

“SISTEMA FINANCIERO Y MERCADO DE VALORES: BALANCE Y PROPUESTAS”

Hernán Figueroa Bustamante

Docente de Derecho Bancario y Financiero de la UNMSM.

SUMARIO:

1.- La Intermediación directa propia del mercado de valores está aumentando significativamente en relación a la indirecta, correspondiente al Sistema Financiero	240
2.- La importancia de los inversionistas institucionales	240
3.- La internacionalización de las instituciones financieras	240
4.- Las reformas estructurales de América Latina	241
5.- La Legislación actual es más estimulante o no discriminatoria para los inversionistas extranjeros	241
6.- Mayor libertad cambiaria	241
7.- Las comunicaciones	242
8.- Un mayor nivel de liquidez	242

La función esencial de las empresas y entidades del Sistema Financiero en el Mercado de Valores, como escenario alternativo de intermediación, es la de proveer a las personas naturales y jurídicas de recursos financieros, en condiciones que se adecuen a sus necesidades, sea para atender requerimientos de carácter personal o familiar; sea para constituir la sociedad o aumentar su capital social, o para efectuar inversiones en su activo permanente. Esta actividad se encuentra regulada fundamentalmente por la Ley 26702, Ley General del Sistema Financiero y de Seguros y el D.L. 861, Ley del Mercado de Valores.

En atención a dichos objetivos empresariales, actúan como distribuidoras de títulos, no solamente representativos de deuda, sino también de propiedad (acciones), emitidas por las sociedades anónimas. Además de distribuir esos títulos, las instituciones financieras, actúan también como consultores de las empresas emisoras, garantizando frecuentemente las emisiones, en su calidad de suscriptores, a través de su participación en el contrato de *underwriting*¹.

¹ Alegría Héctor: Los Bancos y las Sociedades Agentes de Bolsa. Revista de Derecho de la Actividad Financiera. Buenos Aires 1997.

Como resultado de la distribución, existente una oferta de diversos títulos en el mercado, propiciando, para las instituciones financieras, negocios de intermediación de valores mobiliarios en el Mercado de Valores y de administración financiera, generando las siguientes innovaciones en dicho mercado:

1.- La Intermediación directa propia del mercado de valores está aumentando significativamente en relación a la indirecta, correspondiente al Sistema Financiero.

La tendencia creciente de las instituciones financieras es actuar cada vez más como distribuidores de títulos emitidos por las empresas, las que antiguamente se financiaban a través de préstamos. Al respecto, las normas de adecuación de capital contenidas en el Concordato de Basilea de 1982 – que establece los grandes principios sobre supervisión bancaria a nivel mundial – motivan que las instituciones financieras se orienten crecientemente a la intermediación directa y ya no a la indirecta, intentando reducir el nivel de irrecuperabilidad de los créditos otorgados, considerando la aparición de fenómenos financieros y contratos bancarios modernos como el factoring, forfaiting, fideicomiso, titulización de activos, entre otros.

2.- La importancia de los inversionistas institucionales.

Los inversionistas institucionales que ven crecer en forma nítida sus activos financieros y empresariales, innovan constantemente sus estrategias de aplicación y de diversificación en términos geográficos, fuera de sus países de origen. De esta manera, se han incrementado los Fondos de Pensiones Privados y las operaciones de financiamiento estructurado como la Titulización de Activos, especialmente en el ámbito inmobiliario, posibilitando un importante canalización de recursos institucionales para el crecimiento económico, de promoción de la actividad empresarial del Sector Privado². Se requiere una prudente actividad reguladora del Estado, en la protección y control de dinero del público depositante y aportante.

3.- La internacionalización de las instituciones financieras.

Es una característica actual de los Mercados Financieros, la presencia global de los Bancos y en especial de los vinculados al aliento de las inversiones y privatizaciones en diferentes mercados y países, generando que las oportuni-

² Villegas, Carlos Gilberto: Operaciones Bancarias. Buenos Aires 1998. Editorial Rubinzal.

dades de inversión sean transparentes y asimilables por parte de las empresas clasificadoras de riesgo y que las compañías puedan tener acceso a soluciones más flexibles y creativas. En esta proyección internacional, se verifica el aumento de las emisiones de Eurobonos, de las emisiones de ADRS y las operaciones de compra y venta de empresas, así como la asesoría financiera en los procesos de privatización, revelando que las principales protagonistas en dichas tarea, son los Bancos de inversión.

4.- Las reformas estructurales de América Latina.

Dichas reformas han ampliado de forma considerable las oportunidades de inversión propiciando la aparición de nuevos mercados para los inversionistas internacionales. El importante papel del Sistema Financiero en la privatización debe ser destacado, ya que abrió las oportunidades para los inversionistas, inaugurando un nuevo campo para la colocación de instrumentos financieros en los mercados internacionales, como la negociación de acciones representativas de empresas que participaron en la privatización de servicios públicos o que son líderes en sus respectivos segmentos de actividad (ADRS de Telefónica, Banco Wiese, Graña y Montero, entre otros).

5.- La Legislación actual es más estimulante o no discriminatoria para los inversionistas extranjeros.

La legislación comparada y también el ordenamiento jurídico peruano reconocen un tratamiento igualitario y estimulante entre inversionistas nacionales y extranjeros, lo que propicia la participación de éstos en mercados emergentes como el nuestro. Sin embargo, se recomienda establecer normas constitucionales que consagren la necesaria reciprocidad que debe recibir el inversionista nacional en el país de origen del inversionista que quiere efectuar inversiones en el Perú.

6.- Mayor libertad cambiaria.

Los países de América Latina se dirigen hacia la eliminación total o gradual de las restricciones en materia cambiaria. De tal forma, el tratamiento del régimen cambiario se desarrolla dentro de un régimen normativo libre, favoreciendo a las empresas que pretenden emitir títulos o invertir en otros países, así como a los inversionistas. Sin embargo, con fines de asegurar la estabilidad financiera se deben mantener períodos mínimos de permanencia de la inversión extranjera indirecta, a través de depósitos bancarios.

7.- Las comunicaciones.

Los sistemas integrados de información en tiempo real, la informatización, las telecomunicaciones y el desarrollo del comercio electrónico han acercado mucho más a los mercados y han ampliado las alternativas operativas.

8.- Un mayor nivel de liquidez.

En el actual Mercado de Capitales se evidencia a los Derivados Financieros, caracterizados por la difusión de los contratos y mercados especializados de opciones, futuros y de otras modalidades de inversión. Estos mercados además de ser fuentes de ingeniería financiera y rentabilidad, han creado nuevos productos que se aproximan a las nuevas condiciones de los mercados nacionales e internacionales atrayendo a nuevos inversionistas. De esta manera, se crean mecanismos de hedging o cobertura de riesgos en el mercado internacional de materias primas, operaciones de canje o swap de divisas y tasas de interés, etc., que se utilizan cada vez más en el mundo empresarial, debido a su innegable utilidad.

De otro lado, la inserción de América Latina en el mercado mundial de valores mobiliarios es irreversible e inequívocamente constituye uno de los motivos más importantes para explicar el reciente comportamiento de los flujos de capital, en la medida en que se consolide esa apertura, a pesar de las limitaciones derivadas de las recientes crisis financieras y políticas internacionales.

El acceso de las empresas a los mercados internacionales de deuda, o de acciones, motiva la adecuación de la estructura de intermediación financiera de los países a una más eficiente y competitiva.

Dentro de este contexto de internacionalización, en los diversos países latinoamericanos, los diferentes intermediarios, inversionistas, empresas y autoridades financieras están optimizando su actividad, la reorientan y establecen cambios en sus organizaciones, para establecer los mecanismos atractivos que fomenten la participación del inversionista nacional y extranjero.

Se ha producido una buena evolución en el nivel de inversiones – especialmente entre los años 1990 y 1997 – pero se deben establecer en las normas generales y especiales de promoción de la inversión privada, los marcos legales que obliguen a fijar compromisos destinados al incremento del empleo y de la inversión anual por parte de las empresas que resultan adjudicatarias en los

proceso de privatización, a fin de que éste no solamente sea una fuente de generación de recursos sino también fuente de reforma social y redistributiva del ingreso.

Sin embargo, se han superado una serie de barreras que limitaban el desarrollo de la inversión extranjera bajo el imperio de normas legales y criterios macroeconómicos como la Decisión 24 del Acuerdo de Cartagena, que limitaban seriamente el tratamiento de la inversión extranjera, el modelo económico de sustitución de importaciones, el desarrollo de una economía hacia adentro, coordinadas que han sido finalmente superadas por la apertura y "globalización" económica.

En términos generales, tenemos una dirección cierta e interesante en el ámbito normativo regional frente a la regulación de las inversionistas (normas de rango constitucional, Dec. Leg. 662, Dec. Leg. 757), pero aún falta mucho por hacer y debemos buscar obstinadamente la mejora constante en orientar una porción significativa de los recursos obtenidos al combate contra la extrema pobreza que no se reduce al tema de la infraestructura y construcción de carreteras, por más importantes que resulten.

Adicionalmente, debe tenerse en cuenta que las expectativas de cambio político y la crisis derivada de los penosos sucesos acaecidos en Estados Unidos, pueden determinar un incremento de los flujos de inversión hacia América Latina y en particular, del Perú, en forma progresiva.

Sin embargo, se requiere establecer una política financiera clara, el pleno restablecimiento de la institucionalidad democrática, lo que deberá acompañarse de un conjunto de acciones debidamente planificadas en el aspecto económico, político y social.

De otro lado, a nivel de recursos para préstamos o la colocación de instrumentos de deuda privada en el extranjero, sentimos una dependencia muy fuerte en las tasas de interés que hoy día son francamente favorables a los países de América Latina, por las sanas y siempre oportunas políticas que adopta permanentemente la Junta de Reserva Federal de los Estados Unidos. El tratamiento de las tasas de interés en nuestro país a través de los instrumentos de política monetaria, constituye un factor coadyuvante del crecimiento económico que sin duda alguna podría propiciar un clima favorable a la reactivación económica y mejorar de manera constante la estabilidad financiera empresarial, que es un presupuesto necesario e insoslayable para alentar la participa-

ción de los Bancos en la emisión y colocación de los valores mobiliarios en el mercado nacional e internacional.

A nivel del mercado de accionistas esperar un incremento de los precios relativos de los correspondientes a empresas peruanas. De esta manera un flujo sustancial de recursos adicionales va a depender básicamente del desempeño de la economía peruana, sea a nivel del éxito de la estabilidad financiera y la reactivación de la economía que permitirá a más empresas nacionales y extranjeras operar con una ganancia razonable.

En atención a lo expuesto, queremos incidir en algunos aspectos especialmente relevantes:

A.- EL NIVEL DE CONCENTRACION:

De nuestro mercado de acciones aún es muy grande. Han aparecido nuevos actores, pero no vemos grandes cambios en relación al pasado. Es conveniente precisar que los mercados concentrados, con pocos inversionistas de peso actuando de un lado y con una fuente concentración en acciones de alta liquidez de otro, no ofrecen las condiciones necesarias para un mercado saludable que pueda atraer capitales más estables. La llegada de inversionistas extranjeros y su expansión, con la creciente concentración en acciones de alta liquidez, no ofrece las condiciones necesarias para un mercado saludable que pueda atraer capitales más estables. La llegada de inversionistas extranjeros y una expansión de la base de inversionistas institucionales, con la creciente creación de nuevos fondos de pensiones tienden a desconcentrar la participación de los inversiones.

Por parte de las empresas, la valorización del producto acción sería fundamental para que cada vez más empresas recurran al mercado, desconcentrándolo. Con el objetivo de ofrecer a los inversionistas más alternativas de aplicación, sería fundamental continuar el proceso de privatización privilegiando la modalidad de entrega en concesión, en las actividades y bienes estrictamente indispensables, debiendo evaluarse su carácter rentable y estratégico.

Es pertinente reiterar que la estabilidad financiera es imprescindible, atendiendo al efecto nocivo que las altas tasas de inflación tienen sobre el mercado accionario.

Las acciones son mucho más atractivas con una inflación reducida, y ello permite una adecuada estructura de portafolios de activos financieros. Ocurriría una desconcentración natural como resultado de un mayor nivel de oferta de emisiones por las empresas y del desarrollo de la actividad de los inversionistas.

B.- ES NECESARIO FORTALECER LA COMISIÓN NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES (CONASEV):

La CONASEV ejerce un importante poder regulatorio y de fiscalización del mercado bursátil. La presencia del capital extranjero continuará solamente si las operaciones de mercado siguen siendo transparentes. El mecanismo de formación de precios debe ser intachable y fiscalizado permanentemente. La autorregulación de los Mercados de Valores tiene sus limitaciones, puesto que existen conflictos de interés que pueden llegar a ser insuperables.

Igualmente, es necesario reforzar los adecuados niveles de regulación que establece la legislación bursátil, máxime ante la volatilidad de los mercados internacionales.

C.- CÓDIGOS DE ÉTICA Y PATRONES DE CONDUCTA PROFESIONAL

En cuanto a la autorregulación, que tiene un carácter complementario a la labor que cumple la CONASEV, sería interesante crear **CÓDIGOS DE ÉTICA Y PATRONES DE CONDUCTA PROFESIONAL** de todos aquellos tienen como responsabilidad la gestión de los recursos de terceros: bancos, fondos de pensión, aseguradoras, etc., que tratan con información confidencial y no pueden utilizarse en su propio beneficio, a pesar que dichas conductas ilícitas tienen un tratamiento típico en el Código Penal.

Adicionalmente, esta iniciativa llevaría la restricción del uso del “poder de mercado” de los grandes inversionistas que aprovechan de su carácter de conglomerados empresariales para beneficiar a sus administradores o a sus propias carteras, a través de la formación artificial de precios o liquidez.

Esta propuesta involucraría a los administradores de las sociedades anónimas abiertas, que no son más que gestores de los recursos de terceros, aunque éstas mismas tengan control definido.

D.- ACCIONES SIN DERECHO A VOTO:

Un avance importante contenido en nuestra nueva Ley General de Sociedades, es el reconocimiento normativo de las acciones sin derecho a voto, situación que resulta avanzada.

La tendencia es que los propios agentes del mercado usen de forma creciente las acciones con derecho a voto, no obstante, sin que la ley o las autoridades lleguen a obligar a las que están en el mercado a conceder ese mismo derecho. En algunos países, en los procesos de privatización, se involucran "holdings" y existe una orientación al uso de acciones preferenciales, lo que es rechazado por los inversionistas – predominantemente fondos de pensiones y bancos – en su mayor parte del capital abierto, revelando que es lo que el mercado desea. Las fuerzas del mercado deberán determinar exactamente cómo ese proceso ocurrirá.

E.- ESPECIALIZACION DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS DEL PERU:

Las instituciones financieras peruanas adoptaron el modelo de banca múltiple introducido por nuestra legislación desde 1991 (Deg. Leg. 637) y acoge normativamente una situación de amplitud operativa que ya se había practicado progresivamente en la realidad.

Para atender de manera adecuada a las empresas, por tanto, tales bancos deben mantener en enfoque en la diferenciación del contenido de las actividades de los mismos, que además de capital, requieren profesionales especializados, una actuación dinámica, creativa y un proceso de toma de decisiones veloz, con el objetivo, por un lado, de atender a las necesidades de las empresas clientes, y, por otro lado, de competir con las firmas intermediarias extranjeras, que son altamente especializadas y competentes.

Si las instituciones financieras no le hacen frente a este desafío, no estarían en condiciones de competitividad internacional y esto, desde nuestra óptica, sería perjudicial a largo plazo para las empresas y para los

inversionistas que perderían interlocutores más conocedores de la realidad y de las peculiaridades del ambiente local.

En el contexto de la necesidad de un enfoque y de la especialización en la actividad de la banca de inversiones, las instituciones deberán, en un futuro cercano, enfocar su atención en los siguientes aspectos.

- La necesidad de crear títulos de la deuda verdaderamente a largo plazo, con intereses fijos o flotantes para sustituir o agregar a las obligaciones renegociables, que no son más que títulos a corto/mediano plazo con opción de renovación mutua (opciones de compra y venta de títulos financieros, "call" y "put" recíprocas), pero que, para la mayor parte de las empresas, constituyen instrumentos inadecuados a sus necesidades.
- Desarrollar el mercado de "comercial papers" (papeles comerciales), instrumentos ya reglamentados pero que aún carecen de cierto perfeccionamiento en las normas. Este instrumento podría constituir una alternativa de financiación de corto plazo, capaz de brindar a las empresas una reducción en el costo de financiamiento de capital de giro.
- Suministro de servicios de reestructuración empresarial para concretar alternativas societarias – nivel de mercado – capaces de nacer que determinadas empresas se vuelvan más competitivas y viables, reestructurando sus pasivos, la enajenación de activos, compra y venta de empresas, fusiones, escisiones e incorporaciones y la concepción de títulos que se moldeen a las necesidades reales de las empresas³;
- Asumir un rol más trascendente en la asunción de funciones y operaciones que cumplía la Banca de Fomento hasta 1990 y que no ha encontrado un sustituto o alternativa funcional, que permita cierta asistencia promocional en materia financiera.
- El desarrollo eventual del proceso de privatizaciones, después de la enajenación parcial o total de activos y acciones existentes, privatizará servicios. En este sentido las instituciones financieras deberán utilizar toda la creatividad para concebir nuevas formas de concretar la adquisición de estos emprendimientos por parte del Sector Privado, que debe acceder al Mercado de Capitales, a través de la reunión de ahorros dispersos.

³ Rodríguez Azuero. Contratos Bancarios, Bogotá 1999

- Tomar una posición como – interlocutor siempre presente y con una postura de colaboración entre los Poderes Ejecutivo y Legislativo, para consolidar el Sistema Privado de Pensiones, esencial desde el punto de vista económico y social.

Adicionalmente, es fundamental para el sector empresarial, considerando la capacidad de acumular ahorros a largo plazo, desarrollar productos o derivados financieros que, integren las transacciones efectuadas en diversos mercados, como las operaciones bursátiles al contado y a futuros. En el Perú y el extranjero, se deben generar nuevos títulos, que satisfagan las necesidades específicas de las empresas, en términos de cambio de intereses fijos por intereses variables y de monedas, así como limitar riesgos de diferentes naturaleza y ser cada vez más creativos al concebir formas colectivas de inversiones, con miras a aumentar el volumen de recursos administrativos; y esto, capacitarse cada vez más para adquirir títulos de la deuda y propiedad emitidos por las empresas privadas nacionales y extranjeras.

Para concluir, las instituciones financieras a través de empresas subsidiarias que se desempeñan como Sociedades Agentes de Bolsa deben asegurar su indudable eficiencia en el Mercado de Valores, ofreciendo soluciones más adecuadas a empresas e inversionistas, con miras a aumentar la adecuada asignación de recurso financieros.