

Regulación tarifaria en la Bolsa de Valores de Lima

Renzo Abanto Bossio
Omar Gutiérrez Ochoa
Arturo Okumura Suzuki



esan
ediciones

REGULACIÓN TARIFARIA EN LA BOLSA DE VALORES DE LIMA

Regulación tarifaria en la Bolsa de Valores de Lima

Renzo Abanto Bossio
Omar Gutiérrez Ochoa
Arturo Okumura Suzuki

ESAN/Cendoc

ABANTO BOSSIO, Renzo ; GUTIÉRREZ OCHOA, Omar ; OKUMURA SUZUKI, Arturo.

Regulación tarifaria en la Bolsa de Valores de Lima. – Lima : Universidad ESAN, 2008. – 104 p. – (Publicaciones en Finanzas y Derecho Corporativo ; 1)

MERCADO DE CAPITALLES / TASA DE RETORNO / PRECIOS REGULADOS / MONOPOLIOS / PERÚ

HG 5400.15 P4A23

ISBN 978-9972-622-38-0

Regulación tarifaria en la Bolsa de Valores de Lima

Serie Publicaciones en Finanzas y Derecho Corporativo 1

© Universidad ESAN

Av. Alonso de Molina 1652, Surco, Lima-Perú

Abril de 2008

www.esan.edu.pe

esanediciones@esan.edu.pe

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N.º 2008-05725

DISEÑO DE CARÁTULA

Christian Portugal

DISEÑO DE INTERIORES Y DIAGRAMACIÓN

Ana María Tessey

IMPRESIÓN

Tarea Asociación Gráfica Educativa

ÍNDICE

Serie Publicaciones en Finanzas y Derecho Corporativo	9
Introducción	11
Capítulo 1: Marco teórico: fundamentos para la regulación tarifaria	15
1. Fallas de mercado	15
2. Opciones regulatorias	19
3. Ventajas y desventajas de la regulación	21
Capítulo 2: Regulación de tarifas en la Bolsa de Valores de Lima (BVL)	25
1. Antecedentes	25
2. Servicios prestados por la BVL	31
3. Características de los servicios prestados por la BVL	36
3.1. Mercado relevante	36
3.2. Poder de mercado	47
4. La BVL como monopolio natural	51
5. Opciones ante la problemática del sector	52
5.1. Viabilidad de aplicación de mecanismos regulatorios	53
5.2. Fundamento económico y legal	55
Capítulo 3: Experiencias de regulación tarifaria en el mercado de valores	57
1. Regulación de tarifas de bolsas de valores	57
1.1. México	58
1.2. Venezuela	59
1.3. Ecuador	60

1.4. Chile	61
1.5. Argentina	61
1.6. Brasil	62
1.7. Estados Unidos	62
2. Regulación tarifaria en el mercado de valores peruano	65
Capítulo 4: Alternativas de regulación de tarifas. Ventajas y desventajas de su aplicación en el sector	71
1. Tasa de retorno	72
2. Precio tope	80
3. Regulación por comparación	84
Capítulo 5: Propuesta metodológica de regulación tarifaria para la BVL	89
Conclusiones	93
Bibliografía	97
Anexo: Lista de abreviaturas utilizadas	101
Sobre los autores	103

Serie Publicaciones en Finanzas y Derecho Corporativo

Hoy en día la formación profesional constituye un capital valioso, no solo desde la perspectiva del crecimiento y el desarrollo personal, sino también por las exigencias de una economía –global y local-cada vez más competitiva.

Si bien los conocimientos se desarrollan por especialidades y las profesiones trazan un rumbo laboral relativamente predeterminado, hoy los límites entre ellas son cada vez menos perceptibles. Ahora, quienes lograron una profesión de base necesitan ampliar sus conocimientos y adquirir el dominio de conceptos y aplicaciones que son propias de otras áreas del saber para competir con éxito en el mercado profesional.

En particular, los profesionales del Derecho deben tener a su alcance herramientas de análisis y experiencias que aumenten y enriquezcan su bagaje profesional, de modo que, con el dominio de los fundamentos de otras profesiones, puedan ser catalizadores de proyectos de desarrollo para beneficio de la sociedad.

Atento al nuevo entorno, el Instituto de Regulación y Finanzas de la Universidad ESAN presenta la Serie de Publicaciones en Finanzas y Derecho Corporativo, esfuerzo editorial que ofrece a la comunidad profesional y académica, específicamente a los profesionales del Derecho, un medio que conjuga sinérgicamente temas innovadores del Derecho y las Finanzas que vienen configurando nuevos escenarios de participación privada y/o pública en el quehacer de la sociedad.

El propósito de esta nueva serie es difundir conocimientos, investigaciones y experiencias locales e internacionales; trabajos elaborados con los estándares de exigencia y rigor característicos de ESAN, pero que a la vez mantengan un claro sentido práctico que ayude a introducir repuestas novedosas a la inquietante realidad actual.

Esta publicación aspira a contar con la colaboración de un reconocido grupo de profesionales cuyos aportes en aspectos regulatorios, financieros y legales la conviertan en material de consulta ágil y de permanente vigencia.

Sergio Bravo Orellana

Director

Instituto de Regulación y Fiananzas

INTRODUCCIÓN

Se ha discutido si las bolsas de valores al prestar servicios de negociación centralizada e interconectar a los ofertantes y demandantes ofrece o no un servicio público.

Tradicionalmente, las bolsas de valores tenían una estructura mutualizada, es decir, sin fines de lucro, y estaban integradas en lo fundamental por agentes intermediarios. Los asociados de las bolsas de valores veían en ellas una herramienta que facilitaba su negocio de intermediación.

Sin embargo, como resultado de la globalización y la búsqueda de eficiencia en el desempeño de los mecanismos centralizados de negociación, varias bolsas optaron por transformarse en organizaciones lucrativas, en las que se distinguió la propiedad sobre la bolsa de las actividades de intermediación.

Esta situación generó problemas en la organización de la regulación, como es el caso de la autorregulación. Esta función implica la asignación de importantes recursos que, en el marco de una visión de corto plazo, podría afectar los resultados económicos del negocio.

Otro problema que se presentó, especialmente en los mercados poco desarrollados —en los cuales los volúmenes de negociación no permiten la existencia de más de una bolsa de valores—, fue la ausencia de restricciones para extraer la mayor cantidad de beneficios de la sociedad aprovechando la posición monopólica. Ello se agrava por el hecho de que los principales inversionistas del mercado tienen

la obligación de realizar sus transacciones a través de dicho mecanismo centralizado de negociación.

Con el objeto de neutralizar estos incentivos para obtener el máximo beneficio, se ha planteado la necesidad de que el Estado regule las tarifas que estas entidades aplican, lo cual ha sido recogido por la actual Ley de Mercado de Valores. No obstante, si bien la entidad estatal encargada de esta función ya ha tenido una primera experiencia en la aprobación de las tarifas de la bolsa de valores, no ha adoptado un modelo tarifario que permita predecir la forma en que se deberán regular tales tarifas.

En ese sentido, el objetivo del presente trabajo es definir de forma conceptual si se justifica la intervención estatal a través de la regulación tarifaria de los servicios de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y, de ser este el caso, establecer cuál es el mejor mecanismo de regulación de tarifas aplicable.

Para tales efectos, se analizará la necesidad de que el Estado intervenga en la regulación de las tarifas por los servicios brindados por la Bolsa de Valores de Lima, se identificará el mercado relevante de estos servicios y se definirá si nos encontramos frente a un monopolio natural a fin de proponer un esquema tarifario idóneo.

Resulta necesario señalar que, sin perjuicio del enfoque que se ha dado al presente trabajo de investigación, existen serias limitaciones para acceder a información detallada de costos de las bolsas de valores de la región, lo cual imposibilita la elaboración de modelos financieros que permitan identificar las deficiencias prácticas de su implementación. Es así que se ha privilegiado una aproximación teórica al tema que nos ocupa.

El capítulo 1 muestra el marco conceptual y teórico sobre el que se basa el tema de la regulación tarifaria e incluye la identificación de las ventajas y desventajas de su aplicación. En el capítulo 2 se realiza un repaso del funcionamiento actual de las tarifas en la Bolsa de Va-

lores de Lima, se señala cuáles son los servicios que esta ofrece y se indica cuál es el poder monopólico que posee en el mercado.

En el capítulo 3 se ofrece un resumen del tratamiento de la regulación tarifaria en otras bolsas de valores relevantes y de la aproximación que se le da al tema en el mercado peruano. En el capítulo 4 se hace un repaso de los principales métodos de regulación tarifaria, indicando sus características, aplicación, ventajas y desventajas.

De esta manera, se han preparado los insumos para realizar una propuesta de regulación tarifaria acorde con la Bolsa de Valores de Lima, la que se presenta en el capítulo 5 y en las conclusiones de la propuesta.

Cabe señalar que la presente investigación fue culminada con anterioridad a la emisión de la Resolución Gerencia General N.º 041-2007-EF/94.11, del 8 de marzo de 2007, mediante la cual se aprobaron las tarifas propuestas por la Bolsa de Valores de Lima S.A.

MARCO TEÓRICO: FUNDAMENTOS PARA LA REGULACIÓN TARIFARIA

El presente capítulo tiene como propósito definir el marco conceptual que sustenta la intervención estatal en la regulación. Para tales efectos, se analizarán las fallas de mercado que presenta la economía, así como las diversas formas en las que se manifiesta la intervención estatal destinada a restablecer el equilibrio. Finalmente, se abordarán las ventajas y las desventajas que implica la intervención. Consideramos oportuno señalar que la relevancia del presente capítulo radica en que los conceptos que aquí se exponen servirán de fundamento para el estudio del caso que nos ocupa.

1. Fallas de mercado

Los argumentos que justifican la intervención estatal en el mercado son diversos y variables, de acuerdo con la coyuntura política o económica desde las cuales se propongan.

En un mercado en competencia perfecta, donde demandantes y oferentes concurren libremente, el precio se forma como consecuencia de la intersección de ambas fuerzas, lo que se traduce en la asignación eficiente de recursos. Sin embargo, existen situaciones donde estas fuerzas promotoras del mercado no concurren de manera libre creándose equilibrios subóptimos. En estas situaciones, denominadas fallas de mercado, se debe recurrir a soluciones externas al mercado para conseguir resultados más beneficiosos de los que se producen en la situación inicial.

Sobre el particular, tal como señala Quintanilla (2004), los supuestos para la intervención estatal serán la existencia de fallas de mercado o *market failures* y la presencia de escenarios en los que, como resultado de la intervención estatal, se obtenga un mayor beneficio social. La teoría microeconómica considera usualmente entre las fallas de mercado a los monopolios naturales, los supuestos de información asimétrica, las externalidades y los bienes públicos.

Los monopolios naturales

Para empezar, los monopolios y los monopolios naturales se configuran cuando un ofertante está en aptitud de atender a una industria completa o a todo el mercado. La conducta monopólica se verifica principalmente en la fijación de precios y en la cantidad de productos, y resulta sostenible en tanto haya un único ofertante, el producto ofrecido no cuente con sustitutos perfectos y existan barreras de acceso que nos sitúen en un mercado no contestable.

El monopolio natural se produce en aquellas actividades o industrias donde, por sus características propias, la competencia no es posible o, de serlo, restaría eficiencia a la sociedad debido, fundamentalmente, a que la provisión de determinado bien o servicio se logra con menores costos si es proporcionado por un solo agente. Esta propiedad es definida por la doctrina económica como subaditividad de costos.

Entonces, una empresa podrá ser definida como monopólica mientras la producción de bienes o prestación de servicios que realice en forma exclusiva minimice sus costos. Así, el factor que realmente determina el supuesto de eficiencia antes descrito es la subaditividad de su función de costos; de esta manera, las barreras de acceso que determinan la falta de respuesta del mercado en el que se desenvuelve el monopolista resultan estructurales antes que conductuales (Viscusi, 2000). La definición ensayada pretende identificar las características constitutivas de un monopolio natural en abstracto, ya que la propia situación monopólica podría incentivar conductas socialmente ineficientes.

Sin considerar la eficiencia que puede implicar la prestación de un servicio por parte de un monopolista, la poca respuesta del mercado puede incentivar la fijación de precios sobre niveles socialmente óptimos y generar ineficiencias en el mercado. La dificultad que implica identificar la real estructura de costos del monopolista, y por ende su margen de rentabilidad, se encuentra intrínsecamente ligada a la asimetría informativa existente.

La asimetría en la información

La llamada asimetría en la información es una falla del mercado que nace debido a que la información disponible en el mercado resulta insuficiente o excesivamente onerosa como para permitir a los consumidores disponer de ella y adoptar decisiones de consumo eficientes. También ocurre en los casos en que el ocultamiento o manipulación de información reporta un beneficio para el que produce un bien o provee un servicio.

La asimetría informativa usualmente se presenta a través de: a) costos de agencia, porque la falta de coincidencia entre los intereses del agente y el principal y el inadecuado manejo de información sobre el desempeño del primero generan la necesidad de monitorearlo y, en consecuencia, de incurrir en sobrecostos; b) la selección adversa, porque la insuficiente información respecto de las características de dos agentes determinados implica la adopción de un criterio de elección ineficiente por parte del principal; y c) el riesgo moral, que supone la inadecuada interiorización de las características particulares de un agente en un contrato, lo que genera incentivos para el incumplimiento (Mascareñas, 1999).

Este tipo de falla de mercado resulta determinante para establecer la forma en que se producirá la intervención estatal. Ello en tanto que la inexistencia de información perfecta tendrá una incidencia directa en el modelo tarifario por el cual se opte, no solo desde el enfoque de costos de agencia, sino desde el de la selección adversa, por el cual la asimetría informativa podrá ocasionar la implementación

de medidas regulatorias susceptibles de generar distorsiones en el mercado (Lasheras, 1999).

Las externalidades

Las externalidades, como los «beneficios inesperados» o *beneficios windfall*, se configuran cuando la empresa encuentra una fuente de abastecimiento significativamente más barata que las demás alternativas existentes en su mercado o cuando posee un activo cuyo valor se incrementa en forma excesiva por factores externos. En estos supuestos, la existencia del beneficio adicional, generalmente derivado de un caso fortuito antes que de una estrategia de la propia empresa, es lo que da lugar a la imposición de algún tipo de impuesto o tasa respecto de dicho beneficio, para distribuir este entre los consumidores. Las externalidades, positivas o negativas, dan lugar a que el precio del producto o servicio no refleje el verdadero costo en que incurre la sociedad.

Los bienes públicos

Por otro lado, la relación entre los bienes públicos y el riesgo moral constituyen una falla relevante en aquellos mercados en los que los derechos de propiedad no se encuentran adecuadamente definidos y, en consecuencia, resulta demasiado oneroso evitar el aprovechamiento de bienes públicos. La falla consiste, principalmente, en no permitir la exclusión en el uso de aquellos consumidores que no han aportado para el mantenimiento de dichos bienes (*free riders*). Asimismo, el riesgo moral vinculado a dicho tipo de bienes origina su uso intensivo, sin tener en consideración el costo que estos implican para la sociedad.

Otras fallas del mercado

Si bien las anteriormente descritas son las fallas de mercado más frecuentes, entendemos que tal clasificación resulta insuficiente, motivo por el cual se incluyen más elementos ya propuestos por la doctrina económica (Baldwin, 1999).

La falta de continuidad y de disponibilidad, que resulta cuando el mercado no es capaz de proveer los niveles socialmente deseados de un servicio es otra de las fallas de mercado. La escasez y el racionamiento son premisas que justifican la intervención estatal en aquellos casos en los que la oferta de determinados bienes resulta mínima.

La racionalización y la coordinación aluden a aquellas situaciones en las que el elevado costo de transacción puede afectar negativamente una asignación de recursos eficiente. En contra de esto, la justicia distributiva y las políticas sociales también pueden afectar el normal desempeño del mercado cuando la propia intervención estatal posee un sesgo paternalista.

Las conductas anticompetitivas y los precios predatorios, referidos a barreras de acceso conductuales realizadas por los agentes establecidos en el mercado, se presentan usualmente en aquellos oferentes que poseen poder de mercado y nos son necesariamente un monopolio. De aquí también se desprende el poder de negociación desigual (*unequal bargaining power*), que afecta la asignación eficiente de un bien en el mercado.

2. Opciones regulatorias

Como ya se indicó, las fallas de mercado son unos de los motivos que justifican la intervención. Frente a tal escenario, las opciones del Estado podrán comprender desde la inacción hasta la intervención directa, atravesando una serie de posibilidades intermedias.

Entre las alternativas que interesan al objetivo de la presente investigación están aquellas que implican acción por parte del Estado, en tanto que podrán ser englobadas dentro de la actividad regulatoria estatal, ejercida en virtud de su capacidad coercitiva para restringir las conductas de los agentes económicos (Viscusi, 2000).

Sobre el particular, es necesario tener en consideración que al definir una estrategia regulatoria se deberán tener en cuenta los recursos con los que el Estado cuenta a fin de influir en determinada actividad dentro del ámbito industrial, económico o social. Lo que dará forma a las diversas estrategias regulatorias a emplear será la manera en que interaccionan los recursos, entre los que destaca obviamente la capacidad coercitiva del Estado.

Resulta de interés la clasificación que se detalla a continuación sobre estrategias regulatorias, la cual parte del análisis de las diversas formas en las que el Estado puede influenciar conductas. Estas estrategias son: a) comando y control, que establece estándares de conducta para los agentes económicos, así como la imposición de sanciones ante su inobservancia; b) autorregulación, que supone la existencia de una organización no gubernamental encargada del establecimiento de reglas de conducta y de la supervisión de su cumplimiento que podrá ser definida como «forzada» cuando se encuentre sujeta a una forma de estructuración o control estatal; c) incentivos, que supone el establecimiento de beneficios particulares para lograr impulsar una conducta deseada en los agentes económicos¹; d) direccionamiento de mercado, consistente en que las fuerzas competitivas se conducen hacia fines determinados a través de mecanismos como leyes de competencia y otorgamiento de licencias, a efectos de obtener un beneficio para los consumidores; e) divulgación de información (*disclosure*), en la cual la información es diseminada para que la toma de decisión de los consumidores sea eficiente presentando un bajo nivel intervencionista; f) acción directa, en la cual la intervención estatal es alta e implica la realización de una conducta específica, no limitándose al delineamiento de políticas; g) determinación de derechos y responsabilidades (*rights and liabilities*), en la que tanto los derechos como las responsabilidades y las obligaciones son asignadas en función a la capacidad de generar incentivos, tanto para la realización de conductas como para la abstención de estas

1. Sin perjuicio de las bondades de dicha opción a nivel de costos, resulta oportuno precisar que no siempre será posible determinar el impacto real de dichos incentivos, específicamente en el caso de conductas económicamente irracionales.

y; h) la de compensación pública y esquemas de seguridad social, destinados a desincentivar conductas no a través de la imposición de multas sino, por el contrario, mediante esquemas de compensación o seguros que vinculen el monto de prima pagado con el desempeño histórico (Baldwin, 1999).

Como se aprecia, la intervención estatal puede manifestarse a través de múltiples mecanismos, teniendo en consideración la forma en que se pretenda influenciar la conducta de los agentes económicos en el mercado. Sin embargo, la elección del mecanismo regulatorio idóneo deberá partir del análisis inicial de las ventajas y las desventajas que este puede acarrear, de tal manera que la intervención estatal no implique la generación de mayores ineficiencias en el mercado.

3. Ventajas y desventajas de la regulación

Las fallas de mercado descritas en el punto 1 del presente capítulo dan como resultado que la eficiencia implícita de los mercados perfectos no se realice en la práctica. Siendo así, será necesaria la intervención del Estado a través de alguno de los mecanismos regulatorios antes descritos para lograr situaciones de eficiencia social. Esta es la ventaja más relevante, sino la única, de la actividad regulatoria estatal, frente a la opción contraria de no intervención.

Sobre el particular, es importante indicar que la premisa que justifica la intervención estatal es la obtención de un beneficio social que supere el costo de la regulación, motivo por el cual se la define como de tipo subsidiario.

No obstante lo señalado, existen determinados supuestos que pueden ocasionar que la intervención resulte ineficiente. Tales supuestos son las denominadas fallas regulatorias (Lasheras, 1999), las cuales afectan directamente al costo regulatorio y pueden clasificarse en: a) de información e incentivos, b) de sostenibilidad o consistencia de las decisiones, y c) de captura ante los intereses particulares.

Las fallas de información e incentivos se producen cuando a pesar de que la intervención estatal tiene como objetivo el generar eficiencia en el mercado, la asimetría informativa respecto de los agentes del mercado y del regulador da como resultado la adopción de mecanismos regulatorios ineficientes.

Las fallas de sostenibilidad o consistencia de las decisiones se originan como consecuencia de la visión de corto plazo que caracteriza los procesos de toma de decisión en el sector público, y la falta de consistencia de estos. La situación descrita obedece al *trade off* existente entre eficiencia estática y eficiencia dinámica, es decir, se debe a la posibilidad de que la decisión adoptada por el regulador para satisfacer un interés particular en un momento determinado resulte inconsistente o incoherente con la política general de actuación. Por lo tanto, es factible que la inconsistencia que puede presentarse en la intervención estatal genere mayores ineficiencias (Lasheras, 1999).

Las fallas de captura ante los intereses particulares se ocasionan en tanto las decisiones del regulador se ven influenciadas por grupos de interés dominantes, creando medidas que podrían implicar supuestos de ineficiencia social debido a la falta de coincidencia que generalmente existe entre los intereses de dichos grupos y los mayoritarios. Por ello, la posibilidad de imperfección en la acción del Estado, así como los costos que esta apareja, hacen necesario comparar los beneficios pasibles de generación con los costos implícitos de la regulación (Ramírez, 2004).

Es posible calificar como una ventaja de la regulación la posibilidad de corregir las imperfecciones del mercado incentivando a las empresas a lograr la eficiencia en la producción de los bienes o servicios regulados y a garantizar un precio competitivo para los consumidores. Del mismo modo, es claro que dicha intervención se encontrará en aptitud de generar una situación ineficiente, en virtud de las fallas regulatorias antes descritas, lo cual configura, sin duda, la principal desventaja de la intervención estatal.

En base a los tres puntos analizados en este capítulo, el presente estudio investigará cual es el mejor método de regulación que se podría aplicar al tema tarifario en la Bolsa de Valores de Lima, identificando el poder monopólico del mercado, las fallas que se podrían presentar y buscando encontrar un mecanismo que minimice las posibles fallas regulatorias.

REGULACIÓN DE TARIFAS EN LA BOLSA DE VALORES DE LIMA

A fin de desarrollar la propuesta metodológica de regulación tarifaria que motiva el presente trabajo, es necesario exponer previamente las características principales de las actividades y la gestión de la Bolsa de Valores de Lima (BVL). Para tal objetivo, en el presente capítulo partimos de un breve examen de sus antecedentes, para luego enfocarnos en un análisis detallado de las principales características de los servicios que presta la BVL. El procedimiento antes mencionado nos permitirá identificar las particularidades que implica la regulación de las tarifas que cobra la BVL.

1. Antecedentes

Tradicionalmente, las bolsas de valores se constituyeron como organizaciones mutuales sin fines de lucro cuyo objetivo era brindar espacios donde se pudieran centralizar la oferta y la demanda del mercado para la transacción de valores.

En este marco, la propiedad de las bolsas de valores usualmente no se desligaba de la posibilidad de operar en ella como intermediario. La propiedad de la bolsa de valores tenía como finalidad coadyuvar a la realización eficiente de la actividad principal de estos propietarios, es decir, la intermediación.

La forma generalizada de organización de las bolsas de valores se reflejó también en el marco normativo vigente en el Perú hasta

finés del siglo pasado. Tanto el Decreto Legislativo N.º 755 como el Decreto Legislativo N.º 861 establecían que las bolsas de valores solo se podían constituir bajo la forma de asociaciones civiles. Es decir, debían ser entidades sin fines de lucro impedidas de distribuir entre sus asociados, directa o indirectamente, algún tipo de dividendo, sea en efectivo o a través de la devolución de aportes.

La globalización y la búsqueda de mayor eficiencia en el desempeño de los mecanismos centralizados de negociación a través de la asignación específica de titularidades llevaron a varias bolsas de valores a transformarse en organizaciones con fines de lucro. De esta manera, se desligó la titularidad sobre la gestión del mecanismo centralizado de negociación, de la actividad de intermediación realizada dentro de su ámbito.

La desmutualización de las bolsas de valores en los mercados desarrollados ha sido bastante rápida. Desde 1993, año en que se produjo la primera desmutualización, 21 bolsas de valores de mercados desarrollados se han desmutualizado. Ello representa casi el 40% de los miembros de la Federación Internacional de Bolsas de Valores (FIBV). Por el contrario, la desmutualización de las bolsas de valores en los mercados emergentes ha sido relativamente lenta. Hasta abril del año 2005, la desmutualización de las bolsas había sido completada solo por 5 de 76 mercados emergentes (International Organization of Securities Commissions, OICV, 2005).

En el Perú, la modificación del artículo N.º 130 de la Ley de Mercado de Valores realizada mediante la Ley N.º 27649, del 23 de enero de 2002, permitió que las bolsas de valores se constituyeran alternativamente bajo la forma de asociaciones civiles sin fines de lucro o sociedades anónimas.

Esta nueva forma de organización societaria otorga a los gestores de las bolsas de valores los incentivos suficientes para tratar de maximizar sus beneficios, detrayendo la mayor cantidad de excedentes a los inversionistas. Tal situación podría restringir las transacciones

con valores y perjudicar la eficiencia del mercado de valores, en caso de que el precio se torne prohibitivo. En dicho supuesto, se dificultaría la transferencia de propiedad de los activos financieros a aquellos inversionistas que los valoran más y que, por ende, están dispuestos a pagar un mayor precio por ello.

Resulta necesario señalar que la posibilidad de adoptar la forma societaria como una sociedad anónima varía ciertamente los incentivos de la bolsa de valores. Por este motivo, el regulador ha considerado mecanismos tales como la limitación de la participación en la propiedad de las bolsas de valores y la aprobación previa de sus tarifas. Estas restricciones tienen como objeto atenuar, en parte, los efectos negativos que la posibilidad de distribución de beneficios acarrea para un mecanismo centralizado de negociación, asegurando que tal forma societaria no afecte las funciones que la bolsa debe cumplir en el mercado, tales como la autorregulación y las transacciones de valores a costos eficientes.

Por esta razón, tomando en cuenta que los incentivos de los administradores de una sociedad con fines de lucro son diferentes a los que tienen las asociaciones civiles sin fines de lucro, la modificación de la referida Ley del Mercado de Valores también estableció que en el caso de las bolsas de valores que adopten la forma de sociedades anónimas, las tarifas que cobren por los servicios que prestan deben ser aprobadas previamente por el organismo regulador.

No obstante el mandato legal antes referido, el proceso de fijación tarifaria ha enfrentado una serie de dificultades, tal como detallaremos a continuación. Al respecto, debemos hacer hincapié en el hecho de que hasta el año 2006 no se produjo una regulación efectiva de tarifas debido a que, entre otros factores, la BVL cuestionó inicialmente la aplicación de lo dispuesto por la Ley del Mercado de Valores (Apoyo Consultoría S.A., 2004).

En dicha oportunidad se estableció como premisa que si bien la Ley no es concluyente en cuanto a los criterios que seguirá el regu-

lador para aprobar las tarifas propuestas, sobre la base de las experiencias anteriores se preveía que el regulador introduciría alguna forma de regulación por costos. En ese sentido, la BVL cuestionó la idoneidad del mecanismo regulatorio a implementar, tal como a continuación se señala.

De acuerdo con el informe sustentatorio de la BVL, esta desarrolla sus operaciones en un entorno competitivo, tanto en el ámbito nacional como internacional, por lo que no era necesario regular sus tarifas.

En este sentido, la BVL propuso un esquema regulatorio mediante el cual sus tarifas se considerasen aprobadas automáticamente, salvo que, a solicitud de parte o de oficio, el regulador del mercado de valores iniciara un proceso que termine por establecer la tarifa de un determinado producto o servicio, cuando se demuestre previamente que no existen condiciones competitivas en la provisión de los productos o servicios bajo controversia. Este procedimiento requeriría —según la BVL— la opinión previa de la entidad gubernamental especializada en la protección de la libre competencia, acerca de las condiciones de competencia existente en los servicios que presta (Apoyo Consultoría S.A., 2004).

Sobre el particular, sin entrar en mayor detalle con relación a los argumentos vertidos por la BVL, debemos indicar que la exposición de motivos de la modificación a la Ley del Mercado de Valores que introdujo la regulación tarifaria de las bolsas de valores constituidas bajo la forma de sociedades anónimas estableció que esta regulación no solo se aplicaría en caso de que la bolsa prestara servicios en condición de monopolio, como lo es actualmente y cuyo sustento se desarrollará más adelante, sino incluso cuando concurriesen en el mercado dos o más bolsas de valores constituidas bajo esta forma societaria (Ministerio de Economía y Finanzas, 2001; Conasev, 2004).

La versión original del documento de consulta ciudadana, denominado «Acceso al Financiamiento a través del Mercado de Valores»,

contenía dentro de las propuestas de modificación normativa, por aplicar al Decreto Legislativo N.º 861, una referida a la aprobación de tarifas. Dentro de la misma se hacía referencia expresa a que la facultad de aprobar tarifas que se pretendía otorgar a la Comisión Nacional de Empresas y Valores (Conasev) sería aplicable incluso en el supuesto de que existiese más de una bolsa de valores.

Por esta razón, el sistema legal peruano ha considerado que la forma societaria de la bolsa de valores genera incentivos para aprovechar la posición de dominio que pudiera tener en el mercado a través de la fijación de precios monopólicos u otro tipo de prácticas. A criterio del legislador, cuando la bolsa de valores es una asociación civil tiene menores incentivos para aprovechar su condición de monopolista por la vía de los precios, teniendo en cuenta que su forma de repartir los excedentes extraídos a los demandantes de sus servicios es muy limitada. Por el contrario, en el caso de una sociedad anónima existen los incentivos para extraer estos excedentes, dado que los accionistas se verán inmediatamente beneficiados de dicha situación a través de los resultados de la sociedad (Conasev, 2004).

Tomando en cuenta lo anterior, el planteamiento de la BVL fue rechazado por el regulador, tanto porque a su criterio existirían razones técnicas para regular tales tarifas, como por la existencia de un mandato normativo que debe ser cumplido.

Así, iniciado el procedimiento de fijación tarifaria, la propuesta presentada inicialmente por la BVL, el 21 de junio de 2004, dio lugar a la emisión de cuatro oficios de observaciones y requerimientos de información por parte de la Conasev.

Dichas observaciones se refirieron, principalmente, al cuestionamiento de la falta de consistencia en las tarifas de negociación, la justificación de las tarifas aplicables por concepto de reclamos, la necesidad de contar con información (justificación, cuantía y periodo de aplicación) con respecto a las políticas de descuento, el tipo de cambio aplicable al tarifario, la actualización de la base de indexa-

ción, así como con relación a las tarifas aplicables a instrumentos de corto plazo y a la colocación primaria de valores.

Tras el otorgamiento de una serie de prórrogas a la BVL, a efectos de levantar las observaciones formuladas, el 8 de marzo de 2007 se emite la Resolución Gerencia General N.º 041-2007-EF/94.11, mediante la cual se aprueba la propuesta de tarifas formulada por la BVL.

Sobre el particular, debemos señalar que tal como se desprende del Informe N.º 0316-2007-EF/94.45, del 7 de marzo de 2007, que sirve de sustento a la resolución antes referida, aun cuando la Gerencia de Mercados y Emisores opinó favorablemente en relación con la aprobación de las tarifas propuestas en función de los criterios desarrollados a lo largo de dicho informe, se concluyó que resultaba necesario promover la conducción de un estudio que permitiera contar con un modelo de regulación tarifaria que se adecúe a las características propias de la BVL.

Como resulta posible concluir de lo antes señalado, el procedimiento por el cual se aprobaron las tarifas propuestas por la BVL no recoge un modelo tarifario expreso, sino que parte de un análisis de cumplimiento de requisitos mínimos sobre la base de los principios recogidos en el artículo N.º 132 de la Ley de Mercado de Valores; esto es, el Equilibrio Financiero y la Equidad entre Usuarios. Así, el procedimiento de aprobación no se orientó a crear mecanismos e incentivos tendentes a simular situaciones o conductas competitivas, ausentes en un supuesto de monopolio natural.

En ese sentido, aun habiéndose aprobado las tarifas propuestas, en la práctica el regulador no ha establecido un adecuado mecanismo regulatorio aplicable a la fijación de tarifas por los servicios prestados por las bolsas de valores sujetas a su ámbito de competencia, se ha limitado a fiscalizar el cumplimiento de principios mínimos relacionados con su función fiscalizadora, mas no reguladora.

Siendo conscientes de la deficiencia antes indicada y a efectos de formular una propuesta que permita superarla, resulta necesario analizar el entorno en el que se desenvuelve la BVL. Ello nos permitirá identificar si se verifican fallas de mercado relevantes en sus actividades y nos dotará de la información necesaria para proponer un modelo tarifario acorde con su realidad.

Teniendo en consideración lo antes señalado, corresponde evaluar las condiciones de competencia que enfrenta la BVL en el mercado. Para ello se deben identificar los servicios que presta así como su mercado relevante. En este último aspecto, se requiere evaluar las posibilidades económicas y tecnológicas que tienen los consumidores para sustituir estos servicios.

A continuación, se realizará un breve análisis de los principales servicios prestados por la BVL, así como de las condiciones de competencia que enfrenta en el mercado para, posteriormente, discutir las diversas alternativas de actuación ante la problemática que pudiera presentar el sector.

2. Servicios prestados por la BVL

La BVL tiene como finalidad facilitar la negociación de valores mobiliarios y otros productos brindando los servicios, los sistemas y los mecanismos adecuados para su negociación de forma justa, competitiva, ordenada, continua y transparente.

Tomando en cuenta lo dicho, los principales servicios prestados por la BVL se pueden clasificar en las siguientes categorías: inscripción y cotización, negociación e información.

La inscripción y cotización es la principal fuente de ingresos fijos de la BVLL. En los años 2004, 2005 y 2006 representó el 65%, 53% y 39% del total de sus ingresos, respectivamente. En términos absolutos, tales ingresos crecieron en el 2005 y 2006 en 9,2% y 2,7%,

respectivamente, con relación al año anterior. No obstante, los ingresos absolutos por negociación se incrementaron en un monto mucho mayor con relación al año anterior (79% y 102% en el 2005 y 2006, respectivamente); por esta razón, si bien la participación porcentual de los ingresos por inscripción y cotización se redujeron en los años 2005 y 2006, en términos absolutos han presentado un crecimiento sostenido.

La inscripción implica el registro del valor mobiliario en el registro de valores de la BVL. Esta inscripción es requisito previo para la negociación del valor en rueda de bolsa. Los demandantes de este servicio son las personas jurídicas emisoras de valores. Además del pago de la tarifa correspondiente, los solicitantes de la inscripción deben presentar a la BVL y al regulador determinada información que varía en función del tipo de valor mobiliario que se va a inscribir, así como de la entidad que solicita la inscripción.

La tarifa por inscripción se ha establecido como un porcentaje del monto de la emisión de valores por inscribirse. Se cobra por una única vez y se calcula específicamente respecto del monto colocado, en el caso de instrumentos de renta fija, o del monto inscrito, en el caso de instrumentos de renta variable. Asimismo, en el caso de los instrumentos de renta fija, esta tarifa varía dependiendo de si el emisor del valor ya tiene inscritos valores de renta variable o no los tiene, o si se trata de determinados instrumentos de deuda tales como los certificados de depósito.

Por otro lado, la cotización es el servicio de mantenimiento del valor mobiliario y de la sociedad emisora en los registros de la BVL. Este mantenimiento incluye el de la información sobre el valor mobiliario: cotizaciones, fecha de entrega de beneficios, actualización de valor nominal y monto emitido, etc.; así como el de la sociedad emisora: información financiera, hechos de importancia, gobierno corporativo, memorias anuales. Si bien el servicio de cotización es pagado por las sociedades emisoras, este resulta beneficioso para los inversionistas que emplean la información para realizar transacciones en bolsa.

Debemos precisar que la inscripción y la cotización son servicios complementarios y, hasta cierto punto, indivisibles. Mientras que el primero está referido a la verificación de las condiciones legales y los requisitos de información para que los valores mobiliarios puedan ser objeto de oferta pública, el segundo se encuentra relacionado con el mantenimiento de dichas condiciones legales, así como con la actualización de la información presentada originalmente.

En el caso de los valores objeto de oferta pública primaria, la labor la realiza principalmente la Conasev. En estos casos la inscripción en los registros de la BVL es un trámite administrativo. En el caso de inscripción de valores previamente emitidos, la labor es realizada en un primer momento por la BVL, pero el cumplimiento de los requisitos legales y las obligaciones de información también es revisado por la entidad supervisora estatal.

La negociación, por su parte, constituye la segunda fuente de ingresos más importante de la BVL. A diferencia del servicio de inscripción y cotización, el monto absoluto que representa sobre el total de ingresos de la bolsa tiene una mayor volatilidad, dependiendo de las condiciones del mercado y de la economía. Esta fuente representó 27%, 38% y 54% de los ingresos de la BVL durante los años 2004, 2005 y 2006, respectivamente.

La negociación implica el acceso de las sociedades agentes de bolsa, en su calidad de intermediarios de valores, al sistema electrónico del mecanismo centralizado de negociación, denominado ELEX. A través de este sistema se ingresan las propuestas de transacciones con valores¹ y se realiza el calce automático de las propuestas que coincidan.

1. Estas propuestas pueden ser de compra o de venta en el mercado continuo o en el mercado de subastas, así como de operaciones de reporte, préstamo y de compra a plazo con prima. Los valores transados en estos tipos de operaciones son previamente definidos por la BVL y pueden ser acciones, certificados de suscripción preferente, instrumentos representativos de deuda, de participación, certificados de depósito, etc.

El servicio de negociación está referido exclusivamente a las facilidades otorgadas para la negociación de determinados valores inscritos en el registro de valores de la BVL. De esta manera, el inversionista que desee negociar determinado valor listado en la BVL podrá optar por emplear los servicios ofrecidos por esta o por terceros para interconectar la oferta y la demanda sobre dicho valor, tales como transacciones extrabursátiles u otros mecanismos centralizados de negociación donde se pueda transar dicho valor.

Este último supuesto solo sería de aplicación en el caso de los valores que están listados tanto en la BVL como en otra bolsa o mecanismo centralizado de negociación, tales como las acciones de las empresas mineras junior o los ADR o ADS listados en la NYSE. A la fecha, los valores que forman este grupo solo serían los bonos del Estado Peruano negociados en Datatec, las acciones comunes emitidas por Perú Copper y Vena Resources, negociadas en el TSE de Canadá, los ADR de Buenaventura y Telefónica de España, las acciones de Southern y Credicorp negociadas en el NYSE, así como las acciones emitidas por Compañía Minera Volcán S.A.A. negociadas en Latibex de España.

La BVL no brinda los servicios de negociación de valores que no se encuentren listados en su registro, salvo en el caso de valores de emisión no masiva que se transan en el Mecanismo Centralizado de Negociación de Instrumentos de Emisión no Masiva (Mienm). Por tanto, se puede afirmar que el servicio de negociación de la BVL compete principalmente con los mecanismos de negociación alternativos en los que se pueden transar los valores inscritos en bolsa; por ello no compete necesariamente con la prestación del servicio de negociación de otros valores. La decisión de inversión en un valor determinado es anterior a la decisión de elegir al prestador del servicio de negociación de ese valor previamente designado.

Por otro lado, el servicio de negociación de la BVL es cobrado generalmente en función de un porcentaje del monto involucrado en las transacciones realizadas. Asimismo, si bien es prestado y cobra-

do a las sociedades agentes de bolsa, estas últimas trasladan dicho costo —plenamente identificado— a los inversionistas que ordenan la realización de operaciones en este mecanismo centralizado de negociación.

Por ello, si bien por razones operativas la BVL ha considerado que el servicio es prestado y cobrado a las sociedades agentes de bolsa, los verdaderos beneficiarios de este servicio, así como los que asumen directamente su costo, son los inversionistas.

Por esta razón es correcto decir que el servicio es prestado a las personas que compran o venden valores mobiliarios en la BVL, y estas, no las sociedades agentes de bolsa, son las que deben ser tomadas en cuenta para definir el mercado relevante de este servicio.

En el caso de la venta de servicios de información, esta ha representado menos del 10% de los ingresos de la BVL en el 2004, y menos del 7% en el 2005 y el 2006.

Dentro de las funciones de las bolsas de valores establecidas por la ley, se encuentra la de brindar información sobre los valores transados en ella, así como de los hechos relevantes, periódicos y eventuales, de las sociedades emisoras de estos valores. Esta información se brinda de forma gratuita, debido a que los orígenes de los costos que representa se encuentran estrechamente ligados a los servicios de inscripción y cotización, así como los de negociación, los cuales han sido detallados previamente.

No obstante lo anterior, la BVL brinda el servicio de venta de información que tiene un valor agregado. Esta información, referida a la cotización y la negociación de los valores listados en la BVL en tiempo real, es vendida a proveedores de información financiera (*vendors*); el servicio de acceso en tiempo real a los sistemas de negociación electrónica por Internet (ELEX) se vende a cualquier inversionista interesado en el mercado local; y, finalmente, la información estadística sobre instrumentos de deuda colocados en el mercado

primario se ponen a disposición de los inversionistas interesados mediante el llamado Sistema de Consultas en Renta Fija (Apoyo Consultoría, 2004).

Los clientes de los servicios de información brindados por la BVL son principalmente *vendors* e inversionistas interesados, que incluye tanto a particulares como a inversionistas institucionales.

3. Características de los servicios prestados por la BVL

En el apartado anterior se han definido los servicios más relevantes prestados por la BVL. A continuación analizaremos las condiciones de competencia en la que estos servicios son prestados.

Es necesario que, en primer lugar, se defina el mercado relevante en el que se brindan cada uno de estos servicios, lo que incluye el análisis de sustitución de los mismos y el ámbito geográfico en el que se ofrecen. Luego de ello se analizará el nivel de concentración de mercado de cada uno de estos servicios con el fin de establecer si la BVL tiene o no poder de mercado o, inclusive, si detenta un monopolio natural en alguno de ellos.

3.1. Mercado relevante

La determinación del mercado relevante de un producto o servicio es importante para identificar el universo de servicios que son considerados como intercambiables o sustituibles por el consumidor, teniendo en cuenta características tales como precio o uso supuesto.

Como primer paso, es necesario definir el ámbito del servicio, esto es, el mercado en el cual se desarrolla el servicio y su interacción con los posibles sustitutos que pudiera tener. La definición del mercado permitirá la delimitación del ámbito geográfico donde este servicio puede ser prestado.

Se deben establecer los niveles de elasticidad, intercambio y sustitución con otros servicios. Así, la existencia o no de poder de mercado en una plaza específica se determinará en función de la posibilidad que tiene un agente, sospechoso de dominio en determinada área geográfica, para imponer y sostener un incremento significativo en el precio del servicio por encima del nivel que existiría en el mercado de competencia.

Algunos autores afirman que la determinación del mercado de un producto o servicio se puede establecer en función de la capacidad que una empresa tiene de elevar el precio de estos, en un área determinada, por encima del nivel competitivo (Conrath, 1998). Así, en el caso de que dicha empresa pueda efectivamente elevar el precio, el mercado estará apropiadamente definido, por lo que el análisis por efectuar quedará debidamente delimitado al mercado relevante.

Asimismo, y siguiendo esta lógica, las agencias reguladoras en los Estados Unidos han establecido que si ante un pequeño pero significativo incremento en el precio del producto los consumidores no pueden adquirir otros productos, el mercado relevante para el análisis estará correctamente definido.

En resumen, la determinación del mercado de un producto o servicio incluye el análisis de la oferta y la demanda de este. En el caso de la demanda, se incluirán todos aquellos servicios sustituibles por sus características, precios o usos (Figari, 2006). En el caso de la oferta, se incluirán aquellos casos donde existen potenciales oferentes de un servicio que tienen la capacidad de atender rápidamente la demanda del mercado ante una variación en el precio del actual oferente, convirtiéndose en competidores potenciales. Estos supuestos pueden darse cuando existen, en el mismo mercado, agentes que podrían adecuar rápidamente su infraestructura con el fin de producir los productos o servicios bajo análisis o, estando en mercados cercanos, podrían extender canales de distribución para competir en aquel mercado donde se produjo un incremento en el precio.

De acuerdo con lo anterior, resulta necesario definir cuándo los servicios prestados por la BVL pueden ser sustituidos, es decir, cuándo los consumidores pueden cubrir las mismas necesidades consumiendo otro servicio ante el supuesto de alza del precio de alguno de los servicios brindados por la BVL. Para ello se puede emplear la metodología adoptada por las comisiones de competencia estadounidenses, la cual consiste en analizar la conducta de los consumidores ante el incremento de un pequeño porcentaje, establecido en 5%, en el precio del producto materia de estudio. Así, si ante tal incremento, los consumidores optan por consumir otro producto en lugar del primero, el segundo producto será sustituto de este².

Finalmente, la definición del mercado relevante debe incluir la delimitación del mercado geográfico del servicio. Este último está determinado por el área territorial donde las bolsas ofertan sus servicios en condiciones homogéneas y claramente diferenciadas de áreas vecinas. La diferenciación se produce cuando las condiciones de oferta y demanda en cada área territorial son considerablemente diferentes entre sí: precio, calidad, consumidores, características del servicio, acceso de la oferta y de la demanda.

La evaluación del mercado geográfico debe estar en función de la naturaleza y las características de los productos o los servicios, la existencia de barreras de entrada, la preferencia de los consumidores —emisores e inversionistas—, así como las diferencias sustanciales de calidad o precio.

2. La definición de mercado en supuestos en los que ya existe un monopolio revisa una singular complicación, determinada por el hecho de que al momento del análisis para determinar el mercado el monopolista ya ha implementado precios por encima de los que determinaría un mercado en competencia, maximizando beneficios al grado tal que cualquier alza de estos precios lo llevaría a situaciones menos beneficiosas. Esta situación se produce cuando un monopolista incrementa sus precios por encima de lo que la elasticidad de la demanda se lo permite, haciendo que malos sustitutos se vuelvan atractivos, pues conduce a los consumidores a que frente a cualquier incremento en los precios, opten por consumir malos sustitutos, los cuales no hubieran sido elegidos en condiciones competitivas.

Partiendo de la experiencia de las comisiones de competencia estadounidenses, la determinación del mercado geográfico deberá partir del análisis de la disposición de los consumidores para desplazarse de un área a otra a efectos de no verse afectados por el incremento en el precio. De esta manera, el mercado relevante deberá incluir aquella área donde los consumidores recurrirían para satisfacer sus necesidades de consumo ante un incremento pequeño pero significativo en el precio del producto o servicio objeto de análisis (Conrath, 1998). A continuación, analizaremos el mercado relevante en el que la BVL presta los servicios previamente clasificados.

Como se señaló en apartados anteriores, los servicios de inscripción y cotización permiten a una firma otorgar a los valores emitidos la posibilidad de ser transados en un mecanismo centralizado de negociación contando con información adecuada y, por ende, facilitar las condiciones necesarias de liquidez a los inversionistas en tales valores. Dentro de esto, los sustitutos de dicho servicio serán todos aquellos mecanismos centralizados de negociación que otorguen similares condiciones de transparencia en la información.

En el Perú, el único mecanismo centralizado que verifica las condiciones legales y el cumplimiento de determinados estándares en la difusión de información relevante sobre un determinado valor es la BVL, mientras que los denominados mercados OTC (Over the Counter) no exigen requisitos de información ni de verificación de condiciones legales mínimas para que un valor pueda ser ofrecido al público. Los únicos que demandan estos requisitos son las bolsas de valores u otros mecanismos de negociación ubicados en otros países del mundo.

Sin embargo, los emisores interesados en inscribir valores en mecanismos centralizados de negociación y someterse a las obligaciones de información que esta inscripción conlleva, persiguen principalmente difundir información sobre ellos mismos para eliminar la asimetría informativa de los potenciales proveedores de recursos financieros, sea a través de la suscripción de acciones o de instrumentos de deuda.

El costo de estos recursos financieros está inversamente relacionado con la disponibilidad de información suficiente y confiable sobre el emisor. El solo hecho de brindar esta información, como consecuencia de la cotización de un valor en bolsa, acarrea una reducción del costo de financiamiento para el emisor.

Estrechamente ligado a lo anterior, hay que considerar que si un emisor local inscribe sus valores en un mecanismo centralizado de negociación extranjero podrá encontrarse en desventaja frente a los emisores considerados locales, ya que los inversionistas en dicho mecanismo incorporarán a su costo de oportunidad la prima por riesgo país del emisor peruano, así como la asimetría en la información sobre el entorno en el que desarrolla sus actividades. Esta situación los podría colocar en condiciones de desventaja a la hora de captar recursos de inversionistas extranjeros. Adicionalmente, se tienen que agregar los costos de acceso a las bolsas extranjeras, incluyendo el cumplimiento de los estándares de información exigidos por dichos mercados. Además, es evidente que resulta más oneroso en términos administrativos brindar información a una bolsa extranjera que a una bolsa local.

La sumatoria de estos costos y su comparación con los beneficios obtenidos por cotizar en mecanismos centralizados de negociación del extranjero generan que muchas veces resulte más conveniente para un emisor obtener recursos en el mercado local y, como consecuencia de ello, inscribir y cotizar sus valores en este. Por tal razón se puede observar que muy pocas empresas peruanas cotizan en bolsas extranjeras.

Asimismo, se debe tener en consideración que existen dispositivos legales que obligan a las empresas financieras, azucareras, así como a aquellas que se han constituido como sociedades anónimas abiertas, a listar sus acciones en una bolsa de valores local³.

3. En el caso de las empresas del sistema financiero, el que impone dicha obligación es el artículo 29 de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de

Una vez determinados los incentivos para que los emisores locales inscriban sus valores en la BVL y no en una bolsa extranjera, corresponde preguntarnos si un incremento pequeño pero significativo en las tarifas de inscripción y cotización haría que los emisores inscritos en la BVL migren a otros mecanismos de negociación, ubicados en el extranjero. Como se mencionó anteriormente, un segmento de sociedades listadas lo ha hecho de manera forzosa por mandato legislativo. Estas sociedades emisoras de valores representan aproximadamente el 36% de todas las sociedades inscritas en la BVL, de las cuales las empresas financieras y agrarias concentran más del 15% de la capitalización bursátil, monto que refleja la participación en los ingresos por cotización que recibe la BVL mensualmente.

Sobre un total de 238 emisores inscritos en la BVL, a noviembre del año 2006, se encontraron 32 empresas supervisadas por la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS), 21 empresas agrarias azucareras y 33 empresas —distintas a las anteriores— que han adoptado la forma de sociedades anónimas abiertas.

Adicionalmente, se tienen que considerar los costos de salida que el emisor deberá asumir en caso de retirar sus valores de la BVL e inscribirlos en una bolsa extranjera. Entre estos costos se puede mencionar la obligación prevista en el artículo N.º 69 de la Ley de Mercado de Valores de realizar una Oferta Pública de Compra (OPC), dirigida a todos los inversionistas que no estuvieron de acuerdo con dicha exclusión, así como la designación de una entidad valuadora independiente que establezca el precio mínimo que debe ser ofrecido en la oferta.

Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Ley N.º 26702. En el caso de las azucareras, la obligación fluye de la lectura concordada del Decreto Legislativo N.º 802 y el Decreto Supremo N.º 09-96-AG, lo que se dio dentro del marco de un proceso de reestructuración financiera en el sector, por el cual gran parte de las empresas en las que el Estado capitalizó sus acreencias debieron volverse públicas a efectos de fomentar la transparencia en su gestión. En el caso de las sociedades anónimas abiertas, la obligación emana del artículo 252 de la Ley General de Sociedades, Ley N.º 26887.

Considerando la obligatoriedad del listado en algunos casos, las ventajas de listar en la bolsa local, en otros, y los costos de salida relacionados principalmente con la obligación de la OPC, se puede afirmar que la respuesta respecto a la posibilidad de que los consumidores trasladen su demanda ante un incremento en el precio del servicio de inscripción y cotización en la BVL será probablemente que la mayoría de emisores continuarían empleando el servicio. Por tanto, se puede concluir que los servicios de inscripción y cotización prestados por la BVL no tienen sustitutos idóneos.

Adicionalmente, sucede que las empresas locales se encuentran altamente motivadas, por cuestiones económicas o legales, a inscribirse y cotizar en la BVL. Esta situación permite afirmar que el ámbito geográfico del mercado de los servicios ofrecidos por la BVL se restringe al territorio peruano, dado que esta es la plaza donde se cumplen los supuestos legales y económicos mencionados. Por otro lado, no podemos dejar de mencionar que, dado que el servicio de inscripción y cotización no tiene sustitutos, la opción del emisor se reduce a elegir entre el consumo o el no consumo de los servicios de la BVL. Esta situación llevaría a que si la BVL sube el precio del servicio demasiado, el consumidor dejará de emplearlo acudiendo a otras fuentes de financiamiento menos idóneas que el mercado de valores.

Lo anterior nos permite afirmar que la BVL puede ya estar aplicando precios monopólicos, aun cuando estos no sean lo suficientemente altos como para generar que los emisores cambien su decisión por el no consumo del servicio y la exclusión de sus valores. Se debe tener en cuenta, además, que la existencia de la obligación de realizar una OPC por la exclusión de los valores listados, permite a la BVL elevar aun más el límite máximo del precio monopólico que podría cobrar, pues sus clientes tendrían que asumir mayores costos para dejar de consumir el servicio.

Por otro lado, el servicio de negociación está referido a las facilidades otorgadas por la BVL, principalmente para la negociación

de los valores inscritos en su registro. Este servicio es prestado a los inversionistas que compran o venden valores mobiliarios en la bolsa y que son los que asumen los costos finales.

Debemos precisar que la decisión de compra de determinado valor por parte de un inversionista se produce en dos etapas consecutivas de análisis. La primera está influenciada por el análisis de la rentabilidad que ofrecen los diferentes instrumentos, esto es, el retorno esperado frente a los costos del valor y los de transacción; si bien los costos de negociación forman parte de los costos de transacción, estos, por lo general, representan un porcentaje residual dentro del análisis de rentabilidad, salvo en aquellos casos en los que la diferencia entre las tarifas de negociación de dos bolsas sea tal que constituya un factor determinante para elegir un valor respecto de otro.

En el caso en que la elección haya sido la adquisición de un valor listado en la BVL, la segunda etapa de evaluación incluirá analizar las alternativas a través de las cuales se podrá materializar la decisión de inversión. Para ello se tendrá en cuenta la bolsa y sus posibles sustitutos, tales como la operación extrabursátil o la transacción en otros mecanismos centralizados.

El primer sustituto de la BVL puede ser la negociación extrabursátil prevista en la Ley del Mercado de Valores. Esta operación requiere un intermediario autorizado (artículo N.º 123) y contar con una contraparte para la operación. Si bien para negociar en la BVL se requiere igualmente de un intermediario, la ubicación de una contraparte extrabursátil incrementa los costos de transacción de la operación. Adicionalmente, por lo general se tienen que enfrentar otros costos en la liquidación de la operación, dependiendo del monto transado⁴.

4. Actualmente, la tarifa cobrada por Cavali por compensación y liquidación de operaciones extrabursátiles con valores inscritos en bolsa es de 25 dólares, independientemente del monto negociado. En el caso de liquidación de operaciones bursátiles con instrumentos de renta variable, el monto a pagar es de 0.075% del valor de la operación, mientras que en el caso de deuda hay un costo fijo

Se debe tener en cuenta que está vigente la exoneración tributaria del impuesto a la renta para la ganancia de capital obtenida de la negociación de valores transados en bolsa. Este último aspecto se suma a los desincentivos que tienen los inversionistas para realizar operaciones extrabursátiles antes mencionadas.

Si bien existe un porcentaje significativo de transacciones extrabursátiles, muchas de estas operaciones tienen como justificación la ejecución de acuerdos privados en los que la contraprestación pagada ha sido determinada por factores ajenos a los precios existentes en el mercado. En estas operaciones las contrapartes están definidas y consecuentemente no necesitan de un mecanismo donde se centralice la oferta y la demanda del mercado para poder ejecutar sus operaciones, por lo que la negociación extrabursátil no se muestra como sustituto de la BVL.

En virtud de lo expuesto, se puede afirmar que en el caso de inversionistas que no cuenten con una contraparte determinada y que requieren encontrar alguna para materializar su decisión de inversión, las operaciones extrabursátiles resultan, por lo general, un mal sustituto frente a la alternativa de negociar a través de la BVL.

El segundo posible sustituto a la negociación de valores en la BVL sería la negociación a través de otros mecanismos centralizados, lo que se produciría en el caso de negociación de valores listados tanto en la BVL como en otras bolsas del extranjero. En estos casos, el inversionista evaluará los costos que le genera realizar la operación en

de 5 dólares por cada contraparte. Esta situación hace que en la mayoría de los casos la liquidación de las operaciones extrabursátiles resulten más costosas que si se realizaran en la BVL, lo que constituye un desincentivo adicional para negociar fuera de esta bolsa. Teniendo en consideración que el monto promedio de una transacción en la BVL ha sido aproximadamente de 9 mil dólares en los últimos 5 años, el costo de liquidación de una transacción de dicha magnitud a través de este mecanismo ascendería a 6,75 dólares, lo cual resulta sustancialmente menor que la tarifa cobrada en caso de operaciones extrabursátiles.

la BVL o en la bolsa extranjera, incluyendo las tarifas de cada bolsa y los costos de liquidación y de intermediación.

Sin embargo, aun cuando podría hacerse un análisis de costos de cada bolsa extranjera en la que se negocia un valor listado en la BVL, con sus ventajas y desventajas, el número de valores que se encuentran en esta situación son solo siete y representan cerca del 23% del monto negociado en la BVL. Inclusive, en el caso de las empresas mineras junior o los ADS de Telefónica S.A., la negociación en la BVL era complementaria a la negociación realizada en su mercado principal: TSX de Canadá o NYSE de Estados Unidos de América, respectivamente.

En el supuesto de un incremento pequeño de la tarifa del servicio de negociación, pero significativo y sostenido en el tiempo, los únicos inversionistas que optarían por negociar en otra bolsa serían los interesados en transar estos valores. En tal sentido, considerando el volumen que estos valores representan respecto del total de valores negociados en la BVL, el que algunos opten por otros mercados no neutraliza la rentabilidad adicional obtenida por la BVL como consecuencia del incremento.

Igual razonamiento se aplica en el caso de la negociación a través del sistema Datatec, por el volumen que representa su negociación en la BVL. La negociación a través de este sistema está restringida a transacciones de deuda pública y mercados de monedas realizadas por inversionistas institucionales.

Por lo expuesto, el servicio de negociación de valores inscritos en bolsa no cuenta con buenos sustitutos, ya que la BVL obtendría una mayor rentabilidad derivada de un incremento en la tarifa del servicio de negociación que fuera pequeño, significativo y sostenido en el tiempo. Por esta razón, se concluye que el mercado relevante del servicio de negociación de valores listados en bolsa se restringe únicamente al servicio de negociación prestada por la propia BVL.

En el extremo referente al mercado geográfico en el que se desarrolla el servicio, corresponde analizar qué tan lejos irían un número significativo de inversionistas para ahorrar un 5% en los costos de negociación. Hemos mencionado que la negociación en otras bolsas no es un sustituto idóneo, por tanto, un número significativo de inversionistas no se trasladaría a otro mercado, limitándose a negociar en la BVL a través de sus intermediarios autorizados.

Por ello, independientemente del hecho de que la orden de compra o venta de valores pueda ser emitida desde cualquier parte del mundo, esta será ejecutada dentro del territorio peruano por los intermediarios designados en la BVL, con lo que se puede afirmar que el mercado geográfico relevante es el territorio peruano, el mismo que será tomado en cuenta para analizar las barreras de entrada que otorgarían a la BVL un poder de mercado.

Por último, el servicio de venta de información —de forma adicional a la información brindada por la BVL, mediante mandato legal, sobre los valores transados— proporciona información en tiempo real referida a la cotización y la negociación de los valores listados, así como información estadística sobre instrumentos de deuda colocados en el mercado primario que se ponen a disposición de los inversionistas interesados.

A excepción del servicio de información sobre instrumentos de deuda, los demás servicios son proveídos exclusivamente por la BVL y no tienen sustitutos, pues se basan en el procesamiento de información que la misma bolsa crea. La ausencia de sustitutos con características similares, tanto en contenido como en disponibilidad, hace que los consumidores no tengan alternativas razonables a las cuales acudir en el caso de un incremento en el precio del servicio.

Complementando lo anterior, debemos indicar que aun en el supuesto de que en un mercado existan varias bolsas de valores, la información que produzca cada una de ellas no puede ser producida por las otras pues se refiere a transacciones que únicamente se rea-

lizan dentro de su esfera de dominio. Esta situación hace que este servicio se brinde en exclusividad y que se pueda hablar de un monopolio derivado de la naturaleza del servicio prestado.

3.2. Poder de mercado

Una vez delimitado el mercado relevante de cada uno de los servicios prestados por la BVL, corresponde analizar si esta tiene un poder de mercado respecto a cada uno de ellos. Es decir, si esta bolsa se encuentra en la capacidad de fijar precios monopólicos, con prescindencia del mercado y, de ser este el caso, establecer si corresponde al Estado intervenir o no ante esta distorsión.

Para definir el poder de mercado o posición de dominio se recurre en primer término al criterio establecido por el artículo N.º 4 de la Ley Contra las Prácticas Monopólicas, Controlistas y Restrictivas de la Libre Competencia, aprobado por el Decreto Legislativo N.º 701:

*Se entiende que una o varias empresas gozan de posición de dominio en el mercado, cuando pueden actuar de modo independiente con prescindencia de sus competidores, compradores, clientes o proveedores, debido a factores tales como la participación significativa en los mercados respectivos, las características de la oferta y la demanda de los bienes y servicios, el desarrollo tecnológico o servicios involucrados, el acceso de competidores a fuentes de financiamiento y suministros, así como redes de distribución*⁵.

Asimismo, encontramos definiciones de poder de mercado o posición de dominio en la Unión Europea, donde se la define como una posición de fortaleza económica que permite evitar la competencia efectiva, proporcionándole a quien la detenta la capacidad de comportarse de manera independiente respecto de sus competidores, sus clientes y sus consumidores. En Estados Unidos de Norteamérica se define al poder monopólico como la capacidad de controlar los precios en el mercado, excluyendo a la competencia, con lo cual una

5. La parte resaltada en cursivas señala agregados al decreto.

empresa que controla los precios está en la posibilidad de comportarse con completa independencia de los otros agentes del mercado (Conrath, 1998).

Como puede apreciarse, las definiciones de poder de mercado integran como elemento común la posibilidad de que una empresa o un grupo de empresas fijen los precios independientemente de sus competidores y de los otros agentes del mercado. En tal sentido, el precio será fijado en el punto donde el agente con poder obtenga el máximo beneficio posible, es decir, elevará su precio hasta el punto donde el número total de productos vendidos multiplicado por el precio le reporte las máximas ganancias, a costa de que los consumidores paguen más por un bien o un servicio de lo que pagarían en un mercado competitivo.

Como consecuencia del análisis del mercado relevante de cada uno de los servicios prestados por la BVL hemos llegado a la conclusión de que ninguno de estos servicios cuenta con sustitutos idóneos. Por esta razón se puede afirmar que esta bolsa cuenta con una posición de dominio en el mercado de dichos servicios, de tipo monopolístico, en virtud de la propia estructura de mercado, ya que tiene la posibilidad de fijar los precios de sus servicios independientemente de los demás agentes del mercado.

Adicionalmente, la presencia o no de barreras de entrada es un elemento fundamental en el análisis de la existencia de poder de mercado o posición de dominio. Si la entrada de nuevos oferentes es posible a un mínimo costo, la BVL tendrá incentivos para no elevar el precio muy por encima del precio de competencia.

En efecto, si estuviéramos ante el supuesto de que el mercado de cada servicio es posible de desafiar, pues no existen barreras significativas que impidan el ingreso de nuevos competidores, la BVL no tendría incentivos para generar utilidades excesivas, ya que estas alentarían el ingreso de nuevos competidores, con lo cual dicha amenaza mantendría un equilibrio competitivo y el óptimo social,

disciplinando su actuación. No obstante lo anterior, en el presente caso existen barreras significativas de entrada a nuevos oferentes de los servicios brindados por la BVL.

Dentro de estas barreras podemos mencionar la existencia de requisitos legales, costos hundidos, costos de traslado de la demanda, etcétera. Entre los requisitos legales, podemos mencionar que cualquier entidad que pretenda conducir un mecanismo centralizado de negociación en el mercado de valores peruano debe obtener previamente la autorización de organización y funcionamiento de la autoridad administrativa. El plazo para la implementación de los requisitos necesarios para presentar tales solicitudes, su evaluación, así como la subsanación de los requerimientos formulados por la autoridad, puede alcanzar, e incluso superar, los doce meses.

Como ejemplo, se puede mencionar que la BVL siguió un trámite de autorización de funcionamiento de una bolsa de productos. Para ello se tuvo que cumplir sustancialmente con los mismos requisitos exigidos a una bolsa de valores. Aun teniendo en cuenta la experiencia que tiene en la materia la BVL, desde que inició el trámite de autorización de organización de una bolsa de productos hasta la fecha en la que se le otorgó la autorización de funcionamiento trascurrieron más de 18 meses. La Bolsa de Productos del Perú inició sus operaciones en agosto del 2007, es decir, casi dos años después de haberse iniciado los trámites.

El extenso periodo de obtención de estos requisitos legales hace que se diluya el incentivo natural de un potencial competidor para concurrir en el mercado relevante de la BVL, por la demora en la materialización del proyecto de inversión y por las medidas de defensa que puede adoptar el monopolista para enfrentar la nueva competencia. Dentro de estas medidas se podría mencionar la corrección de las tarifas monopolísticas, incluso hasta niveles cercanos al costo marginal, pactos de exclusividad o descuentos por permanencia, entre otros.

Teniendo en cuenta el auge de los sistemas de negociación electrónica, dentro de los costos hundidos en los que tendría que incurrir un nuevo competidor, y por tanto dentro de las barreras que tendría que superar, podemos mencionar los costos de desarrollo del *software* necesario para la negociación y la provisión de los servicios de recepción y difusión de información al mercado. Asimismo, la particularidad de este *software* es que incorpora toda la experiencia adquirida por la BVL como proveedor de estos servicios en el mercado de valores peruano, así como las preferencias de sus usuarios.

Una de las alternativas para obtener plataformas de negociación es desarrollar una nueva, lo que requiere importantes inversiones para el potencial competidor. No obstante, la convergencia tecnológica de los diferentes sistemas y programas están permitiendo el desarrollo de plataformas que pueden ser otorgadas en licencia a nuevos competidores. Esta posibilidad reduce los costos de acceso de un eventual competidor. Sin embargo, se deben realizar inversiones complementarias para adecuar estas plataformas generales a los requerimientos específicos de las entidades supervisoras de cada país. Si bien los costos tecnológicos pueden estar reduciéndose cada vez más, en términos absolutos pueden representar montos muy altos con relación al tamaño del mercado peruano.

Asimismo, dentro de los costos hundidos se puede mencionar el desarrollo de la reglamentación e implementación administrativa de una entidad que debe cumplir además con funciones de autorregulación. Estas funciones suponen la implementación de sistemas de supervisión, estructuras de regulación, sanción y de solución de controversias.

Por otro lado, se deben considerar los costos de traslado de la demanda. En efecto, los emisores de valores en el Perú son un número bastante reducido, por ello la estrategia comercial de un nuevo competidor tendría que incluir dentro de su enfoque el captar a los emisores que actualmente ya tienen valores listados en la BVL. Esta situación obligaría a ofrecer una propuesta sustancialmente atractiva que pueda contrarrestar los costos de traslado de una bolsa a otra.

Dado el tamaño del mercado y los objetivos perseguidos por los emisores al listar sus valores en un mercado de oferta pública secundaria, los emisores no tienen ningún incentivo para listar sus valores en más de una bolsa dentro del mismo mercado, pues solo conseguirían incrementar sus costos. Por esta razón, la demanda de los emisores del servicio de inscripción y cotización así como la de negociación se orientará en cualquier caso a un solo proveedor, excluyendo a los demás.

El cumplimiento de los requisitos detallados hace difícil el ingreso de un competidor que, motivado por la aplicación actual de precios monopólicos por parte de la BVL, pudiese haber considerado entrar al mercado. De esta manera, consideramos que en el presente caso se diluye la amenaza concurrente que disciplina a un monopolista en un mercado potencialmente competitivo, es decir, que no tenga barreras importantes de acceso.

Se ha determinado la innegable posición de dominio de la BVL en los servicios que presta, reforzada por la existencia de importantes barreras de entrada para nuevos competidores. No obstante, esta situación por sí sola no resulta una premisa válida para regular tarifas, por lo que a continuación se revisa la existencia o no de fallas de mercado cuyo costo social, en comparación con el costo regulatorio que implican, justifica la aplicación de una regulación tarifaria.

4. La BVL como monopolio natural

En el caso de la BVL, encontramos que existen importantes economías de ámbito en los tres servicios que presta, dado que unos son insumos necesarios de los otros y no permiten prestación independiente. En efecto, los costos fijos representados por la organización administrativa de la BVL, así como todo el esquema de autorregulación que está obligada a aplicar, son compartidos para sustentar la provisión de estos servicios.

Asimismo, la subaditividad se hace relevante cuando se requiere una importante inversión en tecnología o infraestructura, pues la participación de una empresa adicional podría determinar una sobreinversión y una competencia que no acarrearía mayores beneficios al mercado y, por el contrario, resultaría ineficiente en términos privados y sociales. En el caso de la BVL se puede prever que la inversión realizada en tecnología para atender los servicios de negociación y de venta de información permitirá atender, con creces, las proyecciones de incremento de la demanda en el futuro inmediato, por lo que no resulta eficiente para el mercado en general que un nuevo proveedor del servicio duplique tal inversión.

Adicionalmente, se debe indicar que el monopolio natural de los servicios prestados por la BVL tiene un origen diferente. En el caso de la venta de los servicios de información, el monopolio natural se produce por la naturaleza del servicio, dado que la BVL es la única proveedora. En el caso de los servicios de inscripción y cotización así como en el de negociación, el monopolio natural se genera por las condiciones del mercado, en tanto que, si bien es posible que tales servicios puedan ser prestados por otros proveedores, tal situación no resulta económicamente eficiente, ya sea desde el punto de vista social o el privado.

En suma, se puede afirmar que la BVL presenta las tres características constitutivas que la doctrina económica otorga a los monopolios naturales: importantes economías de ámbito, importante inversión en activos —costos hundidos— y prestación de servicios a un gran número de consumidores (Gallardo, 1999).

5. Opciones ante la problemática del sector

La BVL posee características particulares que la asemejan a un monopolio natural. En ese sentido, la potencial ineficiencia resultante de la condición descrita hace necesario evaluar las posibles opciones de intervención estatal en la actividad de la bolsa.

5.1. Viabilidad de aplicación de mecanismos regulatorios

Tal como observamos en el capítulo anterior, ante la existencia de una falla de mercado el Estado podrá optar por una serie de alternativas que van desde la inacción hasta la regulación directa. La adopción de alguna de estas alternativas dependerá, en primer lugar, del grado de eficiencia social que la implementación de la medida implique y, en segundo lugar, de los recursos con los que cuente el Estado para su ejecución.

En el supuesto específico de los servicios prestados en situación de monopolio natural por la BVL, la inacción será la opción más adecuada en el caso de que el costo inherente a su regulación sea mayor al costo que dicho monopolio genere a la sociedad. Ello en tanto que, en dicho escenario, la intervención estatal podría generar mayores distorsiones a las existentes.

Para tener un acercamiento que nos permita vislumbrar si la regulación tarifaria resulta más eficiente que la no intervención del Estado, bastará con observar el monto absoluto de las utilidades obtenidas por la BVL y compararlas con el costo social que supondría la incorporación de una regulación tarifaria. Dentro de este último se incluirían, entre otros: los costos administrativos del regulador para implementar y supervisar la regulación tarifaria, y una estimación de los costos de las fallas regulatorias.

Cuando la prestación de dichos servicios en forma exclusiva por la BVL implique una pérdida de eficiencia social, se deberán adoptar las medidas que permitan retornar a una situación de eficiencia similar o equivalente a la que se verificaría en un mercado en competencia perfecta.

Tomando como base el esquema desarrollado en el capítulo anterior, podemos determinar que la intervención estatal podrá verificarse de las siguientes tres formas:

- **Direccionamiento de mercado**, mediante la entrega de normas que permitan resguardar conductas competitivas, sancionando su inobservancia. Dicho supuesto podría verificarse a través de normas de libre competencia. Sin embargo, consideramos que si bien dicha medida resulta óptima en el caso de monopolios basados en barreras conductuales, en el caso de la BVL en el que las barreras son más bien del tipo estructural, tal medida no resulta idónea en tanto que la propia estructura del mercado genera incentivos para conductas anticompetitivas.
- **Acción directa**, mediante la participación del Estado en el sector. Dicha medida podrá configurarse, por ejemplo, a través de la prestación directa por parte del Estado de los servicios que en la actualidad presta la BVL en forma exclusiva. De esta manera, el Estado fungiría de competidor de la BVL, asegurando que tales servicios sean prestados en un escenario competitivo. Como puede apreciarse, tal modalidad resulta altamente intervencionista y, por ende, implica la asunción de un fuerte costo regulatorio, lo cual en la práctica puede dar lugar a soluciones ineficientes, resultando asimismo inconsistente con el modelo económico adoptado en Perú, el cual consagra a nivel constitucional el rol subsidiario del Estado.
- **Comando y control**, imponiendo a la BVL parámetros conductuales que permitan que los servicios prestados lo sean en condiciones similares a las que se verificarían en un mercado de competencia perfecta. Es dentro de este rubro que podemos enmarcar a los diversos esquemas de regulación tarifaria, los cuales permiten ejercer un control ex ante a la BVL, toda vez que el cobro por los servicios prestados se encontrará sujeto a un control previo por parte del regulador, en tanto que este deberá aprobar las tarifas en forma previa a su aplicación por la BVL.

Los modelos tarifarios aplicables variarán en función tanto de los recursos del regulador como de los incentivos que se pretendan generar. En el caso que nos ocupa, debemos indicar que la determina-

ción del modelo tarifario aplicable a la BVL será abordada en forma detallada en capítulos posteriores.

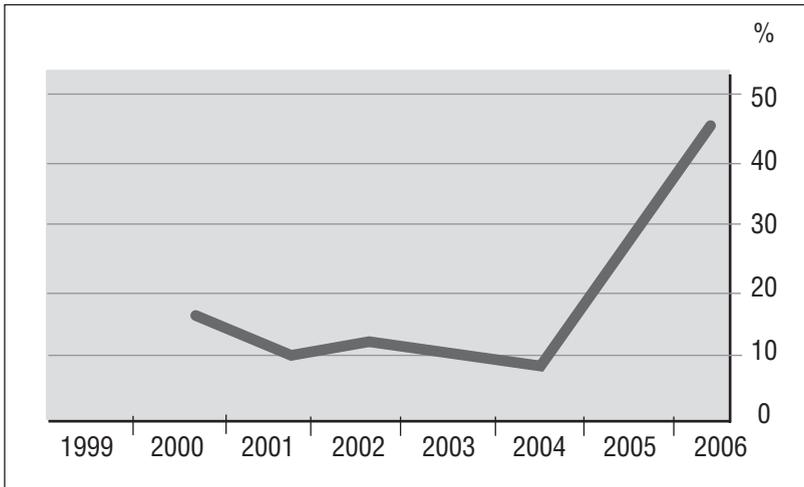
5.2. Fundamento económico y legal de las opciones

La propia estructura del mercado peruano coloca a la BVL en una situación de monopolio natural, debido a las barreras estructurales constituidas por el tamaño del mercado y los altos costos de ingreso; esto último obedece a requerimientos tecnológicos y a lo prolongado que puede resultar el trámite de autorización y funcionamiento de una nueva bolsa de valores.

A mayor abundancia, como resultado de la modificación efectuada al artículo N.º 130 de la Ley de Mercado de Valores, que permite en la actualidad a las bolsas de valores organizarse como sociedades anónimas, existen incentivos para conductas anticompetitivas por parte de la BVL, en tanto que la estructura societaria adoptada le permita apropiarse del excedente del consumidor de forma directa.

Una muestra de lo anterior puede apreciarse en el *gráfico 1*, que describe la evolución del indicador de rentabilidad ROE (rentabilidad del patrimonio) de la BVL para el periodo de 1999 a 2006. El patrimonio a partir del cual se ha calculado este ROE incorpora utilidades acumuladas que no pueden ser distribuidas por mandato legal y que han sido invertidas en activos de baja rentabilidad, tales como depósitos a plazo e instrumentos de deuda general.

Como se advierte, existen indicios razonables que nos permiten suponer que la BVL se encuentra en aptitud de adoptar conductas anticompetitivas en desmedro de la sociedad. Tales indicios, así como los incentivos identificados por el propio legislador, sustentan la intervención estatal mediante la regulación tarifaria. Ello debido a que, entre las diversas modalidades de intervención estatal existente, esta implicaría un menor costo regulatorio y, por ende, una mejor aproximación a soluciones similares a las que se verificaría en mercados competitivos.

Gráfico 1. Evolución del ROE de la BVL (1999-2006)

Fuente: Comisión Nacional Supervisora de Empresa y Valores (Conasev).
Elaboración propia.

Paralelamente, en lo concerniente al fundamento legal para la aplicación de una regulación tarifaria, debemos señalar que, tal como se desprende del artículo N.º 145 de la Ley de Mercado de Valores, existe un mandato expreso impuesto por el legislador al regulador, que precisa que la aprobación de tarifas por Conasev resultará obligatoria no solo en aquellos supuestos en los que la bolsa de valores detente la condición de monopolista, sino incluso en aquellos supuestos en los que coexistan varias bolsas de valores.

Consideramos oportuno señalar que, si bien podría cuestionarse la constitucionalidad del texto vigente de dicho artículo en tanto que limita la iniciativa privada, no debemos perder de vista que si bien la intervención estatal debe regirse por un criterio de subsidiariedad, la propia Carta Magna, en su artículo N.º 61, impone al Estado la obligación de atenuar, en lo posible, los efectos perniciosos que se derivan del abuso de posiciones dominantes o monopólicas.

EXPERIENCIA DE REGULACIÓN TARIFARIA EN EL MERCADO DE VALORES

Al margen de la opción implementada por el legislador con respecto a la necesidad de regular las tarifas de la BVL en el caso peruano, es necesario analizar la experiencia regulatoria en los mercados de valores internacionales, especialmente en la región latinoamericana.

El análisis comparativo no solo permitirá identificar las principales características de los modelos tarifarios empleados en otros mercados, sino que revelará las posibles deficiencias inherentes a la adopción de dichos modelos. Asimismo, nos pondrá en mejor posición para formular una propuesta con respecto a la metodología tarifaria aplicable en la BVL.

1. Regulación de tarifas de las bolsas de valores

En el presente trabajo el análisis comparado se ha limitado a las experiencias de México, Venezuela y Ecuador, en tanto que estos mercados presentan similitudes con el peruano, tanto en el nivel de desarrollo del mercado de valores como en el haber optado (en el caso de México y Venezuela) por regular las tarifas aplicables en los mecanismos centralizados de negociación.

En relación con el Perú, Venezuela y Ecuador, hay que indicar que se creó el Comité Andino de Autoridades Regulatoras del Mercado de Valores (decisión N.º 624), que a la fecha no ha emitido normas. Entendemos que la existencia de tal organismo dota a la región

de un mecanismo adecuado para delinear los parámetros mínimos que deberían enmarcar la actividad regulatoria en el campo que nos ocupa (Comunidad Andina, 2006).

Asimismo, se revisará la experiencia regulatoria en Chile, Argentina y Brasil, toda vez que su análisis permitirá obtener una visión más completa de la tendencia regulatoria en la región. Se efectúa también una revisión de la alternativa adoptada sobre el particular en Estados Unidos de América, en tanto que este país es un referente obligatorio para la regulación del mercado de valores en general, más aun cuando ha influido sobre el marco normativo nacional.

1.1. México

De acuerdo con lo dispuesto en el artículo N.º 249 de la Ley del Mercado de Valores Mexicano (publicada en el Diario Oficial de la Federación el viernes 30 de diciembre del año 2005), los aranceles que las bolsas de valores cobren por los servicios relacionados con el listado y mantenimiento de valores y operaciones en el mercado deberán ser autorizados por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México (CNBV), la cual tendrá la facultad de formular observaciones y ordenar modificaciones durante el procedimiento de autorización (Bolsa Mexicana de Valores, 2006).

Como se puede apreciar, si bien el dispositivo en cuestión consagra en forma expresa la facultad de la CNBV de observar y modificar los aranceles propuestos por las bolsas de valores –lo cual implica sin duda una mejoría con respecto al texto derogado que se limitaba a señalar en su artículo N.º 39 que la bolsa debía formular el arancel al que se ajustaran las remuneraciones que percibiera por los servicios que brindara, siendo competencia de la CNBV su aprobación (Ley del Mercado de Valores del 04 de enero de 1990)–, no consagra en forma expresa cuáles son los criterios que se deben seguir para la fijación de tarifas ni, mucho menos, el modelo tarifario aplicable, el cual podría variar en función del contexto político, lo que resta consistencia a su aplicación.

Sin perjuicio de lo antes señalado, consideramos oportuno mencionar que si bien no existen criterios previos para la determinación de tarifas, por lo menos en un rango legal, se puede observar en la práctica que los principios que modelan las tarifas por aplicar son los de «precio razonable» y de «evitar el desequilibrio en el funcionamiento del mercado de valores». Con prescindencia de que los criterios estén consagrados en la propia Ley del Mercado de Valores o no, podemos apreciar que el procedimiento de autorización de los aranceles que las bolsas de valores cobran por los servicios relacionados con el listado y mantenimiento de valores y operaciones en el mercado —publicado por la Comisión Federal de Mejoras Regulatorias a través de su portal electrónico y sobre la base de la información proporcionada por el propio regulador, en este caso CNBV— contempla en forma expresa dichos principios.

Tales principios podrían llevarnos a sostener que el modelo tarifario empleado en México se ve influenciado por la regulación por costos en la modalidad de tasa de retorno. Sin embargo, debido a la poca información que existe sobre la fijación de tarifas realizada por la CNBV, tal afirmación no puede ser comprobada.

1.2. Venezuela

Tal como se advierte en el artículo N.º 101, numeral 4, de la Ley del Mercado de Capitales de Venezuela, publicada el 22 de octubre de 1998, corresponde a las juntas directivas de las bolsas de valores establecer las tarifas de corretaje, previa autorización de la Comisión Nacional de Valores de Venezuela (CNV). La facultad referida se encuentra recogida también en el artículo N.º 114 del Reglamento Interno de la Bolsa de Valores de Caracas.

Al igual que en el caso mexicano, se advierte que la Ley del Mercado de Capitales de Venezuela no recoge en forma expresa los criterios aplicables a la regulación tarifaria de las bolsas de valores. Por este motivo, resulta necesario remitirnos a la Constitución venezolana a efectos de inferir los principios rectores que en los que se basa la actividad económica en dicho país.

Así, tal como se advierte en el artículo N.º 113 de dicha Constitución, se prohíbe de manera absoluta tanto los monopolios como el abuso de posición de dominio en general, debiendo la actividad estatal asegurar la competencia efectiva. En aplicación del mandato constitucional antes referido, el artículo N.º 13 de la Ley para Promover y Proteger el Ejercicio de la Libre Competencia sanciona al abuso de posición de dominio en cualquiera de las modalidades en las que se presente.

Si bien es posible inferir que la fijación de tarifas deberá tener como objetivo el lograr escenarios de prestación de servicios en condiciones similares a aquellas observables en un mercado perfecto, tal afirmación no nos permite deducir el criterio que subyace a dicho procedimiento de regulación tarifaria. En ese sentido, nos encontramos nuevamente ante un mandato legal que, al carecer de parámetros objetivos, puede resultar arbitrario o ineficiente, por decir lo menos.

1.3. Ecuador

En el caso de Ecuador, el artículo N.º 21 de la Ley de Mercado de Valores no consagra un mandato expreso para la regulación de tarifas, dejándose la fijación de estas a la libre interacción de la oferta y la demanda en el mercado. Sin embargo, dicho dispositivo faculta a la Superintendencia de Compañías de Ecuador (SCE) a investigar y sancionar aquellas prácticas que resulten restrictivas de la competencia.

Aun cuando no existe un mandato expreso para la fijación de tarifas, en caso de que se determine la existencia de prácticas monopólicas será necesario definir la forma en que se fijará un precio competitivo.

Si bien en el caso particular de Ecuador el problema descrito es solo subsidiario, se advierte que existe una tendencia común en la región: la no determinación de criterios mínimos aplicables en aquellos mercados en los que la regulación tarifaria resulta obligatoria.

1.4. Chile

Tal como se desprende de lo dispuesto por el artículo N.º 39 de la Ley de Mercado de Valores de Chile (Ley N.º 18045), las bolsas de valores deberán reglamentar su actividad bursátil y la de los corredores de bolsa vigilando su estricto cumplimiento, de manera que aseguren la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente (Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, SVS, 2006).

Como resulta evidente, el legislador chileno ha optado por un esquema de autorregulación, ello sin perjuicio de resguardar la facultad de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) de regular las actividades de las bolsas de valores para que cumpla con los principios declarativos contemplados en el artículo citado.

Siendo así, compete a las propias bolsas de valores el establecer los criterios aplicables al cobro por el concepto de los servicios prestados a los comitentes. Así, por ejemplo, en el caso específico de la Bolsa Electrónica de Chile (BEC) se aprecia en su propia regulación que el cobro de los servicios prestados por dicho mecanismo centralizado de negociación es fijado libremente.

1.5. Argentina

De acuerdo con lo dispuesto por el artículo N.º 6, literal «e», de la Ley de Oferta Pública de Títulos Valores de Argentina (Ley N.º 17811), corresponde a la Comisión Nacional de Valores de Argentina (CNVA) aprobar los reglamentos de las bolsas de comercio relacionados con la oferta pública de títulos valores, y los de los mercados de valores.

En ese orden, son los propios mecanismos centralizados de negociación los que resultan competentes para determinar las tarifas que aplican por los servicios prestados, para tales efectos no están sujetos a control alguno por parte de la CNVA.

En el caso de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), se aprecia que la facultad de establecer tasas y aranceles por los servicios prestados por dicha asociación recae en su mesa directiva; sin embargo, no se advierte que dicha institución haya determinado criterio alguno para su fijación. Por lo tanto, resulta válido inferir que al igual que en el caso chileno, el cobro por los servicios prestados por la BCBA se encuentra sujeto al libre mercado.

1.6. Brasil

Conforme se desprende del artículo N.º 1, acápite IV, de la Ley N.º 6385, compete a la Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil (CVM) regular la organización y funcionamiento de las bolsas de valores.

Por otro lado, el artículo N.º 18, literal f, de la misma Ley desarrolla la facultad referida al otorgar a la CVM la potestad de regular las bolsas de valores, mecanismos de negociación extrabursátil y entidades de compensación y liquidación, con respecto a la determinación de tarifas, comisiones y cualquier otro tipo de cobro que estas efectúen por los servicios prestados.

Sin embargo, de conformidad con lo dispuesto en el artículo N.º 21 del dispositivo legal, se contempla la posibilidad de que las propias bolsas de valores ejerzan funciones de autorregulación al establecer las reglas generales que aplicarán para la determinación de las comisiones que cobren por los servicios prestados. De esta manera, se observa que en Brasil se privilegia la autorregulación por parte de los mecanismos centralizados de negociación.

1.7. Estados Unidos de América

En el caso de Estados Unidos de América (EUA), existe un mandato expreso para la regulación tarifaria de los servicios prestados por las bolsas de valores. De acuerdo con lo dispuesto en la Sección 6, literal (e), numeral 1B, de la Securities Exchange Act (SEA) de 1934, las bolsas de valores podrán establecer unilateralmente los precios que

cobren por los servicios prestados, siempre y cuando estos resulten, a criterio de la Securities Exchange Commission (SEC), razonables en relación con el costo que la prestación del servicio implica y no impongan cargas innecesarias a la competencia (Securities Exchange Commission, 2006).

Asimismo, el numeral 2 del dispositivo citado otorga a la SEC la facultad de derogar las normas dictadas por las bolsas de valores a efectos de realizar los cobros antes referidos, en tanto estas resulten irracionales.

Como se puede apreciar, la SEA 1934 establece claramente dos requisitos para la fijación de tarifas. En primer lugar, estipula que la tasa de retorno esperada sobre la inversión efectuada debe resultar adecuada. Al margen de lo subjetivo que puede resultar el calificativo de adecuada, consideramos que el aporte de tal precisión es consagrar un modelo tarifario con características propias de la denominada «tasa de retorno» en forma expresa. La SEA 1934 resulta clara al restringir la facultad otorgada a las bolsas de valores con el propósito de que esta no afecte la competencia en el mercado.

Adicionalmente, podemos apreciar que el modelo tarifario establecido por la SEA 1934 contempla un mecanismo de control posterior capaz de incentivar conductas competitivas, al cual denominaremos «amenaza regulatoria». Como se desprende del numeral 2 de la norma citada previamente, la SEC posee la facultad de derogar las tarifas impuestas por las bolsas de valores en caso de que estas resulten irracionales, motivo por el cual, las bolsas de valores se verán obligadas a sustentar las tarifas establecidas sobre la base de parámetros objetivos ya que, de lo contrario, devendrán en inaplicables por mandato de la SEC.

Como se desprende del análisis efectuado, aun en aquellos países de la región latinoamericana donde existe un mandato regulatorio expreso con respecto a las tarifas de los servicios prestados por las bolsas de valores, no se definen en forma clara los principios que

deben servir de parámetros para el establecimiento de tarifas, así como tampoco se hace mención expresa al modelo tarifario o procedimiento por seguir para su aplicación.

Mención aparte merecen las experiencias de países más desarrollados, como Chile, Argentina y Brasil, donde el regulador ha optado por fomentar un esquema de libre mercado con respecto a la determinación de tarifas y permite la intervención estatal de forma subsidiaria.

Distinto es el caso norteamericano, en el cual si bien el regulador no establece de manera unívoca parámetros objetivos para la regulación tarifaria, sí consagra principios rectores, los cuales permiten inferir el modelo tarifario que se pretende aplicar, proporcionando al mercado una señal clara y predecible sobre el particular.

Como se advierte, resulta posible apreciar una seria deficiencia en la región, por lo menos en aquellos países en los que se ha optado por la fijación de tarifas, con respecto a la transparencia que debe caracterizar a todo procedimiento de regulación. Dicha situación puede resultar perjudicial, en tanto que afectaría la predictibilidad del procedimiento en sí y, por ende, desincentivaría la participación privada en el sector. Establecida esta preocupación, procederemos a analizar la experiencia nacional con el fin de comprobar si esta adolece de la deficiencia antes referida.

Se considera oportuno analizar en forma sucinta el ROE (rentabilidad patrimonial) promedio que se obtiene en algunas de las bolsas de valores de los mercados estudiados (*cuadro 1*); en tanto que, si bien la comparación efectuada en el presente acápite se ha enfocado en el marco normativo de los mercados seleccionados, la información obtenida con respecto a la rentabilidad de las bolsas que se desarrollan en los mismos resulta de interés para el presente trabajo.

De la información consignada, es posible inferir que mientras el ROE de la BVL durante el ejercicio 2005 fue de 26,47%, el promedio

Cuadro 1. Cuadro comparativo del ROE de bolsas de valores relevantes, 2005

País	Bolsa de Valores	ROE (%)
Perú	BVL	26,47
Estados Unidos de América	NASDAQ	32,25
	NYSE	5,37
Chile	BCS	21,47
	BEC	5,00
Argentina	BCBA	12,60
	BCR	6,92
Brasil	BOVESPA	21,98

Fuente: páginas web de las respectivas bolsas.
Elaboración propia.

del universo analizado fue de 16,51%. La diferencia resulta más evidente cuando solo se consideran a las bolsas de valores de la región, pues entonces el ROE se reduce a 13,59%.

2. Regulación tarifaria en el mercado de valores peruano

Si bien es indispensable remitirnos a la experiencia regulatoria nacional, no es posible encontrar antecedentes con respecto a la regulación de tarifas en la BVL. No obstante, es viable analizar la experiencia de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores del Perú (Conasev) en lo que respecta a regulación tarifaria de la Institución de Compensación y Liquidación de Valores nacional (ICLV), denominada Cavali, a efectos de determinar la forma como el regulador nacional establece los criterios aplicables para la fijación tarifaria en el sector.

Tal como se desprende del artículo N.º 235 de la Ley de Mercado de Valores del Perú, las tarifas propuestas por Cavali deberán contar con la aprobación previa de la Conasev, entidad que deberá verificar que las tarifas en cuestión cumplan con mantener el equilibrio financiero, así como un trato equitativo entre los diversos usuarios que accedan a sus servicios.

Lo antes señalado es desarrollado en el artículo N.º 22 del Reglamento de Cavali (ICLV), aprobado mediante Resolución Conasev N.º 31-1999-EF/94.10 y sus normas modificatorias, el cual indica lo siguiente:

Artículo 22. Las ICLV deben contar con un tarifario por los servicios que presten, cuya determinación se sustente en su presupuesto y estructura de costos de forma concordante con lo dispuesto en el artículo N.º 235 de la Ley.

Las ICLV deben presentar a Conasev su respectiva propuesta integral sustentada de tarifas así como la actualización anual de la misma, en el caso de existir modificaciones, la que puede incorporar ajustes cuya aplicación se prevea a futuro. En el caso de implementarse nuevos servicios dentro del mencionado periodo, la respectiva ICLV debe presentar la propuesta sustentada de las correspondientes tarifas por separado, sin perjuicio de que Conasev pueda requerir que sea incorporada en una propuesta integral, cuando impliquen cambios que puedan afectar al mercado.

Toda propuesta de tarifas debe estar acompañada de la información que sustente las mismas, la cual será requerida de acuerdo a los criterios de evaluación aprobados por el Directorio de Conasev. Adicionalmente, las ICLV deben evidenciar que ha difundido su propuesta de tarifas entre sus participantes, emisores y demás usuarios, al menos diez (10) días antes de su presentación a Conasev, así como presentar las observaciones recibidas.

Conasev dispone de un plazo de treinta (30) días para evaluar la solicitud de aprobación de tarifas o de sus modificaciones. Una vez aprobada la respectiva solicitud, las ICLV deben difundir las tarifas a sus participantes y demás usuarios de sus servicios, las mismas que no se aplican retroactivamente.

(Reglamento de Cavali, ICLV)

Como se desprende de lo anterior, las tarifas propuestas por Cavali deberán sustentarse en su presupuesto y estructura de costos, de lo que se infiere que la opción del regulador, en principio, es la regulación por costos a través de la fijación de una tasa de retorno, tal como se señala más adelante.

Dentro del marco normativo antes referido, mediante Resolución Conasev N.º 28-2002-EF/94.10, del 19 de mayo de 2002, se aprobaron las tarifas propuestas por Cavali, las cuales se mantienen vigentes hasta la fecha. Sobre el particular, se debe indicar que las tarifas pro-

puestas por Cavali se aplican en función de rangos determinados, lo cual proporciona mayor flexibilidad (Cavali, 2006).

Resulta necesario señalar que en el marco de la propuesta en cuestión, el directorio de la Conasev estableció una serie de criterios generales, los cuales merecieron opinión de Cavali y contaron con el debido sustento de la Gerencia de Mercados y Emisores de la Conasev, a través del Informe N.º 026-2002-EF/94.45, del 25 de abril de 2002. El informe referido, recogiendo parcialmente los comentarios de Cavali, estableció los siguientes criterios:

- Primero. La ICLV debe mantener su equilibrio financiero, para lo cual se revisarán sus niveles de liquidez y solvencia. Las proyecciones financieras de la ICLV deben reflejar el mencionado equilibrio.
- Segundo. Las tarifas de los servicios prestados deben estar en función de sus costos, evitando la existencia de subsidios cruzados entre servicios, salvo casos excepcionales, siempre que sea temporal y la ICLV cuente con una estimación del tiempo de permanencia del subsidio.
- Tercero. Las tarifas no deben ser discriminatorias entre los usuarios ante iguales circunstancias y no deben conllevar a una concentración de los ingresos de Cavali por sujeto de cobro, de forma injustificada.
- Cuarto. La ICLV debe demostrar el mantenimiento o mejora de la productividad de la empresa.
- Quinto. La ICLV debe generar márgenes razonables de rentabilidad, adecuados a las condiciones económicas existentes y esperadas, es decir, considerando el efecto perturbador en el mercado que pudiera generarse a partir de la aplicación de la tarifa.

Como se puede observar en los criterios antes descritos, el modelo tarifario que rige la fijación de tarifas de las ICLV en el Perú es de regulación por costos, sin embargo, al establecer una serie de parámetros destinados a incentivar la eficiencia del ente regulado

no resulta posible calificarlo como un modelo de regulación por tasa de retorno puro, así se advierte de los criterios cuarto y quinto, pero especialmente con respecto al primero, el cual genera la obligación de la ICLV de demostrar el mantenimiento o mejora de su productividad.

Consideramos que si bien los criterios antes descritos permiten otorgar cierta predictibilidad con respecto a los parámetros que guiarán al ente regulador al momento de aprobar las tarifas por aplicar, podría cuestionarse la consistencia de los mismos, ello como consecuencia de la forma en que se ha pretendido atenuar la deficiencia en cuanto a los incentivos a la eficiencia que posee la regulación por tasa de retorno.

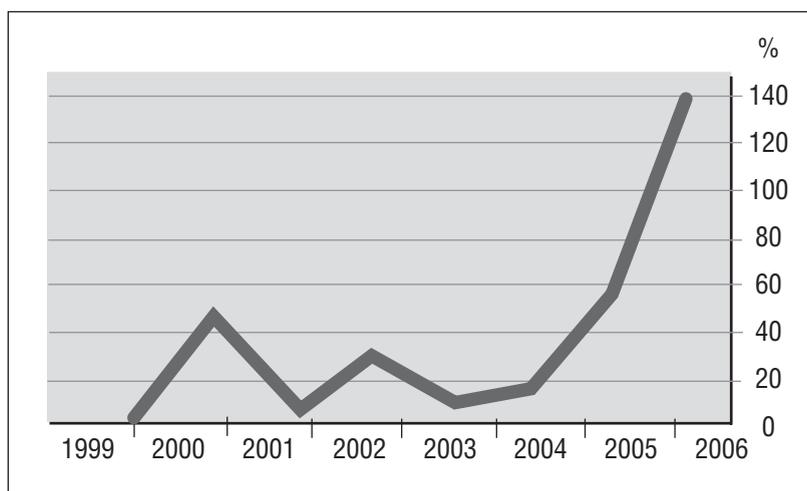
Sin embargo, teniendo en consideración que con posterioridad a la fijación tarifaria correspondiente al ejercicio 2002 Cavali no ha sometido a aprobación de la Conasev nuevas tarifas, debemos señalar que aún existe poca certeza con respecto a la tasa de retorno que el regulador puede aplicar al momento de aprobar las tarifas propuestas. Así se desprende de una conversación sostenida con un funcionario de la Gerencia de Mercados y Emisores de la Conasev, quien señaló que al momento de determinar la tasa de retorno aplicable a Cavali, el insumo sobre la base del cual se calculó fue la propia tasa de retorno propuesta por dicha entidad, siendo posteriormente comparada con la obtenida en periodos anteriores y la observada por otras instituciones de compensación y liquidación de valores y bolsas de valores de la región. Como resulta evidente, no existe una metodología debidamente establecida para el cálculo de la tasa de retorno o, en todo caso, la forma en que esta se calcula no habría sido debidamente difundida al mercado.

Asimismo, debemos indicar que toda vez que la normativa vigente establece como función de la Conasev la aprobación de las tarifas propuestas, no se contempla de forma expresa que el ente regulador pueda revisar dichas tarifas con posterioridad para determinar si las mismas aún resultan razonables.

Al respecto se puede afirmar que el hecho de no contemplar un mecanismo de amenaza regulatoria podría generar incentivos para que el administrado manipule la información presentada, con la finalidad de verse beneficiado por la asimetría informativa experimentada por la Conasev.

En ese sentido, a pesar de la existencia de criterios, la falta de parámetros objetivos y una adecuada supervisión podrían restar eficacia a la regulación tarifaria aplicada, más aun teniendo en consideración lo volatilidad del ROE de Cavali desde 1999 en adelante, tal como se aprecia en el *gráfico 2*.

Gráfico 2. Evolución del ROE de Cavali (1999-2006)



Fuente: Comisión Nacional Supervisora de Empresa y Valores (Conasev).
Elaboración propia.

A manera de corolario, podemos indicar que si bien se aprecia cierta deficiencia en la región con respecto al procedimiento de fijación tarifaria aplicable al sector, la experiencia nacional en el caso de instituciones de compensación y liquidación de valores demuestra un adecuado desarrollo, por lo menos en lo que a predictibilidad respecta, toda vez que la misma parte de la fijación de criterios medianamente objetivos.

Inclusive en este escenario es posible efectuar ciertas críticas al esquema regulatorio, las cuales son, principalmente: la dificultad que la determinación de la tasa de retorno podría implicar y los incentivos adversos que la falta de definición de un mecanismo de amenaza regulatoria podría generar, particularidades que necesariamente deberán modelar la propuesta regulatoria que motiva el presente trabajo.

ALTERNATIVAS DE REGULACIÓN TARIFARIA, VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE SU APLICACIÓN EN EL SECTOR

El presente estudio ha determinado la existencia de un monopolio natural en el mercado de prestación de servicios de inscripción, cotización, negociación y venta de información provisto por la BVL. Asimismo, con prescindencia del mandato legal existente para implementar un modelo tarifario con respecto a los servicios prestados por la BVLL, es posible apreciar ciertos indicios de ineficiencia derivada de la situación monopólica en la que esta se encuentra.

Esta afirmación se basa en que las tarifas cobradas por la BVL por los servicios que presta no han experimentado una variación considerable desde 1992. Tal situación hace suponer que las tarifas aplicadas han permitido al oferente apropiarse del excedente del consumidor, sin generar incentivos a la eficiencia que pudieran trasladarse a dichos consumidores.

Asimismo, la revelación efectuada a través de la nota N.º 24 a los estados financieros individuales auditados de la BVL, con respecto a la devolución parcial de la retribución por negociación pagada por las sociedades agentes de bolsa, que habría sido acordada en marzo del año 2003, abunda sobre la situación antes referida, en tanto que tal política implicaría reconocer que durante el ejercicio en cuestión se trasladaron sobrecostos operativos a los comitentes y que, por ende, el servicio en cuestión no fue prestado en condiciones de eficiencia.

A esto deberá añadirse el comportamiento del ROE de la BVL en los últimos años, así como su magnitud en otras bolsas de la región, tal como se aprecia en los capítulos precedentes. En ese sentido, corresponde al Estado intervenir con la finalidad de propiciar en la BVL la prestación de servicios en condiciones competitivas.

Por ende, y partiendo de la premisa de que la intervención estatal no debe irrogar mayores costos sociales que la distorsión que se pretende corregir, resulta sostenible el que se opte por un mecanismo de regulación tarifaria, más aun considerando el tipo de barreras que sustentan la posición monopólica de la BVL.

En consecuencia, siguiendo esta línea de análisis, procederemos a revisar las diversas opciones de regulación tarifaria que podrían ser aplicables a los servicios prestados por la BVL.

1. Tasa de retorno

Mediante la regulación por tasa de retorno, la entidad reguladora establece tarifas capaces de cubrir los costos en los que la empresa regulada incurre al prestar sus servicios. En ese sentido, se busca que los flujos obtenidos por los ingresos tarifarios sean suficientes para remunerar los costos, tanto fijos como variables, incluyendo dentro de estos a las inversiones realizadas, así como una retribución al capital invertido¹.

Las principales características de este mecanismo regulatorio, así como los parámetros que deben servir de guía para su aplicación, han sido determinadas por la jurisprudencia norteamericana. Dentro de estos parámetros destacan el que la tasa determinada no debe ser confiscatoria, que ninguna tasa es necesariamente justa y que no resulta posible garantizar un retorno justo a los servicios públicos.

1. Sobre el particular, es necesario indicar que la base de la tasa, es decir las inversiones que la tasa de retorno establecida busca remunerar, podrá variar dependiendo del enfoque que adopte el regulador. En ese sentido, se podrá optar por remunerar el íntegro de las inversiones efectuadas o solo aquellas que puedan ser consideradas como razonables, siendo esta última la alternativa más prudente.

Si bien la no confiscatoriedad de la tasa es relevante, no es un tema ajeno a nuestra realidad, motivo por el cual nos enfocaremos únicamente en el análisis de los otros parámetros inferidos de la experiencia norteamericana.

En lo que se refiere a que ninguna tasa es necesariamente justa, es importante indicar que la Corte Suprema Norteamericana determinó que toda vez que no se puede garantizar el entorno de las inversiones y los riesgos del mercado, no es posible hablar de una tasa justa en estricto, ya que las tasas establecidas podrán verse desfasadas en función de los cambios que se experimenten en el entorno macroeconómico, ello sin perjuicio de la relación de *trade off* que el concepto de tasa justa implica (Baldwin, 1999).

Similar comentario amerita el hecho de que no sea posible garantizar un retorno justo a los servicios públicos, pues es el inversionista quien debe asumir el riesgo del negocio. En tal sentido, si bien corresponde al Estado garantizar al inversionista un adecuado marco jurídico que mitigue el riesgo de expropiación, esto no obliga al Estado a garantizar la rentabilidad de la inversión, en tanto que dicho riesgo escapa a sus capacidades de prevención.

La aplicación de la tasa de retorno resulta conceptualmente sencilla y puede ser resumida mediante la siguiente fórmula:

$$\sum_{i=1}^n PiQi = Gastos + s(BR)$$

Donde Pi equivale al precio del servicio, Qi es la cantidad del servicio, N representa el número de servicios, s es la tasa de retorno permitida y BR representa la base a retribuir por el regulador.

Sin embargo, a pesar de la simpleza de la fórmula, se advierte una serie de problemas en la determinación de sus dos principales componentes: la base a retribuir y la tasa a aplicar.

La base a retribuir es un concepto que se refiere a la definición de los costos reconocidos por el regulador sobre los que se aplicará la tasa de retorno. Con prescindencia de la opción que adopte el regulador con respecto al reconocimiento de inversiones eficientes o efectivas, se advierte que es la determinación del enfoque de valorización de la inversión en activos fijos la que denota mayor complejidad.

En ese sentido, los enfoques usualmente aceptados para la valorización antes referida son los de costo original, costo de reproducción, costo de reemplazo y/o valor de mercado o bursátil.

En lo que se refiere al costo original, es decir, el valor histórico del activo fijo neto correspondiente a las inversiones realizadas menos la depreciación, es importante señalar que resulta inadecuado en industrias en las que el riesgo de obsolescencia es muy elevado —al no incentivar la inversión en nueva tecnología—, así como en periodos inflacionarios donde el monto inicial de capital queda desfasado.

El costo de reproducción es aquel que se estima en función del costo actual que implicaría la sustitución del activo sujeto a valorización. El costo de reemplazo se diferencia del costo de reproducción en tanto que no se limita a analizar lo que costaría reproducir el activo en función de los costos actuales, sino que asume que este será sustituido con la tecnología vigente.

Finalmente, el valor de mercado o bursátil es aquel que estima el valor del activo en función de la sumatoria de los valores emitidos por la empresa regulada. Como se desprende de lo antes dicho, el método en cuestión toma como base para retribuir un valor que depende de los precios y las ganancias establecidas por el regulador en periodos anteriores.

De las metodologías antes referidas, consideramos oportuno mencionar que en el caso del costo original, el uso de costos históricos hará que los montos que remuneren el valor de la inversión sean más altos al inicio de la puesta en funcionamiento, decreciendo

paulatinamente a medida que la inversión se deprecie. Por ello, al final de la vida útil de la inversión podríamos encontrarnos ante precios menores de los que encontraríamos en un mercado eficiente.

Esta situación puede generar barreras de acceso, toda vez que al remunerarse la inversión, principalmente al inicio, el ingreso de competidores se vería afectado por la necesidad de replicar la infraestructura existente a costos inicialmente mayores que los inherentes a las inversiones ya depreciadas. Sin embargo, consideramos que este inconveniente puede ser atenuado en el caso de inversiones de rápida obsolescencia mediante la determinación de tarifas en función de anualidades constantes, calculadas sobre la base del costo original de la inversión realizada.

Debemos precisar que la aplicación del costo histórico no incentiva necesariamente la innovación. Ello en tanto que la empresa regulada tiene asegurada la remuneración por la inversión ya realizada, aun cuando esta pudiese resultar obsoleta en poco tiempo como consecuencia de los cambios tecnológicos.

En el caso específico de la BVL, existe un alto grado de inversión en tecnología para la implementación de sistemas de negociación y de supervisión. Estas inversiones presentan rápidos índices de obsolescencia, por lo cual una metodología de costo histórico podría resultar inadecuada al no incentivar la innovación tecnológica durante el periodo útil del activo, lo cual trasladaría al mercado los sobrecostos generados por la utilización de tecnologías ineficientes.

Sin embargo, y para no desconocer la inversión efectuada por la BVL, consideramos que tal deficiencia podría ser atenuada, en principio, mediante el establecimiento de un adecuado periodo de vida útil para las inversiones realizadas. De esta forma, se lograría remunerar el íntegro de dicha inversión, trasladándose al mercado las eficiencias de la innovación tecnológica posterior a la depreciación íntegra de la inversión realizada.

Si bien la solución propuesta implica un alto costo regulatorio y conocimiento del mercado, en el caso en estudio se advierte que la inversión efectuada por la BVL ya habría sido parcialmente recuperada, motivo por el cual tal inversión podría resultar irrelevante al momento de definir la metodología de valorización. En las notas a los estados financieros individuales auditados de la BVL, correspondientes al ejercicio 2005, la inversión efectuada en el sistema ELEX no se evidencia como registrada en su balance general.

Respecto de los costos de reproducción y de reemplazo, debemos señalar que la aplicación de dichas metodologías en el caso de la BVL podría resultar contraproducente en tanto que el valor de reproducción o de reemplazo de la inversión efectuada, en función de la tecnología existente, resultaría mucho menor. Así, la adopción de alguna de las metodologías antes referidas implicaría desconocer una inversión que, en el momento dado, habría sido calificada como prudente y razonable.

En lo referente a la metodología de valor de mercado, debemos señalar que en tanto el valor a retribuir se calcula sobre la base de los flujos que pueda producir, los cuales se determinan a su vez en función de las tarifas previamente determinadas por el regulador, nos encontraríamos ante un razonamiento circular.

Como se puede apreciar, la discusión teórica con respecto al criterio que debe usarse para la definición de los costos que el regulador debe reconocer a la BVL, a efectos de remunerarlos, resulta compleja. Asimismo, cualquiera sea el criterio que se elija, se requerirá de información específica con respecto a la actividad a regular, siendo dicha información de dominio del propio regulado.

Tal situación generará incentivos regulados para manipular dicha información, a efectos de distorsionar la base a retribuir, lo que resultaría manifiesto en el caso de la BVL, en la cual el sistema electrónico de negociación que se emplea ha sido desarrollado por la propia bolsa. Tal situación dificultaría la determinación de costos,

al no ser posible su comparación con aquella existente en el mercado.

Otro elemento que se debe tomar en cuenta es el reconocimiento de las inversiones no vinculadas directamente con la actividad de la BVL, a pesar de que en algunos casos tengan algún tipo de conexión indirecta. En este último supuesto hay una tendencia generalizada a reconocer solo aquellas inversiones que resulten razonables, entendiendo que estas representan solo un porcentaje reducido del total de activos destinados a la actividad principal de la empresa regulada.

De acuerdo con lo anterior, al cierre de los ejercicios 2005 y 2006, el 73% de los activos de la BVL se encuentran representados por inversiones en valores negociables, de corto y plazo, lo cual evidentemente no guarda relación alguna con la prestación de los servicios materia de regulación (este porcentaje se eleva a 74,2%, al cierre del segundo semestre de 2007). En ese sentido, dichos activos no deberían ser reconocidos dentro de la base a remunerar por las tarifas de los servicios regulados.

Sobre el particular, debemos señalar que la BVL se encuentra legalmente obligada a mantener un elevado nivel de activos como consecuencia de su transformación en sociedad anónima, según se desprende de lo dispuesto por el artículo N.º 1 de la Resolución Conasev N.º 029-2003-EF/94.10, del 4 de julio de 2003. En este sentido, será necesario modificar dicho mandato legal, a efectos de que la BVL pueda disponer libremente de tales recursos, ya que de lo contrario se obligaría al regulador a reconocer dentro de la tarifa un retorno respecto de dichos recursos.

Por otro lado, con relación a las inversiones indirectamente relacionadas con la actividad de la BVL, se advierte que la inversión en inmuebles, maquinaria y equipo es abiertamente desproporcionada respecto del volumen de activos destinados a la realización de su actividad principal. En efecto, estas inversiones equivalen al 12% del activo total de la BVL y, en caso de obviarse las inversiones en valores,

equivaldría al 46% de dicho rubro². Por tanto, la base a retribuir deberá restringirse exclusivamente a las inversiones que sean necesarias para la prestación de los servicios regulados. Para ello consideramos que es viable tomar como referente la proporción de las inversiones similares realizadas en mercados comparables.

El segundo componente, que es la tasa aplicable, se encuentra destinada a remunerar la inversión y se establece como el porcentaje anual que una empresa debe recibir para pagar el servicio de deuda, otorgar un retorno sobre la inversión de los accionistas y asegurar la captación de capitales para futuras inversiones (Baldwin, 1999). Así, el costo de capital estará conformado por los costos de las diversas fuentes de financiamiento, tales como deuda, acciones preferentes y acciones comunes, medidos sobre la base de una estructura de capital adecuada. Este enfoque asume que la deuda a corto plazo es cubierta por el activo corriente de la empresa.

Al respecto, es necesario indicar que la determinación de la tasa a aplicar requiere tanto la definición de la estructura de capital que será reconocida y remunerada como la determinación del costo de cada uno sus componentes, es decir, el de la deuda y el del capital. La forma en que se determine la estructura de capital dependerá de la opción que adopte el regulador respecto de si deberá basarse en la estimación del costo de capital en función de una estructura ideal de capital, o sobre la estructura de capital real actual o la esperada en un futuro cercano. La aplicación de una estructura ideal de financiamiento busca evitar trasladar a los usuarios las ineficiencias generadas por una inadecuada estructura de capital del regulado.

No obstante, la imposición de una estructura de endeudamiento hipotético implicaría una intervención directa por parte del regulador en la gestión de riesgo del negocio, privilegiando el perfil de riesgo concebido por el regulador sobre aquel que el propio accio-

2. Según los estados financieros individuales auditados de la BVL correspondientes a los ejercicios 2005 y 2006, los inmuebles y el terreno de la BVL equivalen aproximadamente al 80% de la cuenta inmuebles, maquinaria y equipos.

nista hubiese estado dispuesto a asumir. Adicionalmente, los accionistas de la empresa regulada podrían verse afectados por la demora en adecuarse al estándar ideal de apalancamiento establecido por el regulador, en el supuesto de que se trata de un estándar superior, dado que durante este periodo la empresa tendrá un costo mayor de capital propio que el reconocido por el regulador en su estructura ideal.

La situación antes referida es relevante para el caso de la BVL, toda vez que su estructura de financiamiento se basa casi exclusivamente en capital propio. Esta situación se explica en parte porque la autorización de conversión de la BVL en sociedad anónima puso como condición que se capitalizaran todos los resultados acumulados por esta durante el desarrollo de sus actividades como asociación civil. Esta situación motiva que casi las tres cuartas partes de su patrimonio se encuentren invertidas en valores negociables.

Sobre el particular, no se considera adecuado que el regulador sea el que establezca a priori la estructura de apalancamiento de la BVL, toda vez que ello implicaría intervenir en su gestión.

No obstante, es evidente que dicha estructura podría llegar a ser manifiestamente ineficiente y, por ende, generar sobrecostos a los consumidores. Por este motivo, es necesario que el regulador establezca parámetros mínimos con base en la estructura de capital promedio empleada en las bolsas de valores que operan en mercados con similares características al peruano.

En lo referente al costo de deuda, este se encuentra compuesto por las anualidades de la deuda a largo plazo y los dividendos anuales requeridos por las acciones preferenciales. En este sentido, se advierte que la definición de su costo no revela mayores dificultades, en tanto que dicha información es accesible.

De igual manera, el costo de capital puede ser determinado en función al modelo CAPM, el cual consiste en la estimación basada en

factores de riesgo de la industria, tasa libre de riesgo y riesgo país (Lasheras, 1999). En el caso de la BVL, cuyo apalancamiento obedece principalmente a recursos propios, será la determinación del costo de capital la que revele mayor dificultad.

Adicionalmente a la problemática antes descrita, consideramos que existen otros temas puntuales que deberían ser considerados al momento de aplicar un modelo de tasa de retorno. Entre estos destacan la falta de incentivos a la eficiencia, toda vez que al remunerar un porcentaje fijo sobre la inversión, el inversionista carece de incentivos para reducir costos, encontrándose incluso incentivado a sobreinvertir. Esta última situación es la que se conoce como el efecto Averch y Johnson. Asimismo, deberá considerarse la necesidad de atenuar la erosión de las ganancias que se produce en periodos inflacionarios, así como el gradualismo del ajuste de la tarifa en escenarios de volatilidad de la tasa de interés.

Finalmente, no podemos dejar de mencionar que la aplicación de la metodología de tasa de retorno implica un costo regulatorio relacionado con la determinación de los costos de inversión y de financiamiento de la empresa regulada. Asimismo, la posibilidad de error en su determinación, podría justificar la incorporación en la tarifa de un componente destinado a remunerar dicha situación.

2. Precio tope

El modelo tarifario de precio tope es un mecanismo a través del cual el regulador fija la trayectoria de la tarifa, reduciéndola en términos reales en cada revisión tarifaria en función de las mejoras en eficiencia que la prestadora debe desarrollar.

La metodología en cuestión fue inicialmente propuesta en el Informe Littlechild de 1983, sobre la regulación de telecomunicaciones en el Reino Unido como alternativa a la regulación tarifaria por tasa de retorno, debido a los inconvenientes que presentaba esta última.

La principal característica de este mecanismo es su capacidad de generar incentivos a la eficiencia en el regulado, toda vez que al encontrarse vigente la tarifa durante todo el periodo, el ahorro que se genere será apropiable por este, para luego de dicho intervalo ser trasladado a los consumidores mediante la tarifa (Lasheras, 1999).

La aplicación del precio tope implica necesariamente la determinación, en el primer periodo tarifario, de un nivel inicial de ingresos que permita remunerar la inversión efectuada, así como los demás costos en los que el regulado incurra para la prestación del servicio.

Dicho nivel de ingresos será tomado como base, aplicándose a este, a partir del segundo periodo, la metodología de precio tope en estricto.

Así, el monto en cuestión será ajustado en función de la siguiente fórmula:

$$\Delta P = RPI - X$$

Donde ΔP representa la variación de precios en un mercado competitivo, RPI equivale al Índice de Precios al Consumidor (Retail Price Index, en inglés) y X es igual al factor de productividad.

A partir del segundo periodo regulatorio, la tarifa base inicial será actualizada en función de la inflación y luego corregida a partir de un factor que refleje la ganancia en eficiencia o la implementación de los progresos tecnológicos que se obtendrían en un mercado competitivo.

Como se puede observar, los temas que revisten mayor relevancia para este análisis son la fijación de la tarifa base al inicio del proceso regulatorio, la determinación del factor de productividad y el rezago regulatorio inherente a la fijación del periodo regulatorio. En su determinación, la tarifa base podría reflejar una problemática similar a aquella relativa a los diversos métodos de valorización aplicables en

la regulación de la tasa de retorno. A nuestro entender, reviste una mayor relevancia en este caso concreto, en tanto que al aplicarse el factor de productividad sobre dicha base, su determinación afectará el cálculo de la tarifa en cada periodo regulatorio posterior.

En el caso del factor de productividad, este representa un estimado del incremento esperado en la productividad de la empresa. En este sentido, su adecuada determinación resultará de suma importancia para la viabilidad del modelo. Siendo así, el regulador deberá optar por una metodología de cálculo que permita su adecuada determinación.

De este modo, son dos los enfoques que resultan relevantes: el de flujo de caja descontado y otro basado en la productividad histórica. El primero parte de la proyección de la demanda de los servicios, así como de los costos que implican su prestación y su posterior actualización en función de una tasa determinada —costo promedio ponderado de capital—. Esta metodología comparte una problemática similar a la de la regulación por tasa de retorno, por lo menos en la parte referente a la determinación del costo de capital por parte del regulador.

La segunda metodología se estructura sobre la base de la productividad histórica, analizando el desempeño del regulado en periodos regulatorios anteriores a efectos de proyectar la productividad esperada para el siguiente periodo. Debemos mencionar que el uso de estas metodologías no es necesariamente excluyente, puede más bien ser complementario o concurrente.

La determinación del factor de productividad deberá tomar en cuenta la influencia que sobre el comportamiento del regulado tendrá la conducta de potenciales competidores. Ello en tanto que, en el caso de la BVL, su situación monopólica podría resultar temporal debido a que el crecimiento de mercado y la innovación tecnológica podrían permitir el ingreso de nuevos oferentes, por lo menos respecto de determinados servicios.

Por otro lado, el tema del rezago regulatorio es la principal característica que distingue a este modelo de la regulación por tasa de retorno y que sustenta la generación de incentivos a la eficiencia. El rezago regulatorio permite al regulado apropiarse de los beneficios resultantes de la mejora en productividad dentro del periodo regulatorio.

Este punto particular resulta de especial importancia para el caso bajo análisis, ya que dentro de la actividad de la BVL la innovación tecnológica tiene una fuerte incidencia en sus costos. Sobre el particular, cabe indicar que el incentivo a la innovación tecnológica y el crecimiento vegetativo de la demanda y de la economía implicaría una reducción sostenida de las tarifas de la BVL durante periodos regulatorios posteriores. Asimismo, la innovación reflejada en el ofrecimiento de nuevos productos incentiva la eficiencia asociada a tal economía de ámbito.

Teniendo en consideración lo antes dicho, el establecimiento del periodo regulatorio debe considerar una duración idónea, ya que si esta es muy corta no permitirá el desarrollo tecnológico, asemejándose a un supuesto de tasa de retorno; y si, por el contrario, es muy prolongada, no se logrará trasladar el beneficio generado a los usuarios mediante el ajuste oportuno de las tarifas.

Conviene señalar que la aplicación de la regulación por precio tope otorga al regulador ventajas en caso de industrias multiproducto, toda vez que facilita el establecimiento de tarifas por servicios individuales a diferencia de la regulación por tasa de retorno³. Cabe mencionar que este modelo tarifario implica un menor costo regulatorio, toda vez que no requiere de un análisis detallado de costos como el caso de la regulación de tasa de retorno.

3. Si bien al aplicar la regulación de tasa de retorno es posible diferenciar actividades reguladas de no reguladas en función de la base a retribuir, esto no resulta eficiente en todos los casos, ya que hay activos que se utilizarán para ambos tipos de actividades.

Finalmente, debemos indicar que la inadecuada determinación de la tasa base en el periodo regulatorio inicial genera una distorsión que puede ser arrastrada en periodos siguientes, no pudiendo ser corregida mediante la aplicación del factor de productividad. Debemos recordar que el factor de productividad está diseñado para trasladar las mejoras en eficiencia del regulado, por consiguiente, conceptualmente, no resulta viable el emplear dicho factor para corregir errores en la determinación de la tasa base. Sin embargo, tal deficiencia podrá ser corregida mediante mecanismos de ajuste en el periodo inmediatamente posterior, ello a efectos de que la tarifa resulte eficiente y no genere mayores distorsiones (Baldwin, 1999).

3. Regulación por comparación

La regulación por comparación, o *yardstick competition*, resulta un mecanismo regulatorio idóneo para reducir los costos de empresas monopólicas mediante la inducción de competencia comparativa entre estas.

Así, el regulador determina un nivel de costos eficiente en función de la información proporcionada por otras empresas y permite al regulado apropiarse del ahorro que obtenga al reducir sus costos por debajo de dicho estándar. El principal aporte del modelo regulatorio en cuestión radica en la mitigación de la asimetría informativa, en detrimento del regulador, respecto de la determinación de costos.

El modelo, propuesto por Andrei Schleifer en 1985 como una opción a la regulación por tasa de retorno, parte de la identificación de empresas comparables a efectos de determinar un nivel de costos eficiente para la empresa objeto de regulación (Evans, 1985). Sin embargo, a pesar de su sencillez, es necesario señalar la problemática que el modelo en cuestión enfrenta: posibilidad de distorsión, asimetría de costos entre empresas homogéneas y desincentivo a la inversión.

La posibilidad de distorsión obedece a que el modelo determina costos en función de promedios o de situaciones óptimas dentro de un mercado distinto al peruano. Siendo así, su aplicación puede generar distorsiones al no remunerar las inversiones efectuadas, aunque estas resulten eficientes, por lo que deberá restringirse a aquellos casos en los que la obtención directa de información respecto de los costos de la empresa por regular resulte excesivamente onerosa.

La asimetría de costos entre empresas homogéneas se da en tanto que, si bien la regulación por comparación resulta idónea para empresas idénticas, su aplicación a empresas homogéneas implica la necesidad de un juicio subjetivo por parte del regulador al identificar los factores diferenciadores entre las empresas sujetas a competencia comparativa.

En ese sentido, es sumamente relevante que exista una correlación entre las empresas elegidas para la comparación, de manera tal que cualquier impacto externo que determine un aumento en sus costos las afecte de manera similar a todas.

En el caso de la BVL, consideramos que podría ser comparada con las bolsas que desarrollan sus actividades en la región, porque la tendencia de los ingresos de todas ellas —por negociación y otros— se encuentra correlacionada en gran medida por las fluctuaciones de la economía mundial y las condiciones particulares de cada país.

Se deben tener en cuenta las similitudes existentes en la estructura normativa de los países de la región así como el entorno económico en el que se desarrolla el mercado de valores de cada uno de ellos; adicionalmente se debe considerar la diferencia de los costos que presenta cada bolsa objeto de comparación. Para ello, se puede mencionar que la principal diferencia en costos se producirá con respecto a la implementación o no de un esquema de autorregulación.

En efecto, el marco jurídico de Brasil, Argentina y Chile, al igual que el del Perú, contemplan la posibilidad de delegar en las pro-

pías bolsas de valores la facultad de implementar esquemas de autorregulación. Esta posición se encuentra en consonancia con las recomendaciones realizadas por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV, por sus siglas en inglés) en diversos documentos (OICV, 2000).

Los factores mencionados, y en particular la autorregulación, generan diferencias significativas en los costos que deben afrontar las bolsas comparadas. Por ello, la implementación de este modelo requiere realizar ajustes que dependen del criterio subjetivo del regulador y que estén destinados a neutralizar las diferencias existentes en cada mercado comparado.

Por otro lado, el desincentivo a la inversión se dará en el supuesto de que el modelo tarifario se aplique inmediatamente después a la realización de una inversión considerable por parte del regulado, en tanto que esta podría no ser adecuadamente remunerada como consecuencia de lo inadecuado del costo estándar determinado.

La situación antes descrita podría dar lugar a una situación de *trade off* para el regulador, toda vez que si bien tiene un incentivo para emplear la información referente a otras empresas, a efectos de regular las tarifas tal proceder podría afectar en forma negativa la decisión de inversión de la empresa regulada (Sobel, 1999).

Siendo así, el regulador deberá restringir el tipo de información que obtiene de otras empresas al momento de aplicar el modelo citado, a efectos de que dicha muestra no genere una distorsión en lo referente a la recuperación de la inversión. Cabe señalar que en el caso de la BVL no se observan inversiones considerables recientes que requieran aplicar este tipo de correcciones, por lo que la implementación de este modelo tarifario no tendría esta dificultad.

El principal problema para la implementación de este modelo en el mercado peruano será la delimitación del universo de empresas que serán comparadas. Ello en tanto que el desconocimiento de las

particularidades de cada mercado podría implicar trasladar las ineficiencias de estos al mercado nacional.

Una alternativa a esta problemática sería la determinación de parámetros que permitan seleccionar únicamente las bolsas de valores eficientes, sea porque se desenvuelven en entornos eminentemente competitivos o porque han sido objeto de regulación tarifaria previa. Sin embargo, conforme se indicó en el capítulo 3, en la región no se ha implementado una clara regulación tarifaria en los países que prevén esta situación. Por tanto, solo quedaría identificar las bolsas de la región que son eficientes debido a que se desenvuelven en un mercado competitivo, lo cual requiere que el regulador realice un análisis de las condiciones de competencia de cada una de las bolsas por ser consideradas.

La situación descrita resultaría muy onerosa, desvirtuando la principal justificación de la regulación por comparación, es decir, los menores costos regulatorios que esta implica.

PROPUESTA METODOLÓGICA DE REGULACIÓN TARIFARIA PARA LA BVL

Como se mostró en el capítulo anterior, los diferentes modelos tarifarios analizados poseen una serie de ventajas y desventajas en su aplicación. En consecuencia, deben analizarse las características del mercado en el que se desenvuelve la empresa regulada para determinar el modelo más conveniente.

En el caso de la BVL, la necesidad de innovación tecnológica para proveer sus principales servicios, la poca necesidad de grandes inversiones en infraestructura, la clara identificación de los servicios prestados que se regularán, la irrelevancia de servicios adicionales y la poca experiencia del regulador en el establecimiento de tarifas de sus supervisados, nos lleva a concluir que el modelo tarifario que más se adecúa a sus características es la regulación de tarifas por tasa de retorno.

En efecto, entre las ventajas de este modelo tarifario podemos señalar la menor posibilidad de error con respecto a la regulación por precio tope, lo que la hace compatible con la experiencia actual del regulador. Asimismo, la asimetría informativa con respecto a los costos asociados a la inversión que caracteriza a la regulación por tasa de retorno no es gravitante para la aplicación del modelo en este caso particular, dado que no existen complicaciones asociadas a grandes inversiones en infraestructura, por lo que la determinación de costos es más simple, en términos relativos, que en otras industrias como saneamiento, puertos, aeropuertos, etc. Con respecto a la poca significación de servicios no regulados, debemos precisar que

esto facilita la distribución total de los costos fijos y permite una aplicación simplificada del modelo tarifario.

No obstante, entre las desventajas que se pueden destacar de la aplicación del modelo se encuentran principalmente la falta de incentivos a la eficiencia y la consiguiente tendencia a la sobreinversión, así como la erosión de ganancias en periodos inflacionarios, entre otras. Para contrarrestar estas desventajas, el modelo de tasa de retorno por aplicar debería considerar incentivos a la eficiencia, tales como el establecimiento de indicadores de gestión que tendrían que ser cumplidos por la BVL. Estos indicadores deberían basarse en parámetros internacionales y estar estrechamente relacionados con la supervisión del adecuado ejercicio de las actividades de autorregulación delegadas a la BVL y con las sanciones en caso de incumplimiento.

Por otro lado, el incentivo a la sobreinversión puede ser minimizado con la indicación expresa de que el regulador solo reconocerá los costos que resulten prudentes y razonables, los cuales serían revisados periódicamente con la finalidad de realizar los ajustes que correspondan y aplicando el criterio antes mencionado. De esta forma, se espera que la amenaza del regulador desincentive la inversión excesiva e ineficiente, toda vez que no será remunerada por la tarifa. Este desincentivo será más fuerte en la medida en que el regulador acumule mayor experiencia en este tipo de regulación.

Por su parte, la erosión de las ganancias en periodos inflacionarios así como la volatilidad en las tasas de interés se pueden compensar con reajustes progresivos de la tasa de retorno para reconocer tales circunstancias.

Entre los demás problemas que podría enfrentar una regulación por tasa de retorno —que ya fueron mencionados en el capítulo anterior— encontramos aquellos inherentes a la metodología de valorización en función de costos históricos, los cuales, si bien se encuentran en aptitud de generar sobrecostos al regulador, pueden

ser minimizados mediante la adopción de medidas regulatorias prudentiales.

Entre los problemas mencionados encontramos también el no reconocimiento de inversiones no vinculadas con los servicios regulados de la BVL, tales como las inversiones en valores negociables, así como el reconocimiento solo de inversiones prudentes y razonables en terrenos, inmuebles y similares.

Finalmente, la problemática con respecto a la determinación de la tasa y la estructura de deuda capital que será reconocida como componente de esta por el regulador podrá ser atenuada estableciendo parámetros mínimos, los cuales podrían considerar, entre otros aspectos, la información disponible de bolsas comparables.

Según lo expuesto, los problemas de la regulación por tasa de retorno podrían ser solucionados con las medidas propuestas en el presente documento, pero es pertinente señalar que, de acuerdo con lo indicado en la parte introductoria, la falta de información detallada con respecto a los costos de las bolsas de la región, incluyendo dentro de estas a la BVL, impiden proyectar un modelo financiero que permita evaluar los efectos prácticos de la opción adoptada.

Así, en concordancia con lo dispuesto en el artículo N.º 145 de la Ley de Mercado de Valores, la aplicación de este modelo tarifario requerirá que la BVL presente su propuesta de tarifas junto con la proyección de flujos esperados por cada uno de los servicios regulados, así como la información adicional que sustente la tarifa propuesta.

La propuesta presentada por la BVL deberá ser contrastada con los criterios definidos y difundidos previamente por el regulador, a efectos de calificar y evaluar aspectos como la razonabilidad y la prudencia de las inversiones a remunerar. Los criterios antes referidos deberán establecer los parámetros para la determinación del nivel de la tasa de retorno que remunerará las inversiones que se realizarán, incluyendo la estructura de financiamiento por ser reconocida a la BVL.

En caso de que el sustento presentado por la BVL no guarde relación con el criterio o la norma del regulador o no justifique la tarifa propuesta, este podrá optar por solicitar información complementaria o definir la tarifa aplicable en función de los criterios antes descritos.

El difundir en el mercado las normas que empleará para la revisión tarifaria, le otorga al regulador transparencia y predictibilidad. Esto incentivará a la BVL a proponer tarifas que guarden relación con los criterios antes referidos, más aun cuando se contempla la posibilidad de que ante el incumplimiento de la BVL, sea el propio emisor el que inicie el procedimiento de convocatoria.

CONCLUSIONES

La desmutualización de las bolsas de valores en el mundo otorga a sus gestores mayores incentivos para tratar de maximizar sus beneficios detrayendo la mayor cantidad de excedentes a los emisores e inversionistas. Esta situación podría perjudicar la eficiencia del mercado de valores, dado que haría más onerosa la transferencia de propiedad de los activos financieros, lo que ha motivado que, en el caso peruano, la Ley de Mercado de Valores contenga un mandato expreso a la Conasev para aprobar las tarifas de la BVL por los servicios que presta.

Los servicios prestados por la BVL —inscripción y cotización, negociación y venta de servicios de información— en su mercado relevante, el territorio nacional, carecen de sustitutos idóneos y cuentan con importantes barreras de entrada. Esto permite a la BVL fijar precios monopólicos en ejercicio del poder de mercado que ejerce con respecto a cada uno de los servicios que brinda.

La posición de dominio de la BVL en los servicios que presta no justifica en sí misma la regulación de tarifas. Consecuentemente, es necesario determinar la existencia de fallas de mercado que hagan necesaria la intervención estatal y, dentro de esta, la regulación tarifaria.

El análisis de las fallas de mercado permite afirmar que los servicios brindados por la BVL se prestan en condiciones de monopolio natural, debido a que presentan importantes economías de ámbito y

barreras de acceso que impiden el ingreso de nuevos competidores. En el caso de la venta de los servicios de información, el monopolio natural se produce en virtud de que la bolsa es la única proveedora. Por su parte, en los servicios de inscripción y cotización, así como en el de negociación, el monopolio natural se genera por las condiciones del mercado, pues no resulta económicamente eficiente que tales servicios sean prestados adicionalmente por otros proveedores.

Las características de monopolio natural de la BVL en la prestación de los servicios que provee así como los indicios de distorsión identificados justifican la intervención estatal mediante la implementación de la regulación tarifaria, siempre y cuando esta genere mayores beneficios que costos a la sociedad. Esta premisa se cumpliría, por ejemplo, si el monto del excedente obtenido por la BVL fuese superior al costo social que supondría la incorporación de una regulación tarifaria, incluyéndose dentro de este último los costos administrativos del regulador para implementar y supervisar la regulación tarifaria, así como una estimación del costo de las fallas regulatorias.

En aquellos países donde se ha optado por la fijación de tarifas —México y Venezuela— hay deficiencias con respecto a la predictibilidad y los parámetros que se emplean en los procedimientos de regulación tarifaria.

Existen diferentes modelos de regulación tarifaria, cada cual con sus ventajas y desventajas. En ese sentido, encontramos que en el modelo tarifario de regulación por comparación, el principal problema de su implementación es la delimitación del universo de empresas que servirían para la comparación, en tanto que no se posee información detallada y suficiente con respecto a las bolsas de valores de la región. En consecuencia, la implementación de dicho modelo podría implicar trasladar las ineficiencias de otros mercados al nuestro.

En el caso de la BVL, el modelo tarifario que más se adecúa a la realidad es la regulación de tarifas por tasa de retorno, debido a la

poca necesidad de grandes inversiones en infraestructura, la clara identificación de los servicios prestados por la BVL susceptibles de regulación, la irrelevancia de servicios adicionales, así como la poca experiencia del regulador en el establecimiento de tarifas de sus supervisados.

El modelo de tasa de retorno por aplicarse deberá, además, considerar incentivos a la eficiencia, como el establecimiento de indicadores de gestión, que estarán estrechamente ligados con el cumplimiento de las funciones de autorregulación. Asimismo, deberá reconocer solo los costos que resulten prudentes y razonables en cada oportunidad de revisión periódica de la tasa de retorno. Adicionalmente, los ajustes por inflación o fluctuación de las tasas de interés deben ser graduales.

BIBLIOGRAFÍA

- APOYO CONSULTORÍA S.A. 2004. Propuesta de regulación de tarifas para los servicios que presta la Bolsa de Valores de Lima. Informe de consultoría. Lima: Apoyo Consultoría.
- BALDWIN, Robert y CAVE, Martin. 1999. *Understanding regulation: theory, strategy and practice*. Oxford: Oxford University Press.
- BOLSA MEXICANA DE VALORES. 2006. Ley del Mercado de Valores. <http://www.bmv.com.mx/BMX/HTML/sec6_lmercval.html>.
- CAVALI ICLV. 2006. *Tarifario*. <<http://www.cavali.com.pe/Documentos/Tarifario.pdf>>.
- COMISIÓN DE VALORES MOBILIARIOS DE BRASIL, CVM. 2006. *Ley de Mercado de Valores*. <<http://www.cvm.gov.br/ingl/indexing.asp>>.
- COMISIÓN FEDERAL DE MEJORA REGULATORIA DE MÉXICO, COFEMER. 2006. Autorización de los aranceles que las bolsas de valores cobran por los servicios relacionados con el listado y mantenimiento de valores y operaciones en el mercado. <http://www.cofemertramites.gob.mx/intranet/co_dialog_PublishedTramite.asp?coNodes=1250363&num_modalidad=0>.
- COMISIÓN NACIONAL DE VALORES DE ARGENTINA, CNVA. 2006. Ley de Oferta Pública de Títulos Valores. <<http://cnv.gov.ar/LeyesReg/Leyes/esp/LEY17811.htm>>.

- COMISIÓN NACIONAL DE VALORES DE VENEZUELA, CNVV. 2006. *Ley del Mercado de Capitales*. <<http://www.cnv.gob.ve/LeyesNormas/Leyes/leymercadocapitales.php>>.
- COMUNIDAD ANDINA DE NACIONES. 2006. Decisión N.º 624. <<http://www.comunidadandina.org/normativa/dec/D624.htm>>.
- CONRATH, Craig. 1998. *Guía práctica para la ejecución de la Ley Antimonopolio para una economía en transición*. Bogotá: Superintendencia de Industria y Comercio.
- EVANS, Owain y GEORGIADIS, Saki. 1985. A theory of yardstick competition. *Rand Journal of Economics*. Vol. 16, n.º 3. <http://msl1.mit.edu/CMI/furd_2002_a/tp5lect6yardstick.pdf>.
- FALLA, Alejandro. 2006. *Materiales del curso Derecho de la Competencia*. Lima: Universidad ESAN. No publicado.
- FIGARI, Hugo et ál. 2006. *Hacia una metodología para la definición del mercado relevante y la determinación de la existencia de posición de dominio*. Lima: Indecopi. <<http://www.indecopi.gob.pe/recompi/castellano/articulos/primavera2005/HFigari%20HGomez%20MZuniga.pdf>>.
- GALLARDO, José. 1999. *Disyuntivas en la teoría normativa de la regulación: el caso de los monopolios naturales*. Lima: Cisepa. Documentos de Trabajo N.º 164. <<http://www.pucp.edu.pe/economia/pdf/DDD164.pdf>>.
- LASHERAS, Miguel Ángel. 1999. *La regulación económica*. Barcelona: Aries.
- MASCAREÑAS, Juan. 1999. *Contratos financieros principal-agente*. <<http://www.ucm.es/info/jmas/dirfin/03DF.pdf>>.
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, IOSCO. 2005. *Exchange Demutualization in Emerging Markets*. <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD2000.pdf>>.
- . 2000. *Report of the SRO consultative committee of the international organization of securities commissions*. <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD110.pdf>>.

- PÉREZ-REYES, Raúl. 2006 *Materiales del curso Modelos Tarifarios*. Lima: Universidad ESAN. No publicado.
- PERÚ. *Ley del Mercado de Valores*. Decreto Legislativo N.º 861.
- PERÚ. *Ley contra las prácticas monopólicas, controlistas y restrictivas de la libre competencia*. Decreto Legislativo N.º 701.
- PERÚ. COMISIÓN NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES, CONASEV. 2004. Informe conjunto N.º 021-2004-EF/94.45/94.60. Informe elaborado por la Gerencia de Mercados y Emisores y la Gerencia de Investigación de Desarrollo. Lima: Conasev.
- . 1999. Reglamento de Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores, aprobado mediante Resolución Conasev N.º 31-1999-EF/94.10 y sus normas modificatorias. Lima: Conasev.
- PERÚ. MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS. 2001. Acceso al financiamiento a través del mercado de valores. <http://transparencia-economica.mef.gob.pe/documento/doc/Documento_Mercado_ValoresCF.pdf>.
- QUINTANILLA, Edwin. 2004. *Autonomía institucional de los organismos reguladores: revisión de literatura*. Lima: ESAN. Documento de Trabajo N.º 14.
- RAMÍREZ, Manuel. 2004. Regulación y mercado. En: Lizarazo, Liliana y Anzola, Marcela (eds.). *La regulación económica: tendencias y desafíos*. Bogotá: Editoras Académicas.
- SECURITIES EXCHANGE COMMISSION, SEC. 2006. Securities Exchange Act of 1934. <<http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>>.
- SOBEL, Joel. 1999. *A reexamination of yardstick competition*. San Diego: Department of Economics of the University of California at San Diego.
- SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS DE ECUADOR, SCE. 2006. Ley de Mercado de Valores. <<http://www.supercias.gov.ec/Documentacion/Mercado%20Valores/Marco%20Legal%20Ley%20Mercado/Ley%20MV.pdf>>.

SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS DE CHILE, SVS. 2006. Ley de Mercado de Valores. <http://www.svs.cl/sitio/html/legisl_normativa/f_legis.html>.

VISCUSI, Kip et ál. 2000. *Economics of regulation and antitrust*. Cambridge: MIT Press.

ANEXO: LISTA DE ABREVIATURAS UTILIZADAS

BCBA	Bolsa de Comercio de Buenos Aires
BCR	Bolsa de Comercio de Rosario
BCS	Bolsa de Comercio de Santiago
BEC	Bolsa Electrónica de Chile
BOVESPA	Bolsa de Valores de Sao Paulo
BVL	Bolsa de Valores de Lima S.A.
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CAVALI	Cavali S.A. ICLV
CNBV	Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México
CNVA	Comisión Nacional de Valores de Argentina
CNVV	Comisión Nacional de Valores de Venezuela
COFEMER	Comisión Federal de Mejoras Regulatorias de México
CONASEV	Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores
CVM	Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil
FIBV	Federación Internacional de Bolsas de Valores
ICLV	Institución de Compensación y Liquidación de Valores
LMV	Ley del Mercado de Valores
NYSE	New York Stock Exchange
MIENM	Mecanismo Centralizado de Negociación de Instrumentos de Emisión No Masiva
MEF	Ministerio de Economía y Finanzas
NASDAQ	Nasdaq (National Association of Securities Dealer Automated Quotation) Stock Exchange
OICV	Organización Internacional de Comisiones de Valores
OPC	Oferta Pública de Compra por Exclusión de Valores
OTC	Over The Counter
ROE	Return Over Equity
RPMV	Registro Público del Mercado de Valores

SBS	Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos Privados de Pensiones
SCE	Superintendencia de Compañías de Ecuador
SEA 1934	Securities Exchange Act de 1934
SEC	Securities Exchange Commission
SVS	Superintendencia de Valores y Seguros de Chile
TSE	Toronto Stock Exchange

Sobre los autores

Renzo ABANTO BOSSIO

rabanto@conasev.gob.pe renzoabanto@hotmail.com

Magíster en Finanzas y Derecho Corporativo de la Universidad ESAN y abogado de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Analista legal de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev), se ha desempeñado también como asesor legal en la Asociación de Bancos (Asbanc). Experiencia en regulación del sistema financiero y del mercado de valores, así como en derecho corporativo y administrativo. Ha asistido a seminarios nacionales e internacionales relacionados con su especialidad y ejercido la docencia en la Maestría de Derecho Comercial de la Universidad Nacional de Trujillo.

Omar GUTIÉRREZ OCHOA

ogutierrez@conasev.gob.pe omagut@gmail.com

Magíster en Finanzas y Derecho Corporativo de la Universidad ESAN y abogado de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Responsable legal de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev). Experiencia en regulación y supervisión del mercado de valores, derecho corporativo y financiero. Ha participado como expositor, en el país y en el extranjero, en seminarios relacionados con su especialidad y ejercido la docencia en la Maestría de Derecho de los Negocios de la Universidad de San Martín de Porres.

Pablo Arturo OKUMURA SUZUKI

pokumura@mtc.gob.pe

aokumura@dpsoabogados.com

aokumura@hotmail.com

Magíster en Finanzas y Derecho Corporativo de la Universidad ESAN y abogado de la Universidad de Lima. Socio del Estudio Díaz Palao – Siles & Okumura y asesor legal de la Dirección General de Concesiones en Transportes del Ministerio de Transportes y Comunicaciones. Experiencia como asesor y consultor en organizaciones de prestigio, en las áreas de derecho regulatorio, concesiones de infraestructura, corporativo,

administrativo económico, financiero, así como en el diseño, gestión y ejecución de proyectos. Ha participado como expositor en seminarios y eventos académicos relacionados con su especialidad y ejerce la docencia en la Maestría de Derecho de los Negocios de la Universidad de San Martín de Porres.

SE TERMINÓ DE IMPRIMIR EN LOS TALLERES GRÁFICOS DE
TAREA ASOCIACIÓN GRÁFICA EDUCATIVA
PASAJE MARÍA AUXILIADORA 156 - BREÑA
CORREO E: tareagrafica@terra.com.pe
TELÉF.: 332-3229 FAX: 424-1582
MAYO 2008, LIMA-PERÚ