiero tienen una importancia muy marcada en su participación como emisores. No olvidemos que el cuarenta y cinco por ciento (45%) de las emisiones vigentes son de empresas que pertenecen al sistema financiero (bancos, arrendadoras financieras, etc.). Otra característica es que el cero punto siete por ciento (0.7%) de los montos emitidos por oferta pública corresponde a acciones, esto porque, pareciera que las estructuras familiares de las empresas en el Perú han hecho poco probable que se quieran abrir a capitales de terceras; dichas estructuras prefieren mantener la empresa cerrada.

Si yo tuviera que hacer alguna recomendación respecto a la apertura del capital de las empresas al mercado de valores sería tomar en consideración e implementar como paso previo "prácticas de buen gobierno corporativo", es decir, aquellas reglas claras, transparentes y justas que protegen al accionista minoritario o a cualquier tipo de acreedor.

¿Cuál es su opinión respecto a las normas que en su conjunto comprenden el concepto de "gobierno corporativo", ¿qué mejoras propondría a las mismas en cuanto a la protección al inversionista y al accionista minoritario?

"Gobierno corporativo" es un tema sumamente importante y extenso. Las buenas prácticas de gobierno corporativo tienen que estar básicamente orientadas a los derechos económicos y políticos que emanan de la calidad de accionista. Temas tan importantes como la información al mercado, el proceso de la toma de decisiones de los diferentes órganos de la empresa (Junta de accionistas, directorio, gerencia), así como también los derechos en favor de los diferentes tipos de acreedores tienen la máxima relevancia. Este es un aspecto fundamental para desarrollar un mercado de valores eficiente que se configure como una verdadera alternativa de financiamiento empresarial.

Uno de los principales inversionistas institucionales en el Perú son las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP's) por el exceso de liquidez en sus carteras administradas. Particularmente, estas empresas gozan de beneficios tributarios y se encuentran facultadas para adquirir valores mobiliarios mediante la oferta privada contemplada en el artículo 5° de la Ley del Mercado de Valores, aprobada por el Decreto Legislativo N° 861. Sin embargo, las AFP's no canalizan sus excedentes de liquidez a través de ofertas privadas sino públicas, lo que conlleva a una serie de costos de transacción que podrían ser evitados. ¿Cuál considera usted que son las

principales razones que motivan esta situación y qué medidas legales podrían adoptar los organismos reguladores?

Resulta claro que los principales "inversionistas institucionales" en el Perú, son las Administradoras de Fondos de Pensiones, el monto administrado en este momento asciende, aproximadamente, a tres mil doscientos millones de dólares (US\$ 3,200'000,000) no existe duda que estos fondos van a ir aumentando en la medida en que tengamos una reactivación económica y por lo tanto existan más trabajadores formales que se afilien al sistema.

La Ley del Mercado de Valores distingue la oferta pública de la oferta privada, ésta última (entre otros supuestos) es aquella oferta que se dirige exclusivamente a los inversionistas institucionales. Las AFP's han preferido invertir en instrumentos ofertados públicamente (también hay un tema de límites); con ocasión de las seguridades respecto de lo que es flujo de información constante y clasificación de riesgo. Una característica del mercado de valores peruano es que los inversionistas institucionales han privilegiado el tema del riesgo versus rentabilidad.

Luego de los diversos cuestionamientos e intentos de modificación del sistema de garantías reales vigente en nuestro país, ¿considera que dicho sistema resulta atractivo a los inversionistas o emisores?. En todo caso, ¿en qué proporción perjudica o limita la posibilidad de un mejor funcionamiento de las empresas a través del mercado de valores?

Considero que el sistema de garantías reales no es un tema exclusivo del mercado de valores, las garantías tienen que ver con una situación propia de todo el sistema financiero, ya sea que nos refiramos a los bancos o al financiamiento vía emisión de valores mobiliarios. Aún cuando se puede decir mucho y habiendo una propuesta de trabajada por la anterior administración del Ministerio de Economía y Finanzas sobre el tema de las garantías reales, uno de los puntos fundamentales es contar con seguridad y rapidez en la ejecución de las garantías, para ello resulta importante trabajar en una propuesta respecto a la participación del poder judicial en caso se opte por la ejecución de las garantías, ya sea que estemos hablando de bancos o de mercado de valores.

Existen propuestas o consideraciones encontradas respecto a la posibilidad de que las Bolsas de Valores o Bolsas de Productos puedan transformarse a, o constituirse como, sociedades anónimas, ¿cuál es su opinión al respecto?

En este momento las Bolsas de Valores deben constituirse como asociaciones civiles. Soy de la opinión que la forma jurídica a adoptar por las bolsas de valores o de productos, deberá depender estrictamente de la decisión de las personas que participen en ellas, y por lo tanto, la recomendación es dejar abierta la posibilidad que algunas puedan constituirse como "asociaciones civiles" o eventualmente como "sociedades anónimas".

¿Considera que el concepto de "autorregulación" se ha desarrollado adecuadamente en nuestro mercado? ¿Cree que deberá ser promovido?

El concepto de "autorregulación" debe seguir siendo promovido, no obstante, ha sido desarrollado en los últimos tiempos como aquel que permite que el actuar sea diseñado y controlado por los diferentes agentes que participan en el mercado de valores, la primera supervisión debe provenir del mismo administrado. La Bolsa de Valores de Lima ha sido una entidad promotora y eficiente en cuanto al desarrollo de este concepto, así como también las Sociedades Agentes de Bolsa.

Teniendo en cuenta que la Comisión Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) es el organismo regulador, supervisor y sancionador por excelencia del mercado de valores, ¿cómo evaluaría usted su participación desde 1991 hasta la fecha?

La participación de la comisión ha sido muy importante, principalmente en un aspecto regulatorio, acompañando con reglamentos técnicos el desarrollo e implementación de cada una de las instituciones del mercado de valores recogidas primero por el Decreto Legislativo N° 755 (1991) y después por el Decreto Legislativo N° 861 (1996).