

LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES Y SUS CAMBIOS FRENTE A LA ACTUAL CRISIS FINANCIERA

Marco Zaldívar Chauca*
Miembro de la Comisión de Contenido de THEMIS

Talía Díaz Rodríguez**
Miembro de la Comisión de Contenido de THEMIS

La actual crisis financiera mantiene en vigilia a los mercados de la mayoría de Estados en el mundo, incluyendo a los más poderosos. Afortunadamente, el nuestro no se ha visto afectado tan gravemente por ésta. En dicho contexto, en nuestro ordenamiento se ha dado una serie de reformas; el cambio de denominación de CONASEV a Superintendencia del Mercado de Valores es uno de los más llamativos.

El presente artículo busca explicar en qué consiste la regulación del Mercado de Valores y los cambios que ella ha sufrido este último año. Además de preguntarse por su solidez, teniendo en cuenta la actual crisis económica.

* Alumno de octavo ciclo de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

** Alumna de décimo ciclo de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

I. EL MERCADO DE VALORES

A. Situación actual del Mercado de Valores peruano

Para poder estudiar este sector es indispensable empezar por definir las normas que lo regulan. En ese sentido, corresponde traer a colación el Decreto Ley 26126, Ley Orgánica de la Superintendencia de Mercado de Valores y el Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores. Ambas normas han sufrido recientes modificaciones. La primera cambiando la denominación de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores a Superintendencia del Mercado de Valores, por medio de la Ley 29782. En el segundo caso, se promulgó la Ley 29720, Ley que promueve las emisiones de valores mobiliarios y fortalece el mercado de capitales, introduciendo una serie de cambios en la Ley del Mercado de Valores que serán tratados más adelante.

Dicho esto, podemos pasar a presentar escuetamente la evolución cronológica de la regulación del mercado de valores en Perú. En ese sentido, es posible afirmar que todo comenzó con la que puede ser considerada la primera Ley del Mercado de Valores, promulgada a principios del primer gobierno de Alberto Fujimori Fujimori. Se trata del Decreto Legislativo 755 por medio del cual se establecieron los cimientos del Mercado de Valores nacional como hoy lo conocemos. De acuerdo con la introducción de la citada norma, dentro de sus objetivos estuvieron el impulsar el desarrollo del mercado de valores, estableciendo los cauces para una adecuada protección de los inversionistas minoritarios y la consiguiente difusión del accionariado de las empresas. Todo esto enmarcado en el intento por modernizar el estado y abrir nuestra economía. Es relevante recalcar que éste es el momento en que nacen las AFPs, principales demandantes de títulos en nuestro país.

Años después se presenta un nuevo paquete de normas siguiendo el mismo fin que las anteriores pero intentando cubrir las falencias que había. En concreto, se trata del Decreto Legislativo 861, de octubre de 1996.

Este último deroga el Decreto Legislativo 755. El Decreto Legislativo 861 es vigente hasta el momento y ha sido modificado y complementado por diversas normas, entre las cuales se cuenta el Decreto Supremo 93-2002, que recoge su texto único ordenado.

Las recientes modificaciones se dan en este contexto y complementan las normas ya existentes, al mismo tiempo que realizan ciertas modificaciones que serán tratadas en la siguiente sección.

En general podemos decir que en el Perú, la supervisión del marco regulatorio del sistema financiero ha sido encargada a dos organismos supervisores, a saber, la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS) y a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)¹. Ahora, según la Ley Orgánica de la SMV, ésta tiene como finalidad regular y supervisar el cumplimiento de la legislación del mercado de valores, así como del mercado de productos y sistema de fondos colectivos.

En el portal de la SMV se hace una presentación del mercado de valores en la que se plantea lo siguiente: “el mercado de valores es uno de los canalizadores de recursos financieros más importante de la economía puesto que facilita el proceso de Financiamiento-Inversión, el cual sirve de enlace directo entre las empresas productivas denominadas “emisores”, con necesidad de financiamiento para sus planes de inversión, y los “inversionistas” ,con deseos de obtener una rentabilidad atractiva por su inversión”².

Se trata -no cabe duda alguna- de una máxima simplificación pero que para efectos de este artículo basta para tener una idea general del tema que se está tratando.

Cabe señalar que el Decreto Legislativo 861 concede a la SMV la prerrogativa de regular e interpretar su contenido. Es así que la SMV es también un emisor de normas, evidentemente de menor jerarquía. Entre ellas se cuentan, por ejemplo, manuales, reglamentos, directivas y otros.

¹ “Normas legales del Mercado de Valores, Mercado de Productos y Sistema de Fondos Colectivos”. En: Portal Oficial de la Superintendencia del Mercado de Valores. Consultada el 03.10.2011 (http://www.smv.gob.pe/sil2/sil_menu.asp).

² *Ibidem*.

Una vez hecha esta breve introducción al tema, es posible proceder a presentar propiamente la situación actual del mercado de valores. La SMV busca contribuir a la difusión de las estadísticas del mercado de valores para así hacer que éste funcione de una forma más eficiente y transparente. Con ese objetivo se publica, entre otros, el “Reporte Mensual del Mercado de Valores”³. Nos basamos en este reporte para describir la situación actual de nuestro mercado de valores.

Todos sabemos que actualmente nuestra economía no presenta los índices de crecimiento de años anteriores. Esto debido a diversos factores como fueron las crisis política y económica que se observaron en el último par de años y que continúan en el actual. Cabe recordar que las clasificadoras de riesgo han reducido la calificación de la economía más fuerte del mundo y que recientemente hicieron lo mismo con algunos países de la unión europea, es el caso de Grecia, Italia y España. Limitándonos a una vista regional, se presentaron niveles de pérdida no vistos desde la crisis de 2008. La bolsa de Buenos Aires –que sufrió la mayor pérdida– cerró con una baja de 10.7%, según el mencionado informe mensual publicado por la SMV. Ya en un punto más cercano, las especulaciones producto del triunfo de Ollanta Humala en las últimas elecciones, en opinión de algunos, han contribuido a que se disminuya el ritmo de crecimiento que veníamos experimentando. Cierto es que esto comenzó en años anteriores, pero la causa resulta intrascendente en este momento, pues no analizaremos dicho aspecto.

En concreto, lo que podemos decir es que en los primeros ocho meses del año 2011,

el sector privado obtuvo un financiamiento en el mercado de valores por US\$ 887 700 000 –correspondientes a cincuenta y nueve colocaciones– siendo este monto menor en 0.6% al reportado en el mismo período del año anterior⁴. Es el caso que los fondos mutuos toman un papel predominante en este mercado, pues son los mayores demandantes de títulos colocados, después de las AFPs.

También es pertinente señalar que, según publicaciones del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), la producción nacional acumuló un crecimiento de 8.5% en el período entre julio de 2010 y junio de 2011.

B. La Regulación del Mercado de Valores

Como ya hemos mencionado, con el transcurso del tiempo, nuestro Mercado de Valores ha ido evolucionando, creciendo y se ha ido sofisticando. Es por ello que resulta inevitable, que en el día a día escuchemos noticias o comentarios sobre su desenvolvimiento, no sólo a nivel local, sino regional y mundial. Y no sólo no dejamos de escuchar sobre sus alzas y bajas, sino que, además, es imposible no unirse a las alegrías o preocupaciones colectivas cuando éstas se presentan –aunque verdaderamente no sepamos de qué tratan o en qué nos afecten– ya que actuamos bajo la premisa de que indirectamente nos va a afectar (aunque no sepamos exactamente cómo). Y es que sucede que en la actualidad el Mercado de Valores, está íntimamente relacionado con el desarrollo de las economías y de los Mercados Bancarios, esto debido al fenómeno de la “bancarización del sistema financiero”⁵, por lo que se vuelve mucho más probable que terceros, aparentemente ajenos a estos mercados, se vean afectados, como

³ “Reporte Mensual del Mercado de Valores 2011”. En: Portal Oficial de la Superintendencia del Mercado de Valores. Consultada el 02.10.2011 (<http://www.smv.gov.pe/Estadistica/Reporte.asp?txtAnio>).

⁴ *Ibid.* p. 1.

⁵ Este término se utiliza en España para hablar del proceso por el cual en los últimos veinte años, la participación de las entidades de crédito se expandió del sector bancario a los sectores del Mercado de Valores y de Seguros. Algunos relacionan esta expansión con la reforma de las bolsas que se dio en 1989. ÁLVAREZ-MANZANEDA, en su nota de pie número 97 menciona algunos como SÁNCHEZ ANDRÉS, A. “A modo de prontuario sobre una reforma polémica: La Ley 24/88 Ley Mercado de valores”. Número 192. 1989. p. 264; ID. “La nueva legislación del mercado de valores (Fundamentos económicos y jurídicos para la regulación de la materia)”, en AA.VV., (Coord. SÁNCHEZ CALERO, F.) *Perspectivas actuales del derecho mercantil*. Pamplona: Editora Aranzadi. 1995. pp. 110 y 111; VERDERA Y TUELLS, E. “Las actividades para bancarias, innovación y desintermediación en el sistema financiero”. *Op. cit.* p. 147; ORTEGA, R. “Los intermediarios bursátiles. Situación actual y problemas futuros”. P.E.E. número 54. 1993. pp. 197 y 211; BERGES, A. SORIA, P. “Comportamiento bursátil de la banca”. Madrid: Cívitas. 1992. p. 24. (ÁLVAREZ-MANZANEDA, Carmen Rojo. “Efectos jurídicos de los avances tecnológicos en la defunción de las entidades de crédito”. En: *Revista de Contratación Electrónica* 57. Madrid. 2005).

No obstante, consideramos que este fenómeno no sólo se ha desarrollado en España, sino a nivel mundial, a lo largo de los últimos años, como se ha evidenciado por la última crisis financiera mundial.

aprendimos a consecuencia de la última crisis mundial.

Es por esto que los Mercados de Valores son organizados, regulados y supervisados porque son mercados altamente especializados y sofisticados, donde participan innumerable cantidad de actores y que poseen una alta probabilidad de afectar la economía, entre otras cosas.

1. Definición

Para definir al Mercado de Valores es necesario tratar primero el tema del Mercado Financiero, del cual éste forma parte. El Mercado Financiero es el “conjunto de canales de interrelación entre oferta y demanda de fondos. [Donde] se hacen intercambios de dinero hoy por una promesa de dinero futuro, denominados también activos financieros⁶”. Por él, los sujetos que intervienen asignan los recursos económicos con forme a sus necesidades e intereses. Éste está formado por tres sectores: (i) el Mercado Bancario, (ii) el Mercado de Valores y (iii) el Mercado de Seguros. Estos tres segmentos se encuentran interrelacionados, aunque de manera asimétrica. Este fenómeno se produce porque los sujetos del primer mercado (los bancos y las entidades de crédito) participan directa e indirectamente en todos los sectores, mientras que los sujetos de los otros dos, no pueden actuar por sí mismos en un mercado distinto al suyo⁷. Es importante recordar esto ya que las regulaciones que se dan en estos sectores deben mantener pautas en común para responder a esta interrelación y pertenencia al mismo gran mercado.

Ahora, propiamente, el Mercado de Valores se puede definir como: “un mercado especializado que forma parte del de capitales, en el cual se realizan operaciones de carácter monetario o financiero, expresados en valores mobiliarios, emitidos por personas naturales y jurídicas públicas o privadas con el fin de captar el ahorro de

los inversionistas y público en general⁸. Y es que Montoya Manfredi, considera que este mercado se encuentra, además, relacionado con los Mercados de Capitales, Financieros y Monetarios, de los cuales se debe diferenciar; trabajo que considera difícil de realizar a consecuencia de la amplitud terminológica⁹. Para este autor, el Mercado Financiero sería el concepto más amplio que incluiría a los Mercados de Capitales (a corto plazo) y Monetarios (a largo plazo)¹⁰.

Como ya mencionamos, este Mercado se encuentra regulado y la labor recae, obviamente, en el Derecho del Mercado de Valores. En nuestro ordenamiento, la norma que lo rige es el Decreto Supremo 093-2002-EF, Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores; y lo hace junto con una serie de normas reglamentarias y normas que regulan a los distintos actores de este Derecho (tal es el caso de los fondos de inversión por ejemplo) salvo algunos tales como la Superintendencia del Mercado de Valores que se regula principalmente por su Ley Orgánica.

Este Derecho tiene como funciones: “(i) facilitar la transferencia de recursos entre agentes económicos, (ii) permitir optimizar los escasos recursos económicos disponibles al canalizarlo a las inversiones más rentables y, (iii) crea un nivel adecuado de liquidez a través del desarrollo de mercados secundarios¹¹”.

En el artículo 1 de la Ley del Mercado de Valores se señala que la finalidad de esta es “(...) promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista (...)”.

Además el Mercado de Valores, a través de esta norma regula:

- a) las Ofertas Públicas de valores mobiliarios y sus emisores,
- b) los Agentes de Intermediación,

⁶ MONTOYA MANFREDI, Ulises. “Derecho Comercial: Títulos Valores. Mercado de Valores”. Décimo primera edición. Tomo II. Lima: Grijley. 2004. p.440.

⁷ Ver: TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. “Derecho del mercado de valores”. Barcelona: Bosch. 2000. pp. 19 y 20

⁸ MONTOYA MANFREDI, Ulises. Op. cit.

⁹ *Ibid.* p. 439.

¹⁰ *Ibid.* p. 440.

¹¹ MONTOYA MANFREDI, Ulises. Op. cit. p. 441.

- c) las Bolsas de Valores,
- d) las Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores,
- e) las Sociedades Titulizadoras,
- f) los Fondos Mutuos de Inversión en valores y sus sociedades administradoras,
- g) los Fondos de Inversión y sus sociedades administradoras¹²,
- h) los demás participantes en el mercado de valores y,
- i) el organismo encargado de la supervisión y control.

2. Estructura del Mercado de Valores

El Mercado de Valores se puede clasificar de acuerdo con el tipo de colocación en:

- a) **El mercado primario.**- En el cual se negocian los valores emitidos por primera vez. En estos se da “la interrelación de al menos, cuatro elementos: oferentes (referido al emisor), demandantes (genéricamente el público en general o inversionistas institucionales), objetos del comercio (los valores mobiliarios) y medios de pago”¹³. Estos elementos se expresan en operaciones como las ofertas públicas primarias.
- b) **El mercado secundario.**- Este “comprende la negociación posterior de los títulos. O sea, el intercambio de valores previamente emitidos y colocados (...). Son estos mercados los que permiten resolver la aparente contradicción entre los intereses de las empresas (de obtener recursos a largo plazo) y los de los inversionistas (de tener la facultad de recuperar rápidamente lo invertido)”¹⁴. Se ve ejemplificado en operaciones efectuadas en la Rueda de Bolsa.

Y estaría conformado, a grandes rasgos, por:

- a) **El Organismo de supervisión y control: La Superintendencia del Mercado de Valores.**- Por el artículo 7 de la Ley del Mercado de Valores, se atribuye competencia a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV,

para ser supervisor y garante de la mencionada Ley, así como la facultad de interpretar administrativamente los alcances de esta norma, dejando abierta la posibilidad de auto regularse. Por la Ley de Fortalecimiento de la Supervisión del Mercado de Valores, Ley 29782 se cambia la denominación de esta institución a Superintendencia del Mercado de Valores. Adicionalmente se realizan ciertas variantes a la regulación que serán tratadas más adelante.

- b) **Los Mecanismos Centralizados de negociación: la rueda de bolsa y, su plaza, la Bolsa de Valores.**- El artículo 130 de la Ley del Mercado de Valores contempla la existencia de las bolsas de valores (las que son reguladas en el Título VI de dicha norma). Este artículo indica: “Las Bolsas son personas jurídicas de especiales características que pueden adoptar la estructura legal de las asociaciones civiles o de las sociedades anónimas. Tienen por finalidad facilitar la negociación de valores inscritos, proveyendo los servicios, sistemas y mecanismos adecuados para la intermediación de manera justa, competitiva, ordenada, continua y transparente de valores de oferta pública, instrumentos derivados e instrumentos que no sean objeto de emisión masiva que se negocien en mecanismos centralizados de negociación distintos a la rueda de bolsa que operen bajo la conducción de la bolsa”.

Las bolsas de valores tienen la facultad de auto regularse, siempre dentro de los límites de la regulación pública de la SMV. Deben cumplir con una serie de requisitos y obligaciones como: tener un capital mínimo de cuatro millones de soles, íntegramente aportado y pagado, que debe ser actualizado anualmente en función del índice de precios al por mayor; no tener accionistas con más de un 10% de participación. En el Perú, sólo funciona una bolsa de valores, la Bolsa de Valores de Lima (BVL). Ésta es una sociedad anónima que se encarga de: “(i) proporcionar a los participantes del mercado los

¹² Es importante destacar que los fondos de inversión no se regulan directamente por esta norma, sino por una norma específica que a su vez los refiere a la Ley del Mercado de Valores.

¹³ SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo. “El mercado de valores en el Perú”. Lima: Cultural Cuzco. 2002. pp. 4 y 5.

¹⁴ MONTOYA MANFREDI, Ulises. Op. cit. p.443.

locales, sistemas y mecanismos que les permitan, en sus diarias negociaciones, disponer de información transparente de las propuestas de compra y venta de los valores, la imparcial ejecución de las órdenes respectivas y la liquidación eficiente de sus operaciones; (ii) fomentar las negociaciones de valores, realizando las actividades y brindando los servicios para ello, de manera de procurar el desarrollo creciente del mercado; (iii) inscribir, con arreglo a las disposiciones legales y reglamentarias, valores para su negociación en Bolsa, y registrarlos; (iv) ofrecer información al público sobre los Agentes de Intermediación y las operaciones bursátiles; y, (v) divulgar y mantener a disposición del público información sobre la cotización de los valores, así como de la marcha económica y los eventos trascendentes de los emisores”¹⁵.

La rueda de bolsa es un mecanismo por el cual las sociedades agentes (agentes de intermediación) realizan transacciones con valores inscritos e instrumentos derivados aprobados previamente por la SMV.

La rueda de bolsa no es el único mecanismo centralizado previsto por la norma y de igual manera se permite que los valores inscritos en rueda puedan ser negociados fuera de ésta (negociación extrabursátil). Para esto último se necesita la participación de una sociedad agente que certifique la transacción y su liquidación oportuna.

- c) **Las instituciones de compensación y liquidación de valores:** De acuerdo con el artículo 223, éstas “son sociedades anónimas que tienen por objeto principal el registro, custodia, compensación y liquidación de valores e instrumentos derivados autorizados por Conasev; así como instrumentos de emisión no masiva y productos, entendidos estos últimos de acuerdo con la Ley 26361, Ley sobre Bolsa de Productos.”.

De acuerdo con el artículo 227 de la Ley del Mercado de Valores, las funciones

de las instituciones de compensación y liquidación de valores son:

- “Llevar el registro a que se refieren los Artículos 212 y 219;
- Registrar valores no inscritos en bolsa;
- Efectuar la transferencia, compensación y liquidación de valores que se deriven de la negociación de éstos en las bolsas o, en su caso, en mecanismos centralizados que operen fuera de éstas, así como la correspondiente compensación y liquidación de efectivo;
- Expedir certificaciones de los actos que realicen en el ejercicio de sus funciones, sólo a solicitud de una de las partes intervinientes o por mandato judicial;
- Administrar el fondo de liquidación;
- Velar porque la información de sus registros sea consistente con la que mantengan los participantes, las bolsas u otras entidades encargadas de mecanismos centralizados y los emisores;
- Velar porque los participantes cumplan con las normas relativas a la compensación y liquidación y las establecidas en sus reglamentos internos;
- Proporcionar a los emisores la información concerniente a las transferencias de los valores; e,
- Administrar los márgenes asociados a las operaciones que se liquiden en ellas.

Asimismo, están autorizadas para actuar como contraparte en todas las operaciones de compra y venta de valores en las que participe, de acuerdo a las disposiciones de carácter general que dicte CONASEV”.

En nuestro país esta labor recae sobre la Caja de Valores de Lima -CAVALI.

- d) **Los agentes de intermediación: las SAB y las SIV.-** De acuerdo con la Ley del Mercado de Valores, artículo 167, se dedican a la intermediación de valores en el mercado. En esta misma línea, el artículo 6 de la citada norma define intermediación a “la

¹⁵ De acuerdo al Estatuto de la BVL. En línea: http://www.bvl.com.pe/acerca_funciones.html.

realización habitual, por cuenta ajena, de operaciones de compra, venta, colocación, distribución, corretaje, comisión o negociación de valores. Asimismo, se considera intermediación las adquisiciones de valores que se efectúen por cuenta propia de manera habitual con el fin de colocarlos ulteriormente en el público y percibir un diferencial en el precio”.

Son agentes de intermediación las Sociedades Agentes de Bolsa y las Sociedades Intermediarias de Valores. Como se mencionó anteriormente, ambos sujetos se dedican a realizar la intermediación de los valores, sólo que los primeros lo hacen con respecto a los inscritos en bolsa, mientras que los segundos se dedican fundamentalmente a la intermediación de los valores no inscritos (artículos 185 y 204 de la Ley del Mercado de Valores). Estas sociedades se encuentran reguladas en la misma norma y por un reglamento específico y poseen normas de conducta para evitar perjudicar al mercado con su actuación.

3. La Regulación del Mercado de Valores

Como ya hemos visto, en el Mercado de Valores participa una gran cantidad de sujetos en diferentes roles, cada uno con su propia regulación y normativa, y estos realizan una serie de actividades bursátiles o no, primarias o secundarias, que también poseen sus propias especificaciones. En este contexto es válido preguntarse, ¿por qué es necesaria tanta regulación? Pregunta que pasaremos a responder brevemente, pero que ya hemos ido trabajando a lo largo del presente documento.

Y es que sucede que el Mercado de Valores es uno que busca “poner en contacto de la forma más eficientemente posible las unidades de ahorro con las unidades de gasto, es decir, asegurar el correcto funcionamiento de los flujos financieros de la economía, la función de la regulación de los mercados financieros será favorecer dichos flujos”¹⁶.

“Lo normal es que el emisor de un valor mobiliario cuente con mucha más

información que los inversores potenciales en el título respecto de la rentabilidad y el riesgo esperado del instrumento que aquel emite. Este nivel de asimetría informativa podría por sí mismo justificar algún nivel de regulación. Sin embargo, el elemento fundamental es el papel que cumple el mercado de valores en la asignación de recursos en la economía. Por su importancia central como “centro nervioso de la economía” es esencial que inversores, emisores, compradores y vendedores, cuenten con acceso a la información relevante y puedan adoptar sus decisiones de manera informada, de manera que el juicio colectivo reflejado en los precios corresponda a la mejor predicción del valor posible con base a la información disponible”¹⁷. Es por esto que esta regulación tiene por objetivos lograr: la divulgación de información oportuna (para que se pueda dar una correcta valorización de los títulos; permitiendo la adecuada distribución de los recursos); y, conseguir la integridad del mercado, lo que quiere decir prohibir las conductas que puedan afectar su libre desenvolvimiento¹⁸.

Esto se lleva a cabo mediante una regulación “marco” y una de comportamiento. Según Serra Puente-Arno, la primera está relacionada con la organización y condiciones de acceso al mercado; mientras que la segunda regula las operaciones permitidas en dicho mercado y el comportamiento, en sentido estricto, de sus participantes.

Para esto, podemos reconocer: normas que regulan la transparencia del mercado y normas que regulan la integridad de estos, de acuerdo con el artículo 12 de la Ley del Mercado de Valores.

II. RECIENTES MODIFICACIONES A LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

A. Principales aspectos de la Ley 29720

La presente norma fue publicada el 25 de junio de 2011 e introdujo una serie de cambios tanto a la Ley General de Sociedades como a la Ley del Mercado de Valores. El objeto de dichas modificaciones es promover las emisiones

¹⁶ SERRA PUENTE-ARNO, Gerardo. Op. cit. p. 8.

¹⁷ PAYET PUCCIO, José Antonio y Susan CASTILLO LOO. “Integridad y Manipulación en el Mercado de Valores”. En: Revista Derecho y Sociedad 32. 2009. p.26.

¹⁸ *Ibidem*.

de valores mobiliarios; realizar cambios en la normativa interna que nos permitan mejorar nuestra posición en el *ranking* Doing Business, en el rubro de protección al inversionista; y fomentar la transparencia en la información y operaciones del mercado.

La norma empieza por establecer una flexibilización para generar una mayor emisión de ofertas públicas primarias de valores. Es en esa línea que el artículo 1 de la ley en cuestión señala que tratándose de aumentos de capital por oferta pública primaria, se podrán emitir y transferir certificados de acciones antes de la inscripción registral correspondiente, siempre y cuando la emisión de estas acciones haya estado sujeta al pago del 100% de su valor nominal. Un punto relevante en este artículo es que se utiliza el término certificado de acciones y en realidad correspondería hablar de “certificados provisionales de acciones” ya que el aumento de capital aún no ha sido inscrito y en consecuencia lo que se está permitiendo es negociar con certificados de carácter provisional. Esto es acorde a lo establecido en el artículo 87 de la Ley General de Sociedades.

Una segunda modificación importante es la referente a la inclusión de un nuevo supuesto de responsabilidad civil que se otorga a los directores y gerentes de los emisores de acciones inscritas en las bolsas de valores por los daños y perjuicios que se puedan generar a la sociedad por las transacciones en que hubiesen participado.

Adicionalmente, la Ley 29720 modifica una gran cantidad de artículos del Decreto Legislativo 861, de los cuales sólo comentaremos algunos. El primero de ellos es el artículo 5 referente a la oferta privada. Se ha incluido como literal c) de este artículo la facultad de la hoy SMV de establecer supuestos adicionales. Esta modificación es especialmente importante porque facilita la labor de la SMV para determinar los casos en que una oferta pueda ser considerada privada. Esta modificación es concordante a una afirmación hecha por Mariella del Barco, Gerente Legal de la Bolsa de Valores de Lima, quien señala que debemos dejar un mayor margen de actuación para el organismo regulador, permitiéndole determinar, entre otras cosas, qué es oferta privada.

Otra modificación de considerable importancia se presenta en los cambios hechos a los artículos 43 y 44. El primero se refiere a la devolución de los beneficios obtenidos en casos de uso de información privilegiada relativa a las operaciones de fondos administrados por inversionistas institucionales. El segundo trata de la devolución de ganancias a corto plazo, incluyendo a los directores, gerentes y todo personal vinculado al proceso de inversión como obligados a ello. Sin embargo, se deja una excepción en el segundo párrafo del artículo otorgando una importante labor a la SMV estableciendo que mediante disposiciones de carácter general, podrá regular lo dispuesto por la norma para establecer los supuestos de excepción a la obligación de devolver ganancias. Con esto se reconoce la realidad, aceptando que no todos los casos son iguales y que se puede llegar a obtener ganancias involuntarias en cuyo caso no resulta razonable privar al sujeto del beneficio obtenido. Consideramos que es positivo el dejar libre la posibilidad de la excepción.

Dicho esto, destacamos que la intención de la norma es buena, sin embargo la redacción es no es precisa y puede prestarse a interpretaciones. Una muestra de ellos se ejemplifica en el caso de los fondos mutuos y los fondos de inversión. Al respecto, vale mencionar que las cuotas son valores mobiliarios, por lo tanto cabría preguntarse que sucedería en el caso en que un gerente de un fondo mutuo suscriba cuotas de un fondo que administra. Consideramos especialmente importante que la SMV precise los alcances de la obligación de la devolución de las ganancias de corto plazo para dejar claro, si esta persona debería devolver esas ganancias a corto plazo al fondo. Más aun, sería importante también que se precisen los alcances en el caso en que realicen operaciones con valores que componen la cartera distinguiendo el tratamiento que se daría a las operaciones realizadas con valores nacionales y extranjeros.

Una tercera variante que nos parece valiosa se da en los artículos 119 y 121 de la Ley del Mercado de Valores. En estos se trata el tema del Director de Rueda cuya figura se fortalece, detallando sus facultades y funciones. Una innovación importante se da en la creación de la figura de un suplente de este Director.

En el artículo 121 se estipula que corresponde al directorio o consejo directivo de cada bolsa designar al Director de Rueda y a su suplente. Cabe resaltar que la SMV puede oponerse a esta designación por el incumplimiento de alguno de los requisitos e impedimentos establecidos en el reglamento de la materia. Anteriormente, la designación era hecha por la Bolsa de Valores de Lima y luego ratificada por la SMV. En cuanto a los requisitos para ser director, es relevante señalar que se han tomado aquellos exigibles a los intendentes de la SBS.

Otro aspecto de gran relevancia es el del mercado de productos. Vale decir que la Bolsa de Productos de Lima quebró, lo que llevó a la Bolsa de Valores de Lima a crear la Bolsa de Productos de Perú, también sin éxito. Los artículos 130, 132, 194 y 223 tratan el tema y hoy se permite que las bolsas de productos sean administradas por una bolsa de valores. Esto como parte de las funciones establecidas en el artículo 132, en concreto el literal k).

El último punto clave que vamos a tratar es el del fondo de garantía. Se trata de un aporte que el inversionista debe pagar por cada operación que realiza. Debe aclararse que se trata de un patrimonio autónomo, que no se trata de dinero ni de la SMV, ni de la Bolsa de Valores de Lima, patrimonio que responde en el supuesto de incumplimiento de un agente de intermediación frente a algún comitente. En un principio este fondo fue administrado por la BVL, luego la SMV se asignó esa labor, pero dicho trabajo suponía crear una nueva estructura de administración. Es en ese contexto que la Ley 29720 crea a una tercera entidad que administre el fondo en cuestión. Se trata de una persona jurídica de derecho privado sin fines de lucro, a cuyo cargo queda la administración del Fondo de Garantía (Administrador del Fondo de Garantía). La SMV precisará los criterios y límites a establecerse para el respaldo del Fondo de Garantía. Asimismo, determinará la cobertura máxima por comitente en cada sociedad agente. Todo ello se encuentra recogido en los artículos 158-160 y 162-164.

B. Principales aspectos de la Ley 29782

El punto básico de esta ley se ve ya en su primer artículo. Se trata del cambio de

denominación. Es por medio de esta ley que se convierte a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores en Superintendencia del Mercado de Valores. Las posteriores modificaciones giran en torno al proceso de adaptación que implica esta transformación. Vale recalcar que con este cambio de denominación también se dieron modificaciones en la definición relacionadas al sentido de la creación y se dieron variantes en cuanto a las funciones que la institución tenía. Así, en la definición se establece en el artículo 1 del Decreto Ley 26126, Texto Único Concordado de la Ley Orgánica de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores que “[l]a Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) es un organismo técnico especializado adscrito al Ministerio de Economía y Finanzas que tiene por finalidad velar por la protección de los inversionistas, la eficiencia y transparencia de los mercados bajo su supervisión, la correcta formación de precios y la difusión de toda la información necesaria para tales propósitos, a través de la regulación, supervisión y promoción”.

En la modificación del artículo 2 del Decreto Ley 26126 se plantean puntos importantes. En primer lugar, se cambia a la máxima autoridad ejecutiva que solía ser el Presidente de CONASEV y hoy es el Superintendente del Mercado de Valores. Al ser este un puesto de gran importancia y que debe, idealmente, ser ajeno a pretensiones políticas, es beneficioso que el cargo se ejerza por seis años. Esto porque de esa forma el Superintendente puede mantenerse al margen de cambios políticos, al no coincidir su período con el del Presidente de la República y el Congreso. Es por ello que las causales de remoción están claramente estipuladas y además son considerablemente graves. Con ello se otorga una protección superior a la que antes tenía el máximo funcionario de Conasev.

Las atribuciones del Superintendente están ampliamente desarrolladas en 28 numerales del artículo 3 de la citada norma. Al respecto sólo plantearé unas pocas de considerable relevancia. Es importante destacar que varias de las atribuciones colisionan con las que tenía antes el directorio por lo que algunas de ellas serán tratadas cuando nos refiramos a dicha institución. Ahora, una diferencia clave se da en que hoy

el Superintendente puede autorizar él solo el funcionamiento de mecanismos centralizados de negociación. Asimismo, corresponde señalar que el Superintendente está facultado a imponer sanciones. Si bien la persona tiene esta prerrogativa, también la tiene la institución. Es así que la Superintendencia comparte esa facultad. Este tema debe ser reglamentado para poder ser aplicado correctamente. Al respecto, aparece una variante con consecuencias interesantes y es que según esta nueva ley se podrán aplicar medidas coercitivas. Ahora al incumplir una sanción impuesta, se podrá volver a sancionar generando un mayor perjuicio al administrado. Esta capacidad ayuda a la gestión y presión que pueda imponer la SMV para así asegurarse de que sus administrados cumplan con las disposiciones que este ente regulador emita.

El artículo 4 se refiere al Directorio de la SMV. Éste es indiscutiblemente distinto al que tenía CONASEV. La primera diferencia es evidente y se refiere al número de directores que lo conforman. Ellos solían ser nueve, hoy está conformado por cinco directores. El Presidente del Directorio es el Superintendente del Mercado de Valores quien estará acompañado de 4 directores más, nombrados por el Poder Ejecutivo. Ellos serán propuestos por el Ministerio de Economía y Finanzas, el Banco Central de Reserva del Perú (BCR) y la SBS. El último director será uno independiente. Es pertinente resaltar que ninguno de los directores es representante del sector que lo designó y en ese sentido, no deberían actuar a favor de aquellos, sino únicamente como funcionarios de la SMV.

Al revisar las atribuciones del Superintendente y las del Directorio y compararlas con las atribuciones que se tenían antes, encontramos una situación que debe ser aclarada. Ello en relación a los procedimientos administrativos. Antes el Directorio funcionaba como una segunda instancia, pues a éste llegaban las apelaciones. Hoy al considerar la figura del Directorio y la del Superintendente no queda claro cual será el procedimiento a seguir. No podemos dejar de aclarar que por lo pronto –según la Resolución de Superintendente

001-2011-EF/94.01.2– y para que se pueda mantener un funcionamiento ininterrumpido de la nueva SMV, corresponde que la SMV continúe ejerciendo sus atribuciones como lo hacía hasta el momento. En ese sentido, el artículo 1 de la mencionada resolución señala que el Tribunal Administrativo, entre otros, mantiene su competencia y funciones establecidas en lo que no se oponga a la Ley 29782. Aun así es importante esperar a ver la reglamentación que emitirá la SMV al respecto. Lo mismo sucede en cuanto a la autonomía presupuestaria que se otorga a la SMV. Es cierto que se tendrá una mayor independencia económica pero resulta indispensable recordar que el presupuesto tendrá que ser solicitado al Ministerio de Economía y Finanzas para que éste sea otorgado. En ese sentido, la autonomía es relativa y aún debe ser reglamentada para determinar como es que este punto se tratará.

C. Utilidad de las modificaciones efectuadas en la regulación del sector

En los dos subcapítulos anteriores se presentaron las principales variantes hechas, en los últimos meses, al marco regulatorio del mercado de valores de nuestro país. Una vez revisadas esas normas podemos pasar a analizar su utilidad. En las líneas precedentes se han hecho comentarios relativos a artículos en particular, ello hecho de forma escueta. En esta sección buscamos presentar un vistazo general a los beneficios y perjuicios que pueden derivarse de los mencionados cambios.

Este punto ya ha sido tratado por Renzo Abanto en un artículo, publicado por la revista *Capitales*, en el que el autor busca estudiar las principales propuestas contenidas en el Proyecto de Ley 4770/2010-PE que finalmente derivaría en la recientemente publicada Ley 29720. Asimismo, se concentra en el impacto que, el entonces proyecto, puede llegar a tener en el mercado de valores.

En el artículo “Comentarios sobre cambio normativo: En busca del fortalecimiento del mercado de capitales” se presenta el siguiente cuadro¹⁹:

¹⁹ ABANTO, Renzo. “Comentarios sobre cambio normativo: En busca del fortalecimiento del mercado de capitales”. En: *Capitales – La Revista de Procapitales*. 2011. p. 4.

Cuadro 1
Principales medidas de la Norma de Promoción

MEDIDAS	OBJETIVO	
	REDUCCIÓN DE COSTOS	COMPATIBILIZACIÓN
PROPUESTAS GENERALES		
Art. 1°	Limitación de supuestos de impugnación de acuerdos de aumento de capital por oferta pública.	X
Art. 2°	Excepción al requisito de garantía específica para ofertas públicas primarias y ofertas privadas descritas en la Ley del Mercado de Valores (LMV).	X
Art. 5°	Publicidad de información financiera de empresas no supervisadas.	X
PROPUESTAS DE MODIFICACIÓN A LA LMV		
Art. 51° c)	Auditoría externa de operaciones entre empresas sujetas a control común.	X
Art. 79°	Excepción de requisitos de la LMV para ofertas globales.	X
Art. 102°	Forma de representación de certificados de suscripción preferente (CSP) provenientes de valores desmaterializados.	X
Art. 108°	Representación de titular de CSP por parte de agente de intermediación.	X
Art. 194° u)		
Art. 291°	Precisión de conceptos a fin de incluir a terceros distintos a titulares de valores titulizados como “fideicomisarios”.	X
Art. 292°		

Podemos apreciar que el cuadro contempla dos objetivos, siendo ellos la reducción de costos y la compatibilización. Podemos observar como no todas las modificaciones cumplen con ambos factores. Ahora, Renzo Abanto empieza su artículo preguntándose cuál es el verdadero objetivo de un proceso de fortalecimiento como el que se plantea²⁰. Él sostiene -y compartimos su opinión- que el objetivo es alcanzar las características propias de un mercado desarrollado. Esto se traduce en un mercado que se caracterice por “su profundidad y liquidez y en el cual existe un nivel de oferta de valores que permite tanto la reducción de costos de financiamiento para emisores como una adecuada diversificación de riesgo para inversionistas”²¹.

Es este tenor que señalamos que se debe incentivar la oferta y demanda de valores y

en ese sentido, las modificaciones deberían buscar reducir costos tanto del emisor cuanto del inversionista. La limitación de supuestos de impugnación hace más atractivo para inversionistas extranjeros el acercarse a nuestro mercado. Por ello consideramos que es una medida favorable. Como se puede apreciar en el cuadro, la modificación reduce costos y además cumple con la compatibilización.

Además de lo ya mencionado, el autor teme que se deje de lado la supervisión por buscar favorecer desmesuradamente la promoción. Sin duda se presenta un problema al otorgar a un mismo ente la función de supervisar y la de promover que nace de las funciones intrínsecas de la SMV: La SMV debe al mismo tiempo que promueve el desarrollo ordenado del mercado proteger al inversionista. Estas

²⁰ *Ibidem*.

²¹ *Ibid.* p. 5.

dos tareas se contraponen en un punto fundamental y es que al supervisar se tiene que velar por el interés de todos, lo que puede colisionar con intereses individuales. Sucede que cada agente va a buscar maximizar sus beneficios y el fomentar que estos inviertan en nuestro mercado puede significar ofrecerles mayor libertad para que puedan desarrollar su actividad sin tener que pasar por excesivos controles. Evidentemente ello se contrapone casi por definición al concepto de supervisión. Incluso si no se quiere tomar esta perspectiva, un poco más liberal, y deseamos enfocarlo desde el punto de vista del organismo supervisor, es importante tener en cuenta que lo que hace sostenible al mercado es la seguridad que tiene el inversionista de que este se encuentra debidamente supervisado. Es claro que encontrar el equilibrio entre supervisión y fomento no es imposible pero compartimos la preocupación de Abanto en pensar que se pueden generar distorsiones cuando se privilegia una de las tareas en desmedro de la otra. En tal sentido, por ejemplo, la reducción de requisitos de información o revelación de información puede beneficiar a los emisores de valores por la reducción de costos, sin embargo, podría perjudicar a los inversionistas, que tendrán que incurrir en mayores costos para determinar o seleccionar sus potenciales inversiones.

El autor nos explica que la promoción no puede estar separada de la fiscalización, ambas deben ir de la mano. Le preocupa que con algunas de las reformas se ha generado una sobrecarga de trabajo en funcionarios poco incentivados por los salarios que reciben. Cabe resaltar que los aumentos salariales aún no se han concretizado en la SMV. Para explicar mejor este punto podemos referirnos al cambio dado en cuanto al aumento de plazo para la prescripción. Solía ser un plazo de tres años y el cambio plantea uno de cuatro. Ésta modificación ya se dio a diferencia del aumento salarial, recientemente mencionado. Entendemos que en la práctica, si un caso no se ha resuelto, por norma general, la situación no cambiará en un año más. Es importante tomar en cuenta que si bien se da más tiempo para investigar, no se entregan mayores recursos para cumplir con esta tarea. Finalmente, la prescripción es una forma de reducir la carga procesal.

Respecto del marco regulatorio en nuestro ordenamiento Mariella del Barco, Gerente Legal de la Bolsa de Valores de Lima dice:

“El sistema regulatorio que se emplea en nuestro país es bueno pero debemos tener en cuenta que la rigidez del regulador puede limitar la actividad del Mercado. El regulador ha buscado contemplar todos los supuestos posibles, lo que termina siendo improductivo. En mi opinión, deberíamos tender a dejar normas abiertas que permitan que vía reglamentos se toquen los temas nuevos, distintos y no previstos. Ocurre así en Chile por ejemplo, país en el que se han realizado modificaciones sin necesidad de tener que cambiar la ley madre. En nuestro país, la nueva ley se ha inclinado un poco en esa dirección”.

Ésta fue una sugerencia que la abogada nos dio al preguntársele que opinaba con respecto a las recientes modificaciones. Queda claro que el dar un mayor margen de actuación a los organismos reguladores puede favorecer a que cumplan su función. De esa manera, se contribuye al dinamismo que debe tener todo ordenamiento jurídico para así poder adaptarse a los cambios que en la práctica se dan.

Estamos de acuerdo con que nuestro marco regulatorio es bueno, y la mayor parte de agentes del mercado lo cree también. Es claro que quedan muchos puntos por mejorar y que las modificaciones no han sido perfectas. Sin embargo, se han dado muchos avances y la situación ha mejorado con respecto al tiempo antes de las reformas. En esa línea se expresa Marco Antonio Zaldívar García²² al preguntársele qué opinaba sobre las reformas.

“En Procapitales pensábamos que las reformas eran positivas aunque había muchos temas que corregir. Un informe muy negativo [sobre las modificaciones a la Ley del Mercado de Valores], con todos los errores apreciables, podría causar que el proyecto no se concretice. Ahora, la norma actual es mejor a la que teníamos pero el comité legal de Procapitales es muy crítico y busca que la norma se acerque a la perfección. Debíamos pensar hasta qué punto podíamos llegar con

²² Presidente del Consejo Directivo de Procapitales y socio de Ernst & Young.

una reforma inicial. Finalmente decidimos que lo mejor era apoyar la ley y luego buscar modificaciones”.

Este testimonio nos muestra la necesidad que se tenía de observar el marco regulatorio como un todo y no artículo por artículo. Queda claro que hay puntos que aún deben ser tratados y que no todos los artículos tienen la redacción más feliz. A pesar de ello, consideramos que el avance que se ha hecho es bastante valioso y plantea un buen inicio a lo que debe ser un proceso de reformas para volver más atractivo nuestro mercado. Debemos tomar en cuenta que toda decisión de esta magnitud tiene un evidente costo político y en consecuencia, no es viable que se den reformas dramáticas en un contexto como el actual. Es vital que se genere presión para que eventualmente se lleguen a dar las correcciones necesarias.

III. EL MERCADO DE VALORES FRENTE A LAS CRISIS ECONÓMICA Y FINANCIERA

A. La crisis (2007-20XX)²³ y el Mercado de Valores:

En el 2007 se inició la actual crisis económica mundial como consecuencia de la explosión de la burbuja que se creó en el mercado hipotecario de Estados Unidos. Ahora en el 2011, cuatro años después, continuamos viendo como esta crisis se ha esparcido a lo largo de todo el Sistema Financiero Internacional afectando a los más grandes participantes de estos. Y es que, en ese entonces, era impensable que lo ocurrido en Estados Unidos en el 2007 fuera a ser el desencadenante de la actual crisis de la eurozona.

Como todos ya habremos escuchado a estas alturas, simplificando un poco las cosas, la crisis comenzó cuando, a consecuencia de los altos precios de los inmuebles y las bajas

tasas de interés en EEUU, se promovieron medidas de créditos fáciles y riesgosos. Así se empezó a otorgar créditos hipotecarios de manera indiscriminada. Estos derechos de crédito fueron asegurados y sucesivamente colocados en paquetes financieros que luego se negociaron en el mercado. Por cuestiones de regulación y de la misma naturaleza de estos paquetes financieros-además de lo que algunos señalaran como una mala labor de las empresas calificadoras de riesgos- los competidores en este mercado no tenían mucha información sobre dichos valores. Se negociaron muchas veces, subestimando su verdadera peligrosidad. Y no sólo eso, la real peligrosidad de los mencionados instrumentos se manifestaba en que incluso había acreedores que no tenían como conocer verdaderamente los riesgos reales de sus inversiones.

Esta crisis permitió que la sociedad tome una real conciencia de la verdadera interrelación que existe en los mercados mundiales. Además, se debe considerar la participación de las empresas financieras en actividades muy variadas en el mercado, por lo que había una gran concentración y un elevado riesgo sistémico. Este riesgo, de acuerdo a Torres se puede explicar como el: “riesgo [que] se produce debido a la interdependencia que existe entre las entidades que integran el sistema debido a las interrelaciones facilitadas por las plataformas de negociación., instrumentos financieros y contrapartes, que interactúan de manera simultánea debido a la globalización”²⁴. Este autor señala, que posee dos características que lo hacen especialmente crítico: (i) no puede ser controlado fácilmente y (ii) el propio sistema y sus participantes lo retroalimentan. La actual crisis ha permitido que tomemos conciencia de su existencia y de alguna manera ha hecho que se introduzcan cambios para controlarlos.

Es por estas razones, que ante la explosión

²³ Como la llama Tommaso, Padoa-Schippa en la conferencia que dio con el mismo nombre para la fundación Per Jacobsson. El nombre se debe a la incertidumbre de la duración de la actual crisis. La que comenzó en el 2007 y todavía continúa. “Markets and Government. Before, During, and After de 2007-20XX Crisis”. En: The Per Jacobson Lecture 2010. Basilea: Jacobsson Foundation. www.perjacobsson.org.

²⁴ TORRES, Narghis. “Alineando intereses: nuevos paradigmas, riesgo sistémico y conflicto de interés en la regulación financiera y del mercado de valores”. En: *Ius Et Veritas* 37. pp. 96 y 97.

de la burbuja del mercado hipotecario en Estados Unidos entidades financieras en todo el mundo se vieron comprometidas por estos ocultos créditos riesgosos. La mayoría de analistas señala que la crisis se ha expandido a estas magnitudes por una serie de errores: como malas políticas monetarias y fiscales, junto con una equivocada visión del rol de la regulación en el mercado. Se señala que “existen diferentes conjuntos de explicaciones sobre los orígenes de la crisis financiera internacional, desde la perspectiva más simplista en que se atribuyen al superávit comercial chino, a los problemas de falta de ética y más recientemente a errores por los rescates selectivos. Un segundo conjunto de explicaciones alude a la presencia de fallas de mercado y de gobierno, donde existe un mayor consenso y confluyen elementos como la desregulación bancaria y financiera norteamericana, la política monetaria expansiva, el incremento general de endeudamiento y la formación de burbujas, los problemas de incentivos incorrectos y fallas de gobierno corporativo, entre otros. Una tercera perspectiva agrega a estos elementos el proceso de transición incompleto en los ciclos económicos de largo plazo y los problemas estructurales de la economía norteamericana, donde destaca el de demanda efectiva asociados a la concentración a favor de los segmentos de altos ingresos”²⁵.

Aunque la crisis ha estado contenida, en mayor medida, dentro del Mercado Bancario; cabe resaltar, que a consecuencia de esta interrelación es que ha afectado a los mercados de valores y a las economías de la mayoría de los Estados. Sucede que ante la incertidumbre, lo que se ve afectado en un primer orden son los mercados de valores.

Lo antes mencionado no puede leerse sin tomar en cuenta que la segunda ola de crisis ha surgido por el sobreendeudamiento que se ha producido en diversos países por desordenadas políticas monetarias y fiscales. Éste fue claramente el caso de Estados Unidos y lo que finalmente generó la reducción de la calificación de dicho país.

B. La crisis y el Mercado de Valores Peruano

“La crisis financiera y el Perú: ¿Nos afectará? Es la pregunta de moda”²⁶; “Kuczynski: Crisis económica mundial afectará al Perú a mitad del 2009. Kuczynski consideró que el Perú está en buenas condiciones para afrontar los embates de la crisis económica, pero debe cuidarse del “peligro de la inflación”²⁷”; “Banco Mundial: Perú respondió “bien” ante crisis financiera internacional”²⁸”; y, “Perú y América Latina soportarán razonablemente bien la crisis financiera internacional, señala BBVA”²⁹. Estos son algunos de los encabezados que se leían sobre la crisis internacional en el Perú a lo largo de los últimos meses. De estos podemos ver que la sombra de la crisis ha estado presente en nuestro país, con todas las preocupaciones que esta conlleva; pero, se hace mucho más evidente que a pesar de todos estos temores, a nuestro país le ha ido relativamente bien.

Como señala Alarco: “Son diversos los factores que explicarían la menor incidencia relativa de la crisis internacional sobre el Perú sobre lo ocurrido en otros países. Sin embargo, como en cualquier otra, sufrió los embates a través de los diversos canales de transmisión: contagio en el mercado de valores, menor demanda externa que afectó volúmenes y precios de los bienes y servicios exportados,

²⁵ ALARCO TOSONI, Germán. “Crisis financiera internacional y patrón de crecimiento de una economía mediana y dependiente: el caso del Perú”. En: *Convergencia* 54. Volumen 17. México: Universidad Autónoma del Estado de México. 2010. p. 144. En donde cita a HNYILICZA, Esteban. “La teoría económica: ¿puede explicar la crisis?”. En: ALARCO, Germán [comp.], “Crisis, análisis y perspectivas de la crisis económica mundial desde el Perú”. Lima: Norma y Centrum, Pontificia Universidad Católica del Perú. 2009. pp. 29-63.

²⁶ FERRERO, Alberto. Perú 21. Publicado el 2 de octubre de 2008. En línea: <http://peru21.pe/imprensa/noticia/crisis-financiera-peru/2008-10-02/226245>.

²⁷ RRP Noticias. Publicado el 20 de febrero de 2009. En línea: http://www.rpp.com.pe/2009-02-20-kuczynski--crisis-economica-mundial-afectara-al-peru-a-mitad-del-2009-noticia_165605.html.

²⁸ RRP Noticias. Publicado el 9 de agosto de 2010. En línea: http://www.rpp.com.pe/2010-08-09-bm-peru-respndio-bien-ante-crisis-financiera-internacional-noticia_286503.html.

²⁹ ANDINDA. Publicado el 25 de marzo de 2008. En línea: <http://www.andina.com.pe/Espanol/Noticia.aspx?Id=ZN0ZNcMNfos>.

restricción de la liquidez internacional mediante la reducción de líneas de crédito y mayores primas de riesgo, transferencias externas negativas por las salidas de capital de corto plazo y la menor inversión extranjera directa, en un entorno de expectativas negativas³⁰.

No obstante, se podría decir que en verdad la crisis no nos ha afectado tanto como a otros países. El economista Ricardo Lago propone que existen doce factores que explican la solidez de nuestra economía ante la actual crisis: algunos estructurales y otros coyunturales. Él señala que son los siguientes³¹:

- a) Las reservas en divisas de nuestro Banco Central de Reserva, que sumaban 36 mil millones de dólares en el 2008. Esto permitió que nuestra moneda tenga un fuerte respaldo.
- b) Un sector público acreedor neto internacional.
- c) Un sistema financiero solvente y líquido. A diferencia de lo que sucede en otras partes del mundo. Con un apalancamiento de 10 a 1.
- d) Sistema bancario sub-hipotecado.
- e) Existe un margen para tomar medidas anticíclicas.
- f) Credibilidad del equipo económico.
- g) Cartera de inversión extranjera.
- h) Diversificación en el portafolio de las exportaciones de metales.
- i) Nuestra historia de reformas.
- j) La reducción sostenida de la pobreza.
- k) El consenso en las políticas económicas.
- l) Y el bajo riesgo, percibido, de volver populismo, lo que le da estabilidad y credibilidad a nuestro mercado.

Por lo que, no obstante, según Alarco la crisis no nos afectó tanto debido a que “la crisis internacional impactó a la economía peruana en circunstancias en que ésta crecía a tasas muy elevadas (9.8% en 2008). El *shock* externo

frenó el crecimiento, pero no la condujo a tasas negativas, por la inercia de los sectores de la construcción, financieros y seguros y agropecuarios que mostraban un desempeño muy positivo. Un segundo elemento se asocia a la paradoja de la pobreza en medio de la abundancia, mediante la cual las economías de menores ingresos son más estables, en virtud de que la participación del consumo privado en el PIB es más elevada. De esta forma, el Perú fue menos afectado respecto de aquellas economías donde la inversión y el ahorro tienen mayor incidencia³².

Como observamos, la crisis tiene un trasfondo predominantemente bancario. Es rescatable que en nuestro país las amplias políticas implementadas desde los 90's a consecuencias de las terribles crisis económicas de los 80's han permitido que la enfrentemos sin mayores contratiempos. Como todos habremos visto en los medios, nuestros mercados de valores se han visto afectados por estos problemas, pero en realidad son problemas coyunturales más que estructurales. La regulación de nuestro sistema nos ha permitido enfrentar ya cuatro años de crisis mundial, sin que nuestro crecimiento económico se vea gravemente afectado. Por lo que consideramos que debemos aceptar y seguir buscando promover nuevos cambios. Para lograr la eficiencia del mercado, pero no sólo ésta sino regular para evitar que todo el sistema altamente interconectado colapse. Asimismo, consideramos indispensable que aprendamos de los errores del pasado y de las experiencias que podemos apreciar en otras economías. Esperamos que las nuevas reformas dadas a la regulación del mercado de valores contribuyan a modernizar al mismo y así lo haga más atractivo para inversionistas extranjeros. Sin embargo, no podemos dejar de mencionar que la promoción debe estar íntimamente relacionada a la supervisión. Los inversionistas sólo verán nuestro mercado como atractivo si es que se les garantiza que

³⁰ ALARCO TOSONI, Germán. Op. cit. pp. 145-146.

³¹ LAGO, Ricardo V. “Hatunrumiyoc” o de la piedra grande”. En: Los blogs de semana económica. El nuevo sol. Publicado el 29 de Mayo del 2010. <http://blogs.semanaeconomica.com/blogs/el-nuevo-sol/posts/hatunrumiyoc-o-de-la-piedra-grande>.

³² ALARCO TOSONI, Germán. Op. cit. Loc. cit.

lo riesgos son mínimos y que las condiciones en nuestro país son estables. Debemos rescatar que la regulación en nuestro país es buena, el problema se da en la debilidad del regulador. Finalmente, hacemos referencia a lo mencionado por el presidente del Consejo

Directivo de Procapitales. Esta norma, no es perfecta pero es un buen primer intento de generar las reformas necesarias para nuestro sistema pero debe ser considerada como tal, el inicio de un proceso que tomará muchos años y reformas.