

## ÚLTIMAS TENDENCIAS EN LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS: SUS EFECTOS SOBRE LA FORMA DE ESTRUCTURAR OPERACIONES Y LA EFICIENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO\*

Paul Castritius Mendoza\*\*

*El mercado de instrumentos financieros peruano necesita de una serie de reformas que lo adapten a la coyuntura económica actual y permitan que el sistema financiero alcance la eficiencia adecuada para realizar operaciones de gran envergadura.*

*El autor, luego de presentarnos el marco actual de la situación regulatoria del mercado de instrumentos financieros y describir su trascendencia y límites; nos presenta una interesante propuesta de reforma que apunta a modificar el marco regulatorio, especialmente en el tema tributario, con el fin de hacer atractivo y eficiente el mencionado mercado.*

\* A Ximena, Matthias y Nicole.

\*\* Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Master en Derecho por la Universidad de Chicago. Asociado del Estudio Rodrigo, Elías & Medrano Abogados.

## I. INTRODUCCIÓN

La regulación del mercado de instrumentos financieros se ha caracterizado en los últimos tiempos por un marcado proceso de desarrollo, innovación y flexibilización del régimen aplicable a aquellas ofertas dirigidas a inversionistas institucionales, experimentados y especializados. En contraste, poco ha cambiado en materia de regulación de ofertas dirigidas al público en general o a segmentos de inversionistas distintos a los antes mencionados.

Lo anterior muestra claramente que nos encontramos ante una tendencia en la regulación del mercado de instrumentos financieros, la misma que tiene un claro impacto en la forma como se estructuran las operaciones de financiamiento a través de la utilización de dichos instrumentos.

Cabe preguntarse a donde nos lleva dicha tendencia, y si la misma incentivará el desarrollo de las operaciones en mención y el mejor funcionamiento del sistema financiero en su conjunto.

Nuestro parecer es que la tendencia anotada constituye un movimiento en el sentido correcto, pero que al no estar enmarcada en una estrategia integral de desarrollo del sistema financiero, genera costos transaccionales que impiden o reducen la posibilidad de realización de transacciones económicamente eficientes.

En las secciones que siguen, analizaremos en qué consiste el mercado de instrumentos financieros y cómo se vincula con el sistema financiero, cuáles son las características actuales de la regulación del primero y qué cambios estructurales consideramos que deben introducirse a dicho mercado para permitir un mejor desarrollo del segundo.

## II. IMPORTANCIA DE LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Para efectos de lo anterior, es importante primero establecer qué entendemos por mercado de

instrumentos financieros y qué por sistema financiero.

Consideramos que el primero es aquel mercado de emisiones y negociaciones de instrumentos financieros, el cual puede o no encontrarse asociado a una operación de financiamiento. Por el segundo nos referimos al sistema que se encarga de la canalización de recursos líquidos en la economía con fines de financiamiento. Cabe anotar que este último concepto es más amplio que el de "sistema financiero" (también conocido coloquialmente como sistema bancario) al que se refiere la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Ley 26702 (en adelante, "LSFS").

Definido el mercado de instrumentos financieros como aquel donde se negocian instrumentos financieros, corresponde precisar, entonces, cuál es nuestro concepto de instrumentos financieros. En adelante, entenderemos "instrumento financiero" como todo aquel que otorgue a su titular el derecho a recibir recursos líquidos (dinero u otros activos líquidos).

Los instrumentos financieros son típicos instrumentos de inversión, de modo que su adquirente entrega recursos por ellos con la intención de obtener un beneficio económico. La naturaleza de dicho beneficio puede variar: puede consistir simplemente en la obtención de una rentabilidad o ir acompañado de la intención de mitigar un riesgo.

Dichos instrumentos se caracterizan por otorgar a su titular la posibilidad legal de "retirarse" de su tenencia obteniendo a cambio un valor determinado (mediante su enajenación, redención, la adquisición de un instrumento financiero de características opuestas, etcétera), con el objeto de otorgar a su titular un mecanismo de salida de la inversión realizada.

Bajo dichos términos, el concepto de instrumento financiero comprende a los valores mobiliarios, pero también es susceptible de comprender, dependiendo de sus características, a los títulos valores, a los contratos derivados, etcétera<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Debido a la importancia que han venido cobrando las operaciones con instrumentos financieros distintos a los valores mobiliarios para ciertas áreas de la regulación del sistema financiero, la legislación ha venido utilizando conceptos más amplios al de "valor mobiliario". Así, por ejemplo, el nuevo Reglamento de Agentes de Intermediación, aprobado por Resolución CONASEV 45-2006-EF/94.10, utiliza el término "instrumento financiero" en adición al de valor mobiliario. La reglamentación emitida por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (en adelante, "SBS"), por su parte, utiliza el término "instrumentos de inversión".

## 2.1. Características

La creación o emisión de instrumentos financieros puede tener diversas fuentes. Así, su emisión puede ir atada a la realización de una operación de financiamiento, una operación de cobertura, una operación comercial, entre otras. En los acápite siguientes nos explayaremos más en relación con este aspecto con la finalidad de establecer el vínculo entre el mercado de instrumentos financieros y el sistema financiero, que es, precisamente, lo que nos interesa analizar.

### a. Emisión de instrumentos en el sistema financiero

En el sistema o mercado financiero, que como se ha señalado es el mercado del financiamiento, se paga un “precio” por los recursos líquidos que se ofrecen o se demandan. Dicho precio puede adoptar diferentes formas: una tasa de interés, un porcentaje de las ganancias de la explotación de determinado negocio, etcétera.

Como es conocido, intervienen en dicho mercado los agentes que cuentan con recursos excedentes, a los que en economía se denomina “superavitarios”, y los agentes que carecen y demandan dichos recursos, también llamados “deficitarios”.

Los superavitarios y deficitarios pueden conectarse de manera directa. Dicha interrelación, no obstante, suele realizarse a través de intermediarios, quienes buscan reducir los altos costos de transacción que suele involucrar interrelacionar a superavitarios y deficitarios.

Por la forma como se realiza la intermediación, el sistema financiero suele dividirse conceptualmente en dos subsistemas: (i) el sistema de intermediación financiera directa, también conocido como mercado primario de instrumentos financieros, y (ii) el sistema de intermediación financiera indirecta, también conocido como sistema bancario.

En el sistema de intermediación financiera directa (en adelante, “SIFD”), el intermediario interconecta a superavitarios y deficitarios de manera directa, precisamente, a través de la utilización de instrumentos financieros, como en el caso de una emisión de bonos.

De esa forma, el intermediario se encarga de administrar el mecanismo por medio del cual se colocarán los instrumentos financieros a cambio

de una cantidad dada de recursos. En ocasiones, el intermediario adquiere primariamente dichos instrumentos para luego colocarlos entre los superavitarios a través de una operación de *underwriting*. La ganancia del intermediario suele ser un porcentaje de los recursos intermediados.

En el sistema de intermediación financiera indirecta (en adelante, “SIFI”), el intermediario capta los recursos de los superavitarios a través de diferentes mecanismos y los coloca en los deficitarios comúnmente bajo la forma de préstamos. Para captar recursos, los intermediarios suelen recurrir a la recepción de depósitos de los superavitarios, pero también pueden apelar a la emisión de instrumentos financieros.

La ganancia del intermediario en este caso suele ser el diferencial entre lo que recibe de los deficitarios y lo que paga a los superavitarios. Este tipo de intermediario es el que actúa en el “sistema financiero” al que se refiere la LSFS.

### b. Otras fuentes de emisión de instrumentos

No obstante, el ámbito del financiamiento no es el único en el que se negocian instrumentos financieros. En efecto, los instrumentos financieros pueden surgir a partir de una operación distinta, generalmente de índole mercantil, como podría ser el caso de aquellos emitidos en el marco de una reorganización societaria, una toma de control empresarial, una operación comercial, etcétera; los que luego serían objeto de transacciones en el mercado secundario de instrumentos financieros. En este tipo de operaciones no aplica con propiedad la dualidad deficitario/superavitario.

Uno de dichos ámbitos, que destaca por su estrecha interrelación con el mercado del financiamiento, es el del mercado de los instrumentos denominados “derivados”, cuya función no es precisamente proveer de financiamiento a los deficitarios, sino atender a otras necesidades de los agentes económicos.

En efecto, un agente puede buscar mitigar un riesgo; por ejemplo, el futuro descenso en el precio de los bienes que produce o comercializa (como los metales), la subida en el tipo de interés cuando tiene pasivos a una tasa variable, o la devaluación de la moneda en que recibe sus pagos, entre otros. En estos casos, dichos agentes pueden recurrir a la celebración de contratos *forward*, futuros, opciones u otros, para reducir su exposición al riesgo.

Otros agentes, asimismo, pueden acudir a celebrar los mencionados contratos con otros objetivos más afines con la inversión en sí (especulación, arbitraje, etcétera).

## 2.2. Segmentos y tipos

### a. Mercados primarios y mercados secundarios

El mercado de instrumentos financieros puede ser primario o secundario. Entenderemos por mercado primario al mercado donde se colocan instrumentos que salen por vez primera del ámbito de su emisor, sea porque se trata de una nueva emisión o porque se trata de valores de propia emisión que el emisor mantuvo en cartera. Cabe advertir que la Ley del Mercado de Valores (en adelante, "LMV") utiliza un concepto distinto, pues entiende como mercado primario únicamente a aquel en el que se negocian "nuevos" instrumentos.

Este es el segmento del mercado de instrumentos financieros que se desarrolla en el ámbito del sistema financiero, ya que su emisor (deficitario o intermediario del SIFI) coloca instrumentos de propia emisión para la captación de recursos de los superavitarios.

El mercado secundario de instrumentos financieros se refiere, en cambio, a la negociación de los instrumentos colocados en el mercado primario.

La regulación del mercado primario de instrumentos financieros, por sus potenciales efectos sobre el funcionamiento del sistema financiero, será el segmento en el que se centrará nuestro análisis.

### b. Mercados públicos y privados

Para efectos del análisis que se realizará en adelante, es preciso destacar que los mercados primario y secundario de instrumentos financieros pueden caer dentro de la categoría de mercado público o privado. Ello dependerá de la forma como se ofrezcan los instrumentos financieros: estaremos en el primero cuando los instrumentos sean ofrecidos vía oferta pública, y en el segundo cuando se negocien a través de una oferta privada.

## 2.3. Importancia

Como hemos señalado, el funcionamiento del mercado de instrumentos financieros es importante por su vinculación con las operaciones de

financiamiento. Por ello, su funcionamiento eficiente beneficia el desarrollo del sistema financiero.

En particular, la importancia del mercado de instrumentos financieros para el sistema financiero consiste en lo siguiente: (i) en el SIFD, los instrumentos financieros son las herramientas a través de las cuales los recursos son canalizados de los superavitarios a los deficitarios (los primeros prefieren dichos instrumentos en la medida en que les interesa contar con una opción de salida de su inversión); (ii) en el SIFI, los instrumentos financieros sirven también de herramienta para que los intermediarios puedan captar recursos para colocarlos en los deficitarios; y, (iii) en el sistema financiero en su conjunto, la utilización de instrumentos financieros para la captación de recursos de los superavitarios incentiva la competencia entre los segmentos de dicho sistema, promoviendo su eficiencia.

Resulta evidente que en atención a su importancia para el funcionamiento del sistema financiero, la regulación del mercado de instrumentos financieros debería incentivar su eficiencia.

## III. ANÁLISIS Y DIAGNÓSTICO DE LA REGULACIÓN DEL MERCADO (PRIMARIO) DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS Y DE SUS EFECTOS

### 3.1. Análisis

Por las razones señaladas, centraremos nuestro análisis en la regulación del mercado primario de instrumentos financieros que se desarrolla en el ámbito del sistema financiero.

Al respecto, observamos que dicho mercado no es regulado de manera orgánica y sistemática, al punto que, en algunos casos, una determinada operación con instrumentos financieros conlleva la aplicación simultánea de cuerpos legales con objetivos y organismos supervisores distintos.

A continuación se describe como se encuentran reguladas las dos vías principales para la obtención de financiamiento vía la utilización de instrumentos financieros: la oferta pública y la oferta privada.

#### 3.1.1. Regulación del mercado (primario) de instrumentos financieros que son objeto de oferta pública

El mercado primario de instrumentos financieros que son objeto de oferta pública se encuentra regulado del modo siguiente:

a. Por el lado de la oferta

Las empresas o intermediarios del SIFI que deseen captar recursos a través de una colocación de instrumentos ofrecidos al público en general o a un segmento de éste, previamente a la oferta y siempre que dichos instrumentos consistan en valores mobiliarios, deben inscribir dichos valores mobiliarios en el Registro Público del Mercado de Valores de CONASEV (en adelante, "RPMV"), por aplicación de la LMV.

Cabe precisar que la diferencia entre los valores mobiliarios y los instrumentos financieros radicarán, en nuestra opinión, en que los primeros son emitidos en forma masiva y son libremente negociables.

Asimismo, el concepto de segmento del público está asociado, de acuerdo a la regulación vigente, a aquellos inversionistas que no cuentan con los recursos o herramientas para analizar de manera adecuada las implicancias de adquirir dichos valores. Ello determina que requieran de la tutela del Estado, la que se manifiesta a través de la acción de CONASEV.

a.1. Régimen general

De conformidad con el régimen introducido por la Resolución CONASEV 141-98-EF/94.10, la inscripción del valor mobiliario en el RPMV implica esencialmente la preparación, sobre la base de los estándares mínimos establecidos por CONASEV, de información a ser puesta a disposición de los inversionistas, y la aplicación de un detallado régimen de responsabilidad por la veracidad, suficiencia y claridad de dicha información.

Adicionalmente, para efectos de dicha inscripción, se requiere contratar dos empresas clasificadoras de riesgo, un agente de intermediación autorizado por CONASEV y una entidad estructuradora.

Luego de la inscripción, el emisor queda sujeto a un régimen continuo de revelación periódica y eventual de información al mercado. La preparación de dicha información, referida principalmente a la situación legal, económica, financiera del emisor y los factores de riesgo internos o externos a éste, requiere de un importante esfuerzo, el cual se reduce en caso el emisor tenga un programa de emisiones y utilice el mecanismo de inscripción de valores denominado "trámite anticipado" (en oposición al denominado "trámite general", utilizado para emisiones individuales), que evita que se duplique la preparación y presentación de información cada

vez que se pretenda realizar una emisión en base al programa.

a.2. Régimen especial para "inversionistas acreditados"

Mediante Resolución CONASEV 041-2006-EF/94.10, se aprobó una reglamentación especial para aquellas ofertas públicas que se dirijan exclusivamente a los denominados "inversionistas acreditados", concepto que incluye a los inversionistas institucionales contemplados expresamente en la LMV, otras entidades y patrimonios autónomos señalados expresamente en la normativa, y a las personas naturales y jurídicas que acrediten cumplir ciertos requisitos patrimoniales y de calificación en base a su especialización o experiencia.

Los valores colocados mediante esta modalidad de oferta pública no podrán ser colocados a inversionistas distintos a los acreditados dentro del lapso de doce meses.

En el caso de este tipo de ofertas públicas, el régimen de preparación de información presenta dos diferencias principales con respecto al régimen general: la inscripción es automática y no se requerirá de dos clasificaciones de riesgo, sino de una. Además, la revisión de la documentación e información presentada será posterior. Esto último es importante, pues genera el riesgo de recibir observaciones de CONASEV cuando la operación ya fue llevada a cabo.

Puede observarse, entonces, que la diferencia entre el régimen de oferta pública dirigida a inversionistas acreditados y el de las ofertas públicas en general no radica en los costos, sino en el factor tiempo y en el factor riesgo.

Es interesante notar que, de acuerdo a cálculos no oficiales de CONASEV, el número de inversionistas que caerían dentro de la definición de inversionistas acreditados sería de alrededor de 110. Dichos inversionistas constituirían el 99% del total de inversionistas que intervienen en las ofertas públicas inscritas en CONASEV.

b. Por el lado de la demanda

Por el lado de la demanda, la realización de una colocación de instrumentos financieros a través de una oferta pública requiere, además, el cumplimiento de los requisitos que se establecen en la regulación especial que rige la inversión por parte de determinados tipos de inversionistas institucionales.

En efecto, ciertos tipos de inversionistas institucionales, como las AFP, los fondos mutuos, los fondos de inversión, las empresas de seguros, etcétera, se encuentran sujetos a regímenes especiales que establecen normas respecto a las características con las que deben contar los instrumentos que pueden adquirir y los requisitos que deben cumplirse para que pueda llevarse a cabo la colocación de dichos instrumentos en los mencionados inversionistas.

Si quisiéramos hacer un *ranking* respecto al grado de regulación que existe para las inversiones de estos inversionistas institucionales, podríamos decir que las AFP, con claridad, cuentan con la regulación más detallada.

Afortunadamente, casi todas las regulaciones especiales sobre inversiones de inversionistas institucionales coinciden en no requerir mayores requisitos adicionales cuando los instrumentos sean objeto de una oferta pública.

### c. Régimen tributario

En caso que los instrumentos sean objeto de oferta pública, operará el siguiente régimen de exoneraciones:

#### c.1. Normas objetivas

##### c.1.1. Impuesto a la renta

De acuerdo con la Ley del Impuesto a la Renta (en adelante, "LIR"), los intereses, incrementos y/o reajustes de capital provenientes de valores mobiliarios emitidos por personas jurídicas constituidas en el país y colocados mediante oferta pública al amparo de la LMV, estarán exonerados hasta el 31 de diciembre de 2008.

La LIR también provee un tratamiento favorable en el supuesto de que dichos valores vayan a ser objeto de transferencia en el mercado secundario, pues dispone que la ganancia de capital producto de la enajenación de los valores inscritos en el RPMV estará exonerada hasta el 31 de diciembre de 2008, siempre que la transferencia sea efectuada a través de un mecanismo centralizado de negociación.

##### c.1.2. Impuesto general a las ventas

En cuanto al impuesto general a las ventas (en adelante, "IGV"), el régimen es también favorable, pues de conformidad con el numeral 7 del apéndice II de la Ley del Impuesto General a las Ventas (en adelante, "LIGV"), se encuentran exonerados del IGV hasta el 31 de diciembre de

2009, los intereses generados por valores mobiliarios emitidos mediante oferta pública por personas jurídicas constituidas o establecidas en el país, siempre que la emisión se efectúe al amparo de la LMV o la Ley de Fondos de Inversión (aprobada por Decreto Legislativo 862).

#### c.2. Normas subjetivas

En el caso de los fondos de pensiones administrados por las AFP, existe un régimen especial de inafectaciones que no rige en el caso de otros inversionistas institucionales y que resulta aplicable al margen de que se trate de una oferta pública o privada.

En efecto, de conformidad con el Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones –aprobado por Decreto Supremo 054-97-EF– (en adelante, "LSPP"), se encuentran inafectos del impuesto a la renta, los dividendos, intereses, comisiones y las ganancias de capital percibidas por los fondos de pensiones, fondos complementarios y fondos de longevidad administrados por las AFP.

De acuerdo a la LSPP, dichos fondos y las operaciones que se realicen con cargo a estos se encuentran inafectos al pago de todo tributo creado o por crearse, inclusive de aquellos que requieren de norma exoneratoria expresa. Tales inafectaciones se extienden a las cuentas individuales de capitalización de quienes aportan al sistema de pensiones.

##### 3.1.2. Regulación del mercado (primario) de instrumentos financieros materia de oferta privada

El mercado primario de instrumentos financieros emitidos mediante oferta privada se regula del modo que se explica seguidamente.

#### a. Por el lado de la oferta

Por el lado de la oferta, como regla general, las empresas o intermediarios del SIFI pueden ofrecer y emitir libremente sus instrumentos financieros, tengan o no la condición de valores mobiliarios. La LMV no resulta de aplicación en este caso por disposiciones contenidas en esa misma ley. Por ende, no se requiere la inscripción de los valores en el RPMV, la preparación de información en base a estándares elaborados por CONASEV, ni la participación de terceros agentes (agentes de intermediación, entidades estructuradoras o empresas clasificadoras de riesgo).

Sin embargo, existen dos supuestos de oferta privada que pueden quedar sujetos a la reglamentación por parte de CONASEV: (i) las ofertas de valores mobiliarios dirigidas a inversionistas institucionales a las que se quiera calificar como privadas (inciso a) del artículo 5 de la LMV), y las ofertas de valores mobiliarios, de valores nominales o de colocación por montos superiores a S/. 250,000, cifra de valor constante y que se actualiza anualmente al cierre de cada ejercicio en función al mecanismo establecido en la Primera Disposición Final de la LMV.

Estas ofertas no pueden ser efectuadas a través de medios masivos de difusión. Asimismo, en el caso del primero de los supuestos señalados, los valores no pueden ser transferidos a inversionistas no institucionales dentro del plazo de doce meses desde su adquisición.

En ese último supuesto, por ejemplo, CONASEV amplió, mediante la Resolución CONASEV 141-98-EF/94.10, para efectos de las ofertas privadas, el tipo de entidades y patrimonios autónomos considerados "inversionistas institucionales". La fórmula empleada es de algún modo similar a la que utiliza, el día de hoy, la reglamentación para la oferta pública dirigida exclusivamente a los inversionistas acreditados.

Sin perjuicio de lo anterior, si el emisor quiere colocar dichos valores privadamente en ciertos inversionistas institucionales, deberá cumplir con los requisitos que se señalan en el acápite siguiente.

b. Por el lado de la demanda

Por el lado de la demanda, como señalamos, resultan de aplicación los regímenes especiales establecidos para determinados tipos de inversionistas institucionales.

De lejos, la regulación más profusa establecida con relación a la adquisición de instrumentos de oferta privada por inversionistas institucionales es la dictada por la SBS en relación con las AFP.

En este supuesto, los instrumentos a colocar en las AFP deben cumplir con las características establecidas en la regulación aprobada por la SBS y con los siguientes requerimientos principales: deben ser inscritos en un registro de la SBS; debe prepararse un prospecto informativo o documento de venta; debe contarse con una clasificación de riesgo; debe contarse con un agente colocador y un agente estructurador registrados ante la SBS; debe registrarse el procedimiento de colocación,

entre otros. Luego de la inscripción, el emisor debe mantener actualizada la información central referida al instrumento colocado.

Al respecto, cabe señalar que recientemente la SBS flexibilizó y simplificó los requisitos para colocación de instrumentos nacionales y extranjeros a las AFP mediante la Resolución SBS 608-2007.

En el caso de las compañías de seguros, se debe cumplir con los requisitos establecidos en la normativa aplicable aprobada por la SBS para que dichos instrumentos puedan ser contabilizados como parte de las obligatorias reservas técnicas, patrimonio mínimo de solvencia y fondo de garantía. Llama la atención que dichos requerimientos no sean similares a los establecidos para las AFP, teniendo en cuenta que ambas cuentan con el mismo supervisor.

En cuanto a los fondos mutuos, se presenta una situación similar, ya que los instrumentos deben cumplir con ciertos requerimientos dictados por CONASEV para que puedan ser adquiridos por dichos fondos.

En el caso de los fondos de inversión, existe una situación un tanto particular, pues las regulaciones sobre inversiones establecidas en la normativa y el control de CONASEV únicamente les son aplicables a aquellos fondos cuyas cuotas sean colocadas por oferta pública.

Todo lo anterior genera que la colocación de instrumentos financieros por oferta privada en más de un inversionista institucional del tipo señalado requiera un esfuerzo importante, lo que se refleja en significativos costos transaccionales. Ello conlleva a que las colocaciones privadas se dirijan sólo a determinados inversionistas institucionales y no a todos, como sería lo económicamente eficiente.

c. Tratamiento tributario

En cuanto al tratamiento tributario, el tema es más complejo aún, pues éste adolece de falta de coherencia en diversos aspectos, lo que hace que, tributariamente, ésta no sea una opción atractiva, salvo que la colocación se efectúe exclusivamente a fondos de pensiones.

c.1. Normas objetivas

c.1.1. Impuesto a la renta

En efecto, de acuerdo con la LIR (en lo que parece haber sido originado por un error en la redacción

de la norma), en el caso de valores emitidos mediante oferta privada, los conceptos indicados en el acápite b. estarán exonerados del mencionado impuesto siempre que se cumplan, de manera conjunta, los dos supuestos de oferta privada contemplados en el artículo 5 de la LMV (mencionados en el acápite a. anterior); es decir, que la oferta sea dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales y que el valor nominal o de colocación sea superior a determinado monto.

Al respecto, no encontramos razones por las que una oferta privada deba cumplir con los dos supuestos mencionados para alcanzar la exoneración. Si se busca exonerar a las ofertas privadas, bastaría con exigir que se cumpla con cualquiera de los supuestos.

En cuanto a la ganancia de capital producto de la enajenación de los valores adquiridos mediante oferta privada, la situación es aún más paradójica, debido a que se establece un supuesto de exoneración que es imposible de cumplir, al menos por un plazo de doce meses desde la última colocación.

Así, de acuerdo a la LIR, dicha ganancia estará exonerada siempre que el valor cumpla con encontrarse inscrito en el RPMV y que la transferencia sea efectuada a través de un mecanismo centralizado de negociación.

La transferencia en dicho mecanismo no será posible sino luego de cumplido el plazo señalado, ya que, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 4 de la Resolución CONASEV 41-2006-EF/94.10, la misma que aprueba la reglamentación para la oferta pública dirigida exclusivamente a inversionistas acreditados, el trámite de listado de valores, nacionales o extranjeros, colocados mediante oferta privada primaria, sólo será atendible luego de transcurridos doce meses desde la fecha de su última colocación. Se configuró así en la práctica una "zancadilla" del mecanismo de oferta pública de inversionistas acreditados al mecanismo de emisión de valores por oferta privada.

#### c.1.2. Impuesto general a las ventas

En cuanto al IGV, la situación es similar al caso de la exoneración del Impuesto a la Renta por las ganancias de capital, pues los intereses generados por los valores mobiliarios estarán exonerados del IGV hasta el 31 de diciembre de 2009, únicamente si los valores han sido adquiridos a través de algún mecanismo centralizado de negociación a los que

se refiere la LMV, lo cual constituye un imposible legal dentro del plazo de doce meses desde la última colocación.

#### c.2. Normas subjetivas

Las inafectaciones subjetivas a favor de las AFP se aplican también en este ámbito, por lo que existe el incentivo de que las ofertas privadas se dirijan a las AFP con exclusividad, en desmedro de otros inversionistas institucionales.

### 3.2. Diagnóstico

#### a. Incentivos tributarios

De la exposición anterior resulta claro que tributariamente existe el incentivo de efectuar ofertas públicas de valores mobiliarios u ofertas privadas dirigidas exclusivamente a las AFP.

#### b. Incentivos regulatorios

Desde el punto de vista regulatorio, el mecanismo de oferta pública parece ser el que impone mayores costos a las transacciones, no sólo por los requisitos que deben cumplirse antes de la oferta, sino por el régimen de revelación de información al que debe sujetarse el emisor con posterioridad a la misma.

El segundo mecanismo, en términos de mayores costos, parece ser el de oferta pública dirigida exclusivamente a inversionistas acreditados, pues los requisitos son prácticamente los mismos, salvo en la menor exigencia de clasificación de riesgo. Cabe señalar, asimismo, que este mecanismo tiene el riesgo de que la supervisión de CONASEV se efectúe con posterioridad a la emisión.

El tercer mecanismo de oferta privada dirigida a inversionistas institucionales también impone costos, no solamente por los requisitos aplicables para llevar a cabo la oferta a cada uno de los inversionistas para los cuales se ha establecido una regulación especial, como las AFP, fondos mutuos, fondos de pensiones, etcétera, los cuales, al menos en el caso de las AFP, se han reducido de manera importante últimamente; sino también por el hecho de tener que cumplir con distintos requisitos y distintos trámites ante distintos reguladores.

#### c. Conclusión

Considerando los factores anteriores podemos concluir que, tanto desde punto de vista tributario como regulatorio, el mecanismo de oferta privada



dirigida exclusivamente a las AFP es más conveniente que una oferta privada que incluya a otros tipos de inversionistas institucionales, dado que únicamente la oferta a las AFP gozará del beneficio tributario descrito, y porque dirigir la oferta a otros inversionistas institucionales regulados importa mayores costos regulatorios.

Por ende, si se quiere llegar a otros inversionistas institucionales, se tendrá que optar por el mecanismo de oferta pública para que las adquisiciones de dichos inversionistas puedan gozar de beneficios tributarios y, de paso, se deba cumplir (en términos prácticos) con un solo cuerpo regulatorio y no varios.

Este último resultado es ineficiente, porque si lo que se quería era hacer una colocación dirigida no sólo a las AFP, sino a otros inversionistas institucionales y experimentados, lo que constituye para nosotros el mecanismo más eficiente, lo lógico era que esa operación pueda hacerse manteniendo los beneficios tributarios y teniendo bajos costos regulatorios (por ejemplo no sobrerregulación, no aplicación de cuerpos legales distintos, no supervisión por organismos reguladores distintos, etcétera).

El razonamiento anterior alimenta nuestra propuesta, que describimos en el acápite que sigue.

#### IV. PROPUESTA DE REFORMA

Cabe preguntarse si los tipos de operaciones que incentiva la regulación son los más convenientes para el desarrollo del sistema financiero. Desde nuestro de punto de vista no lo son.

Creemos que lo que debe primar es la utilización de aquellos mecanismos que: (i) incentiven el mayor volumen de recursos canalizados; (ii) reduzcan los costos de transacción que no tengan una utilidad práctica, y; (iii) logren que dichos recursos sean canalizados eficientemente.

Tomando en cuenta el análisis anterior, por las razones que incluimos seguidamente, consideramos que el mecanismo que cumpliría mejor dicho propósito en nuestro mercado, en la mayoría de casos y considerando las características del mismo, es el que cuente con los siguientes elementos:

- Los inversionistas institucionales, experimentados y especializados (el mayor número de ellos) intervienen de manera directa en la adquisición. Los demás

inversionistas intervienen a través de aquellos inversionistas institucionales que constituyan esquemas colectivos de inversión, como los fondos mutuos y las AFP;

- Las propias partes (emisores e inversionistas), y no la regulación, determinan los mejores mecanismos para asegurar que los inversionistas se encuentren en condiciones de adoptar una decisión informada de inversión. Esto incluye a los mecanismos de entrega de información *ex ante* y *ex post* a la colocación; y,
- Se recomienda, además, que sea aplicable en este caso el régimen de responsabilidad civil establecido en la LMV, así como el fortalecimiento de los mecanismos para hacerla valer. No se descarta la aplicación de otros mecanismos de desincentivo a conductas dañosas para el sistema como la posibilidad de sanciones administrativas.

En la medida en que ni la oferta pública ni la oferta privada dirigida exclusivamente a las AFP tiene las características señaladas, siendo que son precisamente dichos tipos de ofertas las que incentivan la regulación actual, creemos que dicha regulación no está contribuyendo al desarrollo del mercado primario de instrumentos financieros y, por ende, no permite la eficiencia en el sistema financiero.

Consideramos que las transacciones con las características anotadas son las que mejor sirven al funcionamiento eficiente del sistema financiero como instrumento de canalización de recursos por las razones siguientes:

- El 99% de los inversionistas que intervienen en dicho mercado son inversionistas institucionales, especializados o experimentados.

Por ende, dichos inversionistas saben que no deben invertir a menos que cuenten con información suficiente. Dichos inversionistas saben cuidar sus propios intereses y no requieren de la tutela del Estado.

- El poder de negociación de los inversionistas institucionales es significativo, por lo que el flujo de información desde el emisor se ve bastante favorecido por ello.
- Los inversionistas que no tienen las características propias de los inversionistas institucionales, experimentados o especializados, como demuestra la

observación de la realidad, no suelen participar directamente en dicho mercado por no contar con los recursos económicos o técnicos suficientes o por otros factores análogos; en pocas palabras, porque no es eficiente.

Dichos inversionistas intervienen en el mercado de instrumentos financieros a través de mecanismos colectivos de inversión, como los fondos de pensiones o los fondos mutuos, lo cual resulta más eficiente en la medida en que pueden incurrir en menores costos de transacción para invertir en forma diversificada, reduciendo el riesgo de su inversión.

- El número de inversionistas que intervienen en el mercado primario de instrumentos financieros suele llegar a un máximo de alrededor de 110 (como hemos visto para el caso de ofertas públicas).

Dicho número no es significativo, por lo que los costos transaccionales para que inversionistas y emisores negocien las mejores condiciones para llevar a cabo la transacción tampoco tendrían por qué serlo. En consecuencia, las propias partes, y no la regulación, están en mejor posición de establecer las mejores condiciones para ambas.

- Los costos transaccionales de las operaciones con dichas características serían menores, por lo que se realizarían un mayor número de transacciones y, por tanto, un mayor número de recursos serían canalizados.

Lo anterior es importante ya que permitiría que el propio mercado encuentre vías idóneas para permitir el acceso de nuevos emisores a este mecanismo de financiamiento.

- La eficiencia en la asignación de recursos vendría dada por el tipo de inversionistas que participarían de manera directa en estas operaciones. No debe perderse de vista que quienes mejor conocen qué requisitos deben cumplirse para estar en condiciones adecuadas de realizar una inversión son aquellos que precisamente respaldarán dicha decisión con la entrega de recursos.

#### 4.1. ¿Cuál es la mejor forma de permitir que este “mejor” mecanismo se desarrolle?

La respuesta a la interrogante anterior no es única. Existen por lo menos dos formas para lograr que las operaciones con las características que hemos señalado como idóneas para el desarrollo del mercado se desarrollen: (i) reestructurar la legislación aplicable a las ofertas privadas, o; (ii) flexibilizar la regulación para ofertas públicas dirigidas exclusivamente a inversionistas acreditados.

En cualquier de los dos casos, creemos que en la medida en que el mercado de instrumentos financieros se encuentre sujeto a la supervisión y control de dos organismos públicos distintos, es recomendable que, al menos, se institucionalice un ámbito de coordinación entre aquellos, de modo que la legislación que dicten siga un mismo diseño integral y no genere los costos de transacción injustificados que resten eficiencia a dicho mercado y, por ende, al sistema financiero.

##### 4.1.1. El esquema de las ofertas privadas

En caso optemos por la primera alternativa, más pura desde el punto de vista conceptual, lo que debería hacerse, en primer término, es lograr que las normas tributarias sean neutrales en cuanto al tratamiento de las ofertas públicas y las ofertas privadas –lo que no ocurre actualmente– pues, como hemos señalado, se incentivan las ofertas públicas por sobre las privadas, salvo que éstas sean dirigidas exclusivamente a una AFP<sup>2</sup>.

Por ello, el régimen de exoneración tributaria para la colocación y transferencia de valores existente para las ofertas privadas debería ser equivalente al que exista para las ofertas públicas.

Como cuestión práctica, y teniendo en cuenta que no toda oferta primaria de instrumentos financieros constituye una operación de financiamiento, proponemos que dicho tratamiento se limite a la colocación y negociación de instrumentos financieros por oferta privada a inversionistas acreditados. Para ello, no debe resultar exigible que el valor nominal o de colocación de los instrumentos esté por encima de determinada cifra, ya que eso resta liquidez al mercado secundario de dichos valores sin que existan razones para dicha restricción.

<sup>2</sup> Debe notarse, asimismo, que el tratamiento de ambos tipos de oferta debe además ser neutral respecto a mecanismos de financiamiento distintos al de emisión de instrumentos financieros, como los utilizados por los intermediarios del SIFI.

Nótese que la Resolución CONASEV 141-98-EF/94.10 intentó un camino análogo al anterior al expandir la categoría de inversionistas que podían ser considerados como inversionistas institucionales, entre los que se incluyó a gran parte de los inversionistas que hoy caen bajo la calificación de acreditados. No obstante, la iniciativa no estuvo acompañada de un adecuado tratamiento tributario. Posteriormente, la existencia de regulación especial que se debe cumplir para la colocación privada de instrumentos en determinados inversionistas institucionales terminó por hacer inviable esta figura.

De otro lado, como se indicó, en principio la regulación no debe establecer los requisitos de documentación e información que deben cumplirse para llevar a cabo una colocación privada, como ocurre en el caso de que los instrumentos se coloquen en determinados inversionistas institucionales. Debe resaltarse, sin embargo, que en estos supuestos el problema actual no viene tanto por el lado de los requisitos que impone la regulación, sino por la diversidad de regulaciones y trámites aplicables ante distintos organismos públicos.

En este caso, proponemos que si los organismos reguladores consideran que es necesario establecer requisitos para la colocación privada, estos establezcan un solo *set* de requisitos y procedimientos que deban cumplirse para la colocación a todos los inversionistas cuyas inversiones supervisan. Dichos requisitos deben ser los mínimos, de modo que sea el propio mercado el que encuentre la práctica más adecuada en términos de revelación de información para este tipo de operaciones.

No se pierda de vista que es importante hacer extensible el régimen de responsabilidad civil existente en la LMV y desarrollado por la reglamentación emitida por CONASEV, a este tipo de ofertas privadas.

#### 4.1.2. El esquema de las ofertas públicas dirigidas exclusivamente a inversionistas institucionales

Otra alternativa, quizá más sencilla desde el punto de vista práctico, es la segunda de las mencionadas, consistente en que el régimen de ofertas públicas dirigidas exclusivamente a inversionistas institucionales contemple la eliminación o reducción significativa de los requisitos que exige, que son los mismos que los establecidos para las ofertas públicas en general. Dichos requisitos no se justifican tomando en

cuenta el tipo de inversionistas a los que van dirigidas tales ofertas.

En este caso el resultado sería el mismo: tratamiento tributario no desventajoso y reducción de costos en el mecanismo de financiamiento.

#### 4.2. ¿Qué ocurrirá con la regulación para las ofertas públicas?

Las normas de oferta pública que siguen el *standard* general para este tipo de ofertas mantendrán su vigencia, ya que, eventualmente, se han realizado en el Perú y se realizarán en el futuro operaciones que involucren, o requieran involucrar, un ámbito mayor de los inversionistas acreditados (al público en general o a un número significativo de inversionistas distintos de los acreditados), como es el caso de ciertas ofertas de intercambio que hemos visto en el pasado. En tales supuestos se justifica la aplicación del régimen que dichas normas establecen.

En realidad qué suceda con determinada regulación no debería ser algo que nos deba preocupar, ya que lo único que interesa es que la normativa cumpla los objetivos económicos que subyacen a ella en beneficio de la sociedad. En este caso la normativa debe incentivar el funcionamiento del mercado primario de instrumentos financieros como instrumento de canalización de recursos en nuestra economía. La reforma está pendiente.

#### V. CONCLUSIONES

- La tendencia última en la regulación del mercado de instrumentos financieros consiste en flexibilizar los requerimientos regulatorios en el caso de ofertas dirigidas a inversionistas institucionales, experimentados o especializados.
- Dicha tendencia es un cambio en sentido correcto, pero se desarrolla dentro de una estrategia integral que busque el funcionamiento eficiente del mercado de productos financieros en su conjunto y, por ende, redunde en un beneficio del sistema financiero y de la economía.

La regulación actual del mercado de instrumentos financieros está compuesta por una serie de normas que no han sido desarrolladas desde una visión integral y que son dictadas y administradas por organismos reguladores distintos.

- A partir del análisis de los costos regulatorios y los costos tributarios que impone la legislación aplicable al mercado de instrumentos financieros, concluimos que existen incentivos para hacer ofertas públicas y ofertas privadas dirigidas exclusivamente a las AFP.
- No obstante, consideramos que de acuerdo con las características de nuestro mercado, el sistema más eficiente es el de las ofertas de valores dirigidas a inversionistas institucionales, experimentados y especializados en las que no se deban cumplir requisitos de revelación de información que vengan impuestos por la regulación, sino únicamente aquellos que la propias partes consideren convenientes y en las que los inversionistas con características distintas participen indirectamente a través de los inversionistas institucionales que constituyan esquemas colectivos de inversión, como los fondos mutuos y los fondos de pensiones.

A este mecanismo debe resultar aplicable el régimen de responsabilidad que existe para el caso de las ofertas públicas en la LMV. Asimismo, los mecanismos para hacer valer dicha responsabilidad deberían ser fortalecidos. No se descarta la aplicación de otros mecanismos de desincentivo a conductas dañosas del sistema.
- Dicho sistema, que resulta el más eficiente para nuestro mercado, sin embargo, no se desarrolla por los costos regulatorios y tributarios existentes.
- Existen dos alternativas para solucionar el problema mencionado: el introducir cambios en la regulación aplicable a las ofertas privadas, o flexibilizar y reducir costos al mecanismo de oferta pública dirigida exclusivamente a inversionistas acreditados.

En ambos casos, los costos de transacción serán menores en beneficio de los actuales participantes en el mercado y de aquellos que no pueden intervenir precisamente por la existencia de dichos costos.
- En cualquier caso, deberían establecerse mecanismos de coordinación entre los organismos públicos que dictan normas en relación con el mercado de instrumentos financieros, de modo que dichas normas se enmarquen en una estrategia integral que maximice el funcionamiento eficiente del sistema financiero.
- Las normas actuales de oferta pública seguirán vigentes, pero se aplicarán en aquellas circunstancias en la que resultan eficientes y justificadas, esto es, cuando sean ofertas dirigidas al público en general o un número significativo de inversionistas no institucionales, experimentados o acreditados.
- Queda claro entonces que se requiere dictar una regulación integral, que incluya los aspectos tributarios y que elimine las trabas que impidan un funcionamiento más eficiente del mercado primario de instrumentos financieros en beneficio de la economía nacional.