

**SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO**

**REGULACION, SUPERVISION Y  
DESARROLLO DEL MERCADO  
DE VALORES**



**NACIONES UNIDAS**

**COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE  
PROYECTO REGIONAL CONJUNTO CEPAL/PNUD  
POLITICAS FINANCIERAS PARA EL DESARROLLO**

**Santiago de Chile, septiembre de 1993**

LC/L.768  
Septiembre de 1993

Este documento fue preparado por el Sr. Hugo Lavados y por la Sra. María Victoria Castillo para el Proyecto Regional Conjunto CEPAL/PNUD "Políticas Financieras para el Desarrollo". Los puntos de vista expresados en este estudio, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de sus autores y pueden no coincidir con los de la Organización.

## INDICE

	<i>Página</i>
INTRODUCCION .....	5
I. EL MERCADO DE VALORES .....	9
A. Concepto de importancia .....	9
B. Necesidad de fiscalización .....	10
C. Desarrollo .....	12
II. PARTICIPANTES EN EL MERCADO .....	15
A. Los demandantes de recursos financieros .....	15
B. Los intermediarios .....	15
1. Bolsa de valores .....	15
2. Agentes de valores y bancos de inversión .....	15
3. "Intermediación de información" .....	16
C. Oferentes de recursos financieros .....	16
1. Fondos mutuos .....	16
2. Compañías de seguros .....	17
3. Fondos de pensiones .....	17
4. Los inversionistas extranjeros de cartera .....	17
III. LA ENTIDAD REGULADORA Y SUPERVISOR DEL MERCADO DE VALORES .....	19
A. Autonomía financiera, jurídica y política de la Comisión de Valores .....	19
B. Organización, funciones y responsabilidades de la Comisión de Valores .....	20
C. Resguardo del carácter y especificidad de la Comisión de Valores .....	20
D. La Comisión de Valores como agentes de cambios y modernidad .....	21
E. Revisión y puesta al día de la estructura organizacional de la Comisión de Valores .....	23

	<i>Página</i>
F. Coordinación entre entidades fiscalizadoras .....	23
G. Criterios de fiscalización .....	24
<b>IV. CUERPOS LEGALES DEL MERCADO DE VALORES .....</b>	<b>27</b>
<b>A. Ley del Mercado de Valores .....</b>	<b>27</b>
1. Objetivo y ámbito de esta ley .....	27
2. Entidades y personas sometidas a fiscalización .....	27
3. Otras materias y principios de la ley .....	28
<b>B. Ley de Sociedades Anónimas .....</b>	<b>28</b>
1. Objetivo y ámbito de esta ley .....	28
2. Entidades y personas sometidas a fiscalización .....	28
3. Otras materias de ley .....	28
<b>C. Ley de organismo fiscalizador .....</b>	<b>29</b>
1. Objetivo y ámbito de esta ley .....	29
2. Organización .....	29
3. Entidades y personas sometidas a fiscalización .....	30
4. Atribuciones de la Comisión .....	30
<b>D. Modernización del marco legal y regulatorio del         Mercado de Valores .....</b>	<b>30</b>
1. Ley orgánica de la entidad fiscalizadora .....	31
2. Ley de valores .....	31
3. Ley de sociedades anónimas .....	31
<b>Notas .....</b>	<b>32</b>
<b>ANEXO .....</b>	<b>35</b>

## INTRODUCCION

Las políticas de liberalización financiera y de desarrollo de los mercados financieros en que están empeñados los países de América Latina y el Caribe, han renovado la importancia del mercado de valores como herramienta de formación de capital. El cuadro 1 entrega antecedentes bursátiles de países de América Latina que actualmente cuentan con mercados "emergentes" de valores o en franco desarrollo.

El desarrollo del mercado de valores depende de diversos factores. Entre éstos destacan los siguientes:

i) Entorno macroeconómico, en particular, una economía ordenada y estabilizada, con inflaciones bajas y estables y tasas de interés y tipos de cambio reales competitivos y consistentes con las condiciones de mediano y largo plazo de los mercados de capital y de divisas.

ii) Canalización de adecuados flujos de ahorro real de los agentes económicos nacionales y extranjeros hacia los mercados de valores.

iii) Infraestructura legal e institucional que promueva la expansión del mercado de valores, en particular las disposiciones de la ley de valores, la ley orgánica del organismo fiscalizador, y la ley de sociedades anónimas.

iv) Eficaz marco regulatorio y de supervisión del mercado de valores, a la luz de los argumentos que justifican la participación de una autoridad especializada del sector público.

Un entorno macroeconómico estable juega un importante papel en el desarrollo del sector financiero y de los mercados de valores. Inflaciones altas y variables producen cambios abruptos en los precios relativos y en las rentabilidades de las empresas, aumentan el riesgo de las inversiones de cartera, y por ende, desalientan la expansión del mercado de valores. Estas inflaciones producen también importantes redistribuciones involuntarias de riqueza y estimulan la canalización de fondos hacia proyectos socialmente poco rentables.<sup>1</sup>

La intervención estatal por excelencia en el sistema financiero es la fijación de las tasas de interés. En presencia de inflación, estas fijaciones conducen habitualmente a tasas reales negativas de interés, a excesos de demanda por crédito, y a la "represión" financiera de la banca y del mercado de valores. La liberación de las tasas de interés y el reconocimiento de las fuerzas del mercado es, en consecuencia, una segunda condición básica para el desarrollo del mercado financiero.<sup>2</sup>

Un tipo de cambio en línea es igualmente esencial para una correcta asignación de recursos reales y financieros. Tipos de cambio demasiado bajos, estimulan la fuga de capital, producen alzas en las tasas domésticas de interés, y afectan el comportamiento de la bolsa de valores.

Una de las características distintivas de una economía estabilizada y ordenada es una sólida situación financiera del sector público. Por el contrario, situaciones de déficit fiscal repercuten en el sistema financiero y en el mercado de valores a través del "crowding out" del sector privado. El Estado recurre al mercado de valores para financiar el déficit del sector público. Esto desplaza a las empresas privadas, ya que las mismas tienen menos posibilidades de financiarse mediante la colocación de sus títulos, o bien sólo pueden hacerlo a tasas de interés más altas.<sup>3</sup>

Cuadro 1

**INDICADORES BURSATILES DE MERCADOS EMERGENTES  
DE AMERICA LATINA**

(A marzo de 1991)

País	Patrimonio bursátil (US\$ millones)	(Patr. bursátil) % PGB	Sociedades inscritas	Rota- ción	Concen- tración patrimonial*	Precio/ utilidad	Rentabilidad bursátil 1984-1991 (%)
México	109 442	56.9	197	2.0	31.1	10.97	107
Brasil	52 019	9.2	567	3.3	29.4	9.95	1 111
Chile	31 468	88.0	231	0.3	49.4	14.56	73
Venezuela	8 640	18.0	66	2.8	60.7	20.62	-52
Argentina	18 535	17.0	175	6.4	65.3	16.12	47
Colombia	5 890	19.0	80	0.7	80.1	39.18	

*Fuente:* International Finance Corporation (IFC), Quarterly Review of Emerging Stock Markets, Washington, noviembre de 1992. La fuente de patrimonio bursátil sobre PGB, excepto para Chile, proviene de Socimer International Bank y la de rentabilidad bursátil procede de Latin Equities de abril de 1993, un suplemento de la revista Latin Finance.

\* Porcentaje del patrimonio bursátil en poder de los 10 mayores accionistas de las empresas más transadas.

Un adecuado flujo de ahorro real, y su canalización hacia los mercados de valores, también es un decisivo factor en el desarrollo de estos últimos. Estos mercados sólo pueden captar y canalizar hacia la inversión los flujos disponibles al ahorro. En la medida que los ahorros voluntarios de los agentes económicos sean reducidos, ganan importancia las medidas de ahorro "institucional" de carácter obligatorio, ligadas principalmente a los regímenes de pensiones y a los seguros, como alternativas para generar ahorros adicionales y promover los mercados de valores y la inversión.

Un argumento principal de este trabajo es que la liberalización financiera y el desarrollo de los mercados de valores, demandan un entorno macroeconómico favorable e importantes flujos de ahorro real. Sin embargo, el logro de un mercado de valores eficiente y equitativo en cuanto a las condiciones de acceso, requiere igualmente de un marco legal e institucional adecuado y de una regulación y supervisión orientada a la solvencia. Se trata, pues, de liberalizar el mercado financiero pero, al mismo tiempo, de fortalecer la regulación y supervisión que prevenga los problemas de solvencia de los agentes e instituciones emisoras de títulos.

El principal propósito de este trabajo consiste en discutir y comentar aspectos legales, institucionales, y de regulación y supervisión, que deben tenerse en cuenta en una política de desarrollo del mercado de valores (dando por sentado los factores macroeconómicos y de ahorro). El trabajo tiene la siguiente estructura. La primera sección presenta un marco general de referencia que incluye los principales

conceptos relativos al mercado de valores y las razones por las cuales se le somete a regulación y supervisión. La segunda sección se refiere a los participantes en el mercado de valores, distinguiendo los demandantes y oferentes de recursos financieros y los intermediarios entre unos y otros. La tercera sección analiza el rol y las funciones de la entidad fiscalizadora; esta sección incluye también comentarios sobre la supervisión de participantes específicos en el mercado. La última sección describe los principales cuerpos legales del mercado de valores: ley de valores, ley orgánica de la entidad fiscalizadora, y ley de sociedades anónimas. Esta sección incluye comentarios acerca de la modernización del marco legal y regulatorio del mercado de valores.

El trabajo ha procurado tener en cuenta la experiencia latinoamericana reciente en cuanto al desarrollo del mercado de valores. Considerando la diversidad que muestran estos mercados en los países de la región, se ha partido de la premisa de que hay una cierta secuencia en el desarrollo de los mercados de valores a partir de una situación de bolsa incipiente de valores. En efecto, es fácil observar en la descripción de los cuerpos legales pertinentes, los participantes en el mercado, la entidad fiscalizadora, y otros componentes del mercado de valores, que los mismos están sujetos a una secuencia de desarrollo.<sup>4</sup> En este contexto, el trabajo procura identificar los factores o medidas que más inciden en la dinámica y la eficiencia del mercado de valores y que estimulan su tránsito hacia etapas de mayor desarrollo.

Desde luego, el concepto de desarrollo secuencial del mercado de valores es sólo una simplificación analítica. Como tal, está sujeta a diversas limitaciones. Una característica de los mercados de valores es que pueden incorporar con extraordinaria rapidez innovaciones financieras que recién se están dando en mercados más desarrollados. Por esta razón, es posible encontrar mercados de valores "emergentes" que transan instrumentos financieros altamente sofisticados.<sup>5</sup> Desde luego, algunas de estas innovaciones pueden contribuir al desarrollo del mercado. En cambio, otras pueden acarrear inestabilidad y distorsiones.<sup>6</sup>

El cuadro A-1 del anexo muestra que los patrimonios bursátiles más grandes no se localizan necesariamente en los países más desarrollados. Tampoco hay una relación única entre el patrimonio bursátil, la actividad bursátil (monto transado) y el número de sociedades inscritas en bolsa. La principal bolsa de Italia, cuna de los servicios financieros en Europa, o la de Dinamarca, no tiene más sociedades inscritas que la de Santiago de Chile. La bolsa de Luxemburgo, centro financiero de categoría internacional, no transa más sociedades que las de Colombia o Venezuela. Asimismo, la actividad bursátil en Taiwán es muy superior a la que hay en París, como lo es en Bombay respecto de Bruselas; y el patrimonio bursátil de la bolsa de São Paulo (Brasil) prácticamente cuadruplica al de su antigua metrópoli colonial.

## I. EL MERCADO DE VALORES

### A. CONCEPTO E IMPORTANCIA

Una activa formación de capital real depende no sólo de los aspectos reales (infraestructura, recursos y estructura productiva, nivel de empleo, etc.), sino también de aspectos financieros. El mercado financiero es el conjunto de instituciones, servicios e instrumentos orientados a la transferencia de recursos financieros entre los agentes económicos y, al igual que todo mercado, es un mecanismo asignador de recursos. El mercado financiero engloba las actividades propias de la banca y de las instituciones financieras.

El mercado de valores, en cambio, es la actividad, mecanismo o plaza relacionados con la generación y canalización de fondos de mediano y largo plazo hacia las empresas y hacia el Estado, en donde se establece una vinculación directa entre el inversionista y la empresa. Esto excluye las operaciones de intermediación de dinero, actividad propia de la banca y de las instituciones de créditos.<sup>7</sup>

Las complejas necesidades financieras de las empresas en las economías modernas, demandan un mercado especializado para sus necesidades de financiamiento de mediano y largo plazo, que es propio del mercado de valores. ¿Cómo debe ser ese mercado especializado? La forma más eficiente es el desarrollo de un mercado para títulos de capital y de deuda emitidos por las propias empresas. Tal mercado es un complemento eficiente del financiamiento bancario, que es lo tradicional, pero que provee más bien de recursos de corto y a veces de mediano plazo al sector productivo. El mercado de valores es una alternativa eficiente porque, entre otras cosas, contribuye a:

- Disminuir el costo de intermediación y captación de fondos en el sistema financiero general.
- Ampliar a los agentes oferentes de recursos las posibilidades de ahorro y de diversificación de sus carteras.
- Ampliar las alternativas de financiamiento de proyectos rentables de inversión.
- Aumentar la liquidez de los instrumentos financieros transados.
- Mejorar el perfil de riesgo de los instrumentos financieros que respaldan el proceso de formación de capital.

En el mercado de valores participan los siguientes agentes:

- **Los demandantes de recursos:** las empresas privadas y públicas y el Estado (el Fisco, la Tesorería y el Banco Central), para financiar sus inversiones productivas y su gestión general.
- **Los oferentes o inversionistas,** muy en especial los institucionales: administradores profesionales de carteras de inversión, propias o de terceros, tales como sociedades administradoras de fondos de pensiones, de fondos mutuos o de fondos de inversión de diversos tipos, las sociedades de inversión y las compañías de seguros.



- **Los intermediarios**, tales como las bolsas de valores, sus corredores, los agentes de valores y los llamados bancos de inversión. También cabe mencionar aquí las entidades clasificadoras de riesgos y los auditores externos, si bien ellos no intermedian valores, sino información propiamente tal. Las principales funciones de los intermediarios son, por cierto, poner en contacto a oferentes y demandantes de fondos, a menor costo y más eficientemente que los propios interesados; separar riesgos, plazos y vencimientos de los instrumentos financieros, dándoles flexibilidad y liquidez; liquidar las operaciones y brindar asesoría financiera.

Las bolsas de valores son un componente de fundamental importancia en el mercado de valores. La bolsa es el mecanismo que conecta demandantes (empresas emisoras) con oferentes de recursos (ahorrantes) y determina los precios públicos de los títulos.

Las acciones son, por lo general, los títulos más importantes que se transan en una bolsa de valores. Además están los bonos, los pagarés y los papeles comerciales, que son títulos de deuda de largo, mediano y corto plazo, respectivamente. La existencia de tales títulos permite a las empresas determinar su estructura de capital, dados su situación financiera, el riesgo operativo proveniente de su giro específico, y el costo relativo de los distintos tipos de capital.

El gráfico 1 muestra en forma esquemática la estructura y los participantes en el mercado de valores.

## **B. NECESIDAD DE FISCALIZACION**

La diferenciación entre mercado financiero y mercado de valores se origina en los distintos tipos de riesgos de las actividades y entidades propias de cada segmento. Esto, a su vez, conduce a funciones y criterios de fiscalización y de regulación sumamente específicos. Sin embargo, la operación de instituciones bancarias en actividades de agentes de valores y viceversa, ha llevado en los últimos años a crecientes complejidades en la materia, las que serán exploradas más adelante.

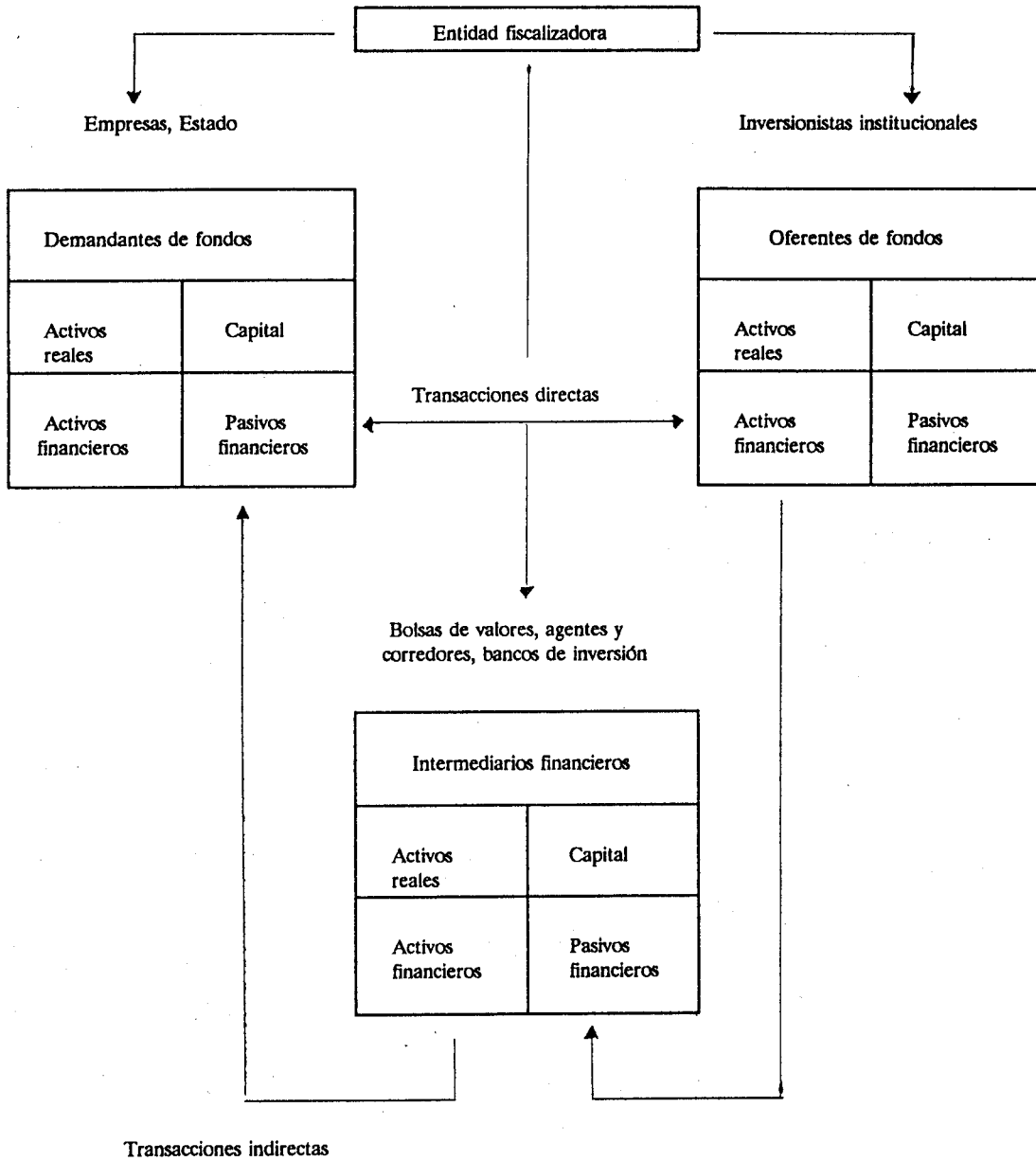
Entre los atributos de un mercado perfectamente competitivo se cuentan la información completa y la ausencia de poder monopólico. Si se deja de lado el supuesto de información perfecta y se admite el riesgo y/o la incertidumbre, la competencia no proporciona una solución dinámica eficiente, es decir, el mercado por sí solo no necesariamente logra un equilibrio continuo en interés de todos y cada uno de los participantes.

El poder monopólico se traduce en la capacidad para influir o fijar precios. En la "industria" de valores, ni las economías de escala ni las barreras naturales de entrada son importantes para explicar una situación monopólica. Esta última suele deberse más a la posesión monopólica de un recurso, como la información, o a derechos exclusivos de acceso a ella o a algún otro servicio complejo. Dada la importancia crucial de la información en este mercado, las asimetrías de información son una de las principales razones que justifican someterlo a regulación y supervisión.

En síntesis, la teoría económica postula que la regulación y supervisión del mercado es un medio para superar sus limitaciones inherentes y para satisfacer consideraciones de ética, equidad e igualdad de oportunidades. En el caso del mercado de valores, la regulación y supervisión se justifica por la eventual falta de información confiable, veraz, oportuna y suficiente para la toma de decisiones de inversión; el carácter potencialmente monopolístico de algunas de las entidades participantes, y la probabilidad de fraude, a la que este mercado es tan vulnerable.

Gráfico 1

EL MERCADO DE VALORES



Este último riesgo es de la mayor importancia, toda vez que el mercado de valores, más que cualquier otro, se basa en la confianza mutua entre las partes: la negociación de valores financieros es muy diferente de la de cualquier otro bien o servicio, puesto que aquéllos no se pueden medir o inspeccionar. Los productos que se transan en el mercado de valores son promesas de pagos futuros, por lo cual la calidad y cantidad del "producto" sólo se conocen en el largo plazo. En consecuencia, los inversionistas han de basar sus decisiones en la información disponible acerca de la situación financiera de los emisores del título. Esto muestra la decisiva importancia de la "transparencia" del mercado de valores, esto es, que la información sea veraz, confiable, suficiente y oportuna. Sólo una bolsa "transparente" es capaz de resumir en los precios de los títulos financieros toda la información disponible acerca de sus emisores.

Los requisitos de transparencia son mayores en el mercado de valores que en cualquier otro. Los más importantes de estos requisitos son los concernientes a la difusión de información, los principios contables para medir los resultados y la situación patrimonial de los emisores de títulos, y el respeto por los contratos que implican el pago de compromisos futuros. A menos que estos requisitos estén plenamente resguardados por la regulación y supervisión del mercado de valores, la confianza de los inversionistas se verá socavada, con consecuencias adversas para la eficiencia y el desarrollo del mercado. Las transacciones efectuadas con información "asimétrica" entre los participantes llevan a asignaciones ineficientes de recursos; por eso existen regulaciones que prohíben hacer uso de la llamada "información confidencial" o efectuar "insider trading", como se denomina en el mundo anglosajón.

En consecuencia, la fiscalización del mercado de valores busca proteger al público inversionista de posibles fraudes, dispersar el riesgo entre los que concurren al mercado, y dar confianza y promover la estabilidad del mercado, todo lo cual es necesario para incentivar el ahorro y la asignación eficiente de los recursos. Por cierto, lo anterior será así siempre que el costo de la fiscalización no exceda el de las imperfecciones que se quiere prevenir o corregir. La fiscalización no debe entorpecer o impedir la operatoria del mercado. Su contenido especial son regulaciones imparciales, generales, objetivas y no discriminatorias orientadas a mejorar o complementar los mecanismos de mercado.

¿Cómo deberá ser esa fiscalización? En el mundo real no se da pura, sino que suele haber una interrelación entre las limitaciones del mercado y los propósitos políticos de la fiscalización. Esta dimensión es más explícita en los mercados incipientes que en los desarrollados, puesto que en aquéllos el ente estatal juega, como veremos, un rol más activo en lo tocante al crecimiento del mercado. Esta dimensión política de la fiscalización lleva a que en muchos mercados incipientes la entidad fiscalizadora ponga más énfasis en los resultados que en la forma en que se logran. En otras palabras, se puede decir que este estilo tiene la ventaja de incentivar el desarrollo del mercado, pero que lo hace a costa de interferir en sus mecanismos. Una regulación efectiva y eficiente tiene que sopesar cuidadosamente la ponderación que se da a uno y otro aspecto.

### C. DESARROLLO

La puesta en marcha, desarrollo y modernización de un mercado de valores no puede emprenderse sólo a partir de ideas teóricas y de experiencias previas. Tal cometido debería contemplar una etapa de diagnóstico de la situación de partida y la especificación de los objetivos por lograr, según las características y nivel de desarrollo de cada economía:

**1. Diagnóstico de necesidades:** estado actual de la infraestructura del mercado, condiciones y características propias del mercado que se quiere crear, situación legal y financiera de los emisores, instrumentos que transan, costos de emisión, inscripción y transacción de los mismos.

**2. Difusión de objetivos y metas** que se pretende alcanzar, especialmente en la etapa de puesta en marcha de un mercado de valores: necesidades, características, ventajas, y fiscalización de ese mercado, así como una explicación de los cambios legales e institucionales que ello requiere.

**3. Diagnóstico de los obstáculos** que discriminan en contra del mercado de valores actual o futuro y en favor del sector bancario. Entre dichos obstáculos cabe mencionar:

- Canalización de fondos a través de créditos preferenciales en el sector bancario.
- Tratamiento tributario discriminatorio en contra del financiamiento accionario y en favor del financiamiento por deuda, al reconocer como gasto para fines tributarios a los intereses pero no a las utilidades normales.
- Presencia de monopolios privados en la emisión o intermediación de títulos.
- Prohibiciones para transar o adquirir determinados instrumentos financieros.
- Defectos en la contabilidad de empresas que dificultan demostrar sus resultados efectivos.
- Falta de entrega periódica de información sobre las emisiones de títulos.
- Carencia de entidades clasificadoras de riesgo.

**4. Incentivos:** posibles exenciones tributarias u otros incentivos tendientes a fomentar:

- La apertura, desmonopolización, o modernización, según sea el caso, de la bolsa de valores, así como su tecnificación y eventual interconexión con bolsas extranjeras.
- La oferta pública de valores y la apertura de sociedades.
- La privatización de empresas y la adquisición de acciones.
- La clasificación de riesgo y la custodia de valores.
- La profesionalización de las actividades pertinentes.

**5. Recursos disponibles:** catastro de la disponibilidad de personal profesional y de recursos técnicos para la futura puesta en marcha o el desarrollo de una Comisión de Valores y del mercado general; proposición de medidas y de financiamiento para procurar tales recursos (capacitación, adquisición de tecnología).

**6. Proposición de posibles soluciones:** todo estudio sobre el mercado de valores y sus entidades participantes debería proponer soluciones y medidas, y definir plazos y metas. Estas últimas deberían contener una evaluación técnica, jurídica y contable de:

- Posibles emisores: empresas dispuestas a abrirse, esto es, a transar sus acciones públicamente (a compartir la propiedad y administración de la empresa) o a endeudarse con el público y no con la banca; o bien a privatizarse.
- Eventual privatización de las empresas.
- Posibilidad de emitir nuevos instrumentos. Figuran entre ellos las mencionadas acciones, o bien bonos, o ambos, lo que implica inscribirse en una bolsa de valores y difundir públicamente información financiera periódica respecto de la empresa.
- Medios y costos de emisión de los títulos: ¿lo hará el propio emisor, siendo que ese no es su giro? ¿contratará a un intermediario, agente de valores o banco de inversión? ¿a cuál? ¿qué medios de colocación usará éste, con qué comisión y plazo y a qué inversionistas?

## **II. PARTICIPANTES EN EL MERCADO**

Se ha señalado que el mercado de valores es el lugar donde concurren los demandantes y los oferentes de recursos financieros; los inversionistas institucionales y personales; y, entre ambos, los intermediarios de recursos y de información.

### **A. LOS DEMANDANTES DE RECURSOS FINANCIEROS**

Las empresas privadas y públicas son los principales demandantes de recursos de inversión (oferentes de instrumentos financieros, si se los mira desde el otro punto de vista en el mercado de valores). Dentro del universo de empresas susceptibles de fiscalización, un criterio eficiente es considerar sólo a las llamadas "sociedades abiertas", esto es, aquellas cuyo financiamiento involucra la fe pública. Esto significa que la entidad fiscalizadora supervisa a aquellas empresas que se financian por medio de la colocación de títulos de oferta pública. Estos últimos comprometen la confianza de los inversionistas en la información que el emisor divulga sobre sí mismo y sobre los títulos que emite.

### **B. LOS INTERMEDIARIOS**

#### **1. Bolsa de valores**

La bolsa es el participante más característico del mercado de valores. En todo mercado de valores se parte observando las condiciones y características de la bolsa, su reglamento y manuales de operación, la entidad de sus corredores, y los requerimientos profesionales que éstos deben satisfacer.

En los mercados desarrollados las bolsas de valores son entidades "autorreguladas" sobre la base de sus propios códigos internos de ética y conducta ("principios de deontología"). En mercados de menor desarrollo relativo, habrá que analizar si las exigencias que se han autoimpuesto deben o no ser reforzadas por la acción de la entidad fiscalizadora del mercado.

#### **2. Agentes de valores y bancos de inversión**

Los agentes de valores y los bancos de inversión se especializan en la colocación ("underwriting") de títulos de oferta pública, ya sea para sí o para terceros, y en otras funciones financieras específicas. Para evitar conflictos de interés, la banca de inversiones habitualmente no incursiona en las funciones propias de la banca comercial, y viceversa. Los agentes de valores, por su parte, se desempeñan como intermediarios, con excepción del corretaje de acciones, reservado en exclusividad a los miembros de una bolsa de valores.

### **3. "Intermediación de información"**

#### **Depósito o custodia de valores**

La custodia consiste en la guarda de instrumentos depositados, con el registro de los depósitos, retiros, liquidaciones y demás transacciones. Por su parte, la cámara de compensación es la liquidación compensada y multilateral de todas las transacciones. Esta última se lleva a cabo electrónicamente y a través de anotaciones en cuentas.

En consecuencia, el depósito o custodia de valores elimina tanto el movimiento físico de instrumentos al liquidarse las transacciones, como varios otros riesgos (pérdidas, hurtos, falsificaciones, fallas computacionales, falencia financiera, violación de confidencialidad) y disminuye los correspondientes costos operativos (transporte, seguridad y seguros, recuento y verificación de instrumentos). Lo anterior facilita la operatoria interna, aminora los riesgos del mercado de valores, y facilita su inserción en el sistema internacional.

#### **Clasificación de riesgo**

La clasificación de riesgo es un servicio que prestan entidades privadas especializadas, consistente en evaluar continuamente la capacidad de pago que tienen las empresas emisoras de títulos, en relación con las obligaciones que demanda su servicio en las condiciones pactadas con los inversionistas. Esta capacidad define el riesgo de insolvencia, esto es, la probabilidad de que las empresas emisoras no cumplan con sus obligaciones hacia los inversionistas.

Es recomendable que la Comisión de Valores elabore los procedimientos y métodos de evaluación y abra un registro de empresas clasificadoras para los efectos de la puesta en marcha del sistema de clasificación. Estas últimas deberían ser de preferencia entidades con objeto exclusivo.

En mercados desarrollados esta tarea es voluntaria, aunque la no clasificación limita fuertemente el mercado a un determinado título. En mercados emergentes, la ley que crea estas entidades obliga, por lo general, a los emisores de valores de oferta pública, a contratar con dos clasificadoras registradas la clasificación continua de sus valores, con una determinada periodicidad de revisión y de publicación de resultados.<sup>8</sup>

## **C. OFERENTES DE RECURSOS FINANCIEROS**

### **1. Fondos mutuos**

Estas inversiones corresponden a un patrimonio formado por aportes de personas naturales y jurídicas, para su administración por parte de una sociedad especializada. Los fondos mutuos son, habitualmente, los primeros inversionistas institucionales que se organizan en un mercado de valores. Constituyen una buena alternativa para familiarizar al público con los conceptos de cartera de inversiones, dispersión del riesgo e inversión colectiva. Uno de los principales aspectos de la respectiva ley ha de ser la diversificación de sus inversiones.

## **2. Compañías de seguros**

Estas entidades pueden ser importantes inversionistas institucionales de largo plazo. En consecuencia, es importante crear condiciones para el establecimiento de entidades nacionales y privadas de seguros como concurrentes al mercado de valores. Esto implica poner término al monopolio estatal imperante en numerosos casos, y modificar el régimen de fijación de tarifas y otras variables técnicas. Por su parte, la fiscalización debe orientarse hacia una correcta valorización, composición y diversificación de activos y pasivos de las compañías, y al resguardo de un patrimonio suficiente y adecuado para los riesgos que enfrenten.

Los criterios de fiscalización por solvencia deben quedar clara y flexiblemente establecidos en la ley que regula la industria. Esto hace más solventes a las compañías de seguros y contribuye a crear una demanda continua por instrumentos en el mercado de valores.

El carácter de largo plazo de las tenencias de activos es particularmente visible en las compañías de seguros de vida. Su supervisión debe hacer hincapié en su solvencia y en la suficiencia de su patrimonio y reservas, brindando especial atención a la redacción de contratos, considerando la cantidad y variedad de riesgos y de productos nuevos que deben administrar.

## **3. Fondos de pensiones**

La creación de un sistema de pensiones privado y eficiente, basado en la capitalización individual de los futuros pensionados, constituye un respaldo fundamental para el desarrollo del mercado de valores. Desde el punto de vista financiero, los aspectos más importantes de la respectiva ley son la diversificación de la cartera de inversiones, y la independencia patrimonial de los fondos respecto de otras entidades.

Por la vía de la cartera de inversiones de estos fondos se abre la posibilidad de comprometer indirectamente a la población trabajadora en la gestión y marcha de las principales empresas del país.

## **4. Los inversionistas extranjeros de cartera**

Una de las principales características de los mercados de valores modernos es la creciente movilidad internacional de los recursos financieros. Esta globalización va de la mano con la liberalización de los mercados, tanto de los desarrollados como de los llamados emergentes. En unos y otros se despliegan esfuerzos en favor de la apertura, la facilitación de las transacciones recíprocas, el mejoramiento de la competitividad y del profesionalismo, y la búsqueda de nuevas modalidades de inversión. Pero, sobre todo, se observa el deseo de avanzar hacia la armonización u homogenización de la fiscalización y de normas y regulaciones, tanto en la forma como en el contenido de las mismas.

En la internacionalización de los mercados de valores, los procesos más inmediatos y notorios corresponden a los protagonizados por los fondos de inversión extranjera y los "American Depository Receipts". Estos procesos han posibilitado a varios países de América Latina disponer de recursos adicionales para la formación de capital a través de la inversión extranjera de cartera.

**a) Fondos de inversión extranjera**

Los fondos de inversión extranjera o "country funds" son carteras compuestas exclusiva o parcialmente por títulos domésticos, esto es, procedentes de un solo país o de varios de ellos. En los países industrializados, estos fondos se colocan y transan privadamente o en bolsas.

Los fondos de inversión extranjera tienen varias ventajas importantes. Primero, su aporte a la transparencia, tecnificación y profesionalización. No es propósito de estos fondos participar en la gestión de las empresas cuyas acciones adquieren, sino contar con información clara, completa y oportuna sobre sus negocios, administración y proyectos de inversión. Segundo, su contribución a la estabilidad del mercado de valores, ya que contrariamente a lo que se suele pensar, su compromiso con un mercado y una cartera es de mediano a largo plazo. Así como su estrategia no apunta a controlar empresas, tampoco busca manejar fondos inmediatos, que entran y salen de las economías según los vaivenes que éstas puedan presentar. En otras palabras, los fondos de inversión extranjera no forman parte del denominado "hot money".

El cuadro A-2 del anexo muestra que en la segunda mitad de 1991 estaban operando en América Latina cerca de 40 fondos de inversión extranjera. La mayor parte de estos fondos se ha orientado a países con mercados de valores emergentes y en rápida modernización.

**b) American Depository Rights (ADR)**

Los "American Depository Receipts" (ADR), son certificados negociables emitidos por un banco comercial estadounidense, denominado "depositario", sobre acciones, bonos y cualquier otro instrumento financiero extranjero en el mercado de valores norteamericano. Los ADR se transan libremente en este mercado. De este modo, constituyen una alternativa a la emisión directa de acciones (y también de instrumentos de deuda) por parte de una empresa extranjera en los Estados Unidos.

El titular o dueño de un ADR puede negociarlo directamente en el mercado norteamericano o canjearlo por los títulos que representa. Esto implica el traspaso de éstos a nombre de su nuevo dueño, quien queda por tanto habilitado para venderlos en el país de origen de los mismos, operación que es denominada "flowback". El "flowback" con acceso al mercado de divisas es habitualmente una condición necesaria para la colocación de ADRs en el mercado norteamericano.

Los países de América Latina han accedido sólo recientemente a este mercado. El cuadro A-3 del anexo muestra operaciones realizadas en los últimos años.



### **III. LA ENTIDAD REGULADORA Y SUPERVISORA DEL MERCADO DE VALORES**

La entidad fiscalizadora del mercado de valores es un organismo técnico y autónomo del Estado, cuya función consiste en regular o fijar las normas por las que debe regirse este mercado en el marco de sus cuerpos legales, y en supervisar o vigilar su cumplimiento. La mencionada entidad se constituye jurídicamente como una Comisión, con varios miembros colegiados, que es lo más corriente, o como una Superintendencia, que es un organismo a cargo de un solo funcionario principal.

El papel de la entidad fiscalizadora depende del nivel de desarrollo del mercado en el que está inserta. Aunque hay elementos en común entre un mercado "emergente" y uno desarrollado, cada uno de ellos presenta estilos y énfasis diferentes en materia de fiscalización. En un mercado incipiente, y hasta cierto punto en uno emergente, la entidad fiscalizadora ha de asumir un rol más prominente y de cambio determinante, y de fomento, que en un mercado desarrollado. En un mercado incipiente la formación y la información financiera de los participantes es precaria.

Por su parte, en mercados de valores desarrollados, el ente estatal delega parcialmente sus funciones y prerrogativas en un organismo privado que reúne a los intermediarios.<sup>9</sup> Recientemente se ha observado también una activa y creciente conducta de regulación por parte de las bolsas de valores y otras entidades similares, casos en los que se habla de "entidades de autorregulación". En todo caso, aun cuando en América Latina este tipo de instituciones también debe cumplir un rol importante, es necesario crear o reforzar primero la institución pública de fiscalización.

Sea cual fuere su estructura jurídica y organizacional y el nivel de desarrollo del mercado de valores, es importante que la entidad supervisora satisfaga diversas características. Entre éstas se destacan las siguientes.

#### **A. AUTONOMIA FINANCIERA, JURIDICA Y POLITICA DE LA COMISION DE VALORES<sup>10</sup>**

La Comisión de Valores ha de disponer de autonomía en su constitución y operación, con el objeto de asegurar que adopte criterios eminentemente técnicos y libres de presiones políticas. La independencia deberá avalarse a través de la dotación de recursos financieros propios, sin perjuicio de que pueda acceder al presupuesto público y a la prestación de servicios al mercado. La respectiva Ley Orgánica ha de sentar, asimismo, las bases de la autonomía jurídica de la entidad.

La misma ley establecerá también mecanismos para la generación de las autoridades de la Comisión, a fin de salvaguardar la independencia política de éstas, y las restricciones e incompatibilidades a que estarán sujetas, a fin de impedir la existencia de conflictos de interés.

## **B. ORGANIZACION, FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES DE LA COMISION DE VALORES**

La Ley Orgánica deberá incluir disposiciones relativas al ámbito de acción de la entidad fiscalizadora (cuáles entidades y personas específicas fiscalizará, y con qué atribuciones y poderes) y a la estructura organizacional (departamentos, divisiones y jerarquías) que se dará, según esos y otros ordenamientos legales e institucionales.

Pero, más allá de las disposiciones de este tipo, toda entidad supervisora debería fiscalizar al menos a las entidades que figuran en el gráfico 1. Debería dictar toda la normativa que les sea aplicable en el cumplimiento de esa y otras obligaciones que les fije la ley y llevar a cabo las labores anexas (interpretación de la ley, difusión de información, auditorías e investigaciones) que dichas tareas impliquen. La Comisión o Superintendencia podrá desempeñar, asimismo, una serie de funciones adicionales y prestar otros servicios, según los intereses, las necesidades y el grado de desarrollo de los mercados que fiscalice. Ejemplos de dichas funciones o servicios podrían ser la colaboración directa con otras entidades públicas y privadas, nacionales y extranjeras, así como con organismos internacionales.

## **C. RESGUARDO DEL CARACTER Y ESPECIFICIDAD DE LA COMISION DE VALORES**

Es esencial que la Ley Orgánica de la Comisión resguarde el carácter y la especificidad de sus funciones. ¿Qué se quiere decir con esto? Se suele observar en los países con incipientes mercados de valores que la supervisión está encargada al Banco Central, el que también fiscaliza el mercado financiero general, es decir, también supervisa la banca.

Esta multiplicidad de roles contribuye a la falta de dinamismo de los mercados, porque éstos se hallan supeditados a las funciones monetarias del Banco Central y porque entre las entidades fiscalizadoras se producen inevitables conflictos de intereses y de supervisiones. Además, en tal esquema el desarrollo del mercado de valores resulta desfavorecido por la prioridad que lógicamente el Banco Central asigna al sistema bancario.

Se configura así un círculo vicioso de un mercado de valores poco profundo. La excesiva dependencia respecto del financiamiento bancario disminuye las posibilidades de las empresas para captar fondos a través del mercado de valores. La falta de profundidad de éste facilita la manipulación, lo que a su vez desincentiva las inversiones del público.

También hay que tener en cuenta la tendencia moderna hacia la diversificación y la desespecialización de las actividades y servicios. Distintas entidades financieras están incursionando así en negocios, servicios y productos que antes les estaban vedados: la banca comercial se suele interesar en los seguros y en otras carteras de mediano y largo plazo, en tanto que la banca de inversiones lleva a cabo actividades o productos que podrían ser sustitutos del crédito bancario.

La desespecialización tiende a desdibujar no sólo la identidad tradicional de las instituciones financieras (banca de inversiones versus comercial, o ésta versus los seguros), sino también, lo que puede ser más complejo, las funciones regulatorias y de supervisión de los entes a cargo de la fiscalización. Pueden surgir, entonces, conflictos de intereses entre dueños y clientes de las distintas instituciones financieras; entre éstas

últimas; entre los agentes supervisados y las entidades supervisoras, y entre éstas entre sí.

Un tercer aspecto esencial para el resguardo del carácter y la especificidad de la Comisión de Valores lo constituye el concepto de la fiscalización por función, y no por institución. Esto quiere decir que, con independencia de la naturaleza bancaria o de valores de quienes las ejercen, las actividades propias del mercado de valores deben estar bajo la supervisión de una entidad única especializada; otro tanto debe señalarse respecto de la fiscalización de las actividades bancarias. La "regulación por función" no sólo evita los problemas expuestos, sino que presenta señaladas ventajas:

- Evita la duplicidad de supervisiones y la existencia de "áreas de nadie", hacia las que tenderán inevitablemente las actividades autorizadas.
- Fomenta la especialización de la fiscalización.
- Incentiva la pericia de los supervisores y el aprovechamiento de potenciales economías de escala.

#### **D. LA COMISION DE VALORES COMO AGENTE DE CAMBIO Y MODERNIDAD**

En mercados incipientes la entidad fiscalizadora tiene que erigirse en agente de cambio y de modernidad. No cabe concebirla como las de los mercados que ya han alcanzado un alto nivel de desarrollo.

En los mercados incipientes y en desarrollo, la cultura financiera de los emisores y de los inversionistas es insuficiente. Esto puede prestarse para abusos, fraudes, o manipulaciones de parte de agentes más protegidos, con mayor información, o más preparados. En consecuencia, no es adecuado suponer que la información que se difunde va a ser aprovechada o entendida en el mismo grado, momento o circunstancia, por todos los concurrentes al mercado.

Una responsabilidad ineludible de la Comisión de Valores consiste en mejorar la educación financiera de los partícipes en el mercado, particularmente en lo tocante a sus derechos y obligaciones. Este aporte al desarrollo del mercado no se lleva a cabo sólo mediante la dictación de decretos, puesto que los mercados financieros tienden a reaccionar (en lo que podrían constituir infracciones a la ley) con mayor rapidez que los mercados de bienes. Es preciso entonces arbitrar medidas adicionales, como las siguientes:

- Preparación y difusión de información analizada y razonada sobre el mercado; organización, auspicio y conducción de seminarios y conferencias; uso de los medios públicos de difusión.<sup>11</sup>
- Contribución al uso de infraestructura tecnológica, como medios de comunicación y transacción electrónicos y desarrollo de programas computacionales que apoyen la fiscalización y el procesamiento y difusión de información.

A medida que el mercado de valores se desarrolla, se incrementan las dificultades para fiscalizarlo. Al ganar en experiencia los participantes adquieren oportunidades de conocer y usar información confidencial, lo que puede conducir a la comisión de fraudes, no muy evidentes debido a su mayor complejidad. Adicionalmente, también será más compleja, abundante y frecuente la información que circule en este mercado, en virtud de las exigencias de mayor transparencia.

Por esas razones, en ninguna etapa del desarrollo del mercado puede la Comisión de Valores descuidar su función de contribuir al mejoramiento de la educación financiera de emisores, intermediarios, inversionistas institucionales y público en general. Esta

responsabilidad persiste, aun cuando dicho ente deba asumir nuevas obligaciones y funciones, entre otras:

- Difundir y explicar las reformas y adiciones a la ley; las razones de las nuevas disposiciones y normativas que se emitan, haciendo hincapié en los derechos y obligaciones de los participantes en el mercado y en las prohibiciones a que se hallan afectos.
- Revisar y reestructurar la información que se solicita a los emisores de títulos y al mercado, y la que elabora y difunde la Comisión de Valores, muy especialmente en sus medios oficiales de difusión. Si éstos no existen, es conveniente crearlos a la brevedad.
- Proponer y difundir una política de incentivos a las actividades y a agentes del mercado de valores, lo cual implica una revisión de sus costos de operación y de la posibilidad de racionalizarlos, una revisión de la normativa pertinente, etc.

La competencia por sí sola no protege a los inversionistas ni genera una industria de valores equitativa. Pero tampoco la entidad reguladora está en condiciones de materializar por sí sola aquel objetivo.<sup>12</sup> En consecuencia, el énfasis debe colocarse en la protección de los inversionistas; la entrega de información oportuna y confiable es aquí más importante que la dictación de prohibiciones y normas. La regulación ha de revestir carácter general, lo que excluye las normas parciales aplicadas sólo a algunos agentes del mercado, evitando discrecionalidad y distorsiones.

Aún en un mercado moderno, la Comisión de Valores no podrá sustraerse a su rol de agente de cambios y modernidad. Dicho rol supone matices y obligaciones de mayor complejidad técnica y respecto de los cuales puede carecerse de precedentes. En este caso, la Comisión de Valores tiene que asumir un papel de liderazgo al tratar de anticipar las innovaciones que requiere el mercado o que éste pondrá en marcha.

Entre las innovaciones que la Comisión puede inducir, siempre por medios que no interfieran el funcionamiento del mercado, se encuentran los siguientes:

- Incentivos y señales para la *apertura de sociedades*, lo cual implica revisar los costos de emisión y el análisis de posibilidades para empresas de mediano tamaño.
- Incentivos para la *emisión, transacción y colocación de una gama más extensa de títulos*. La situación típica es que la oferta de instrumentos y modalidades de inversión suele ir a la zaga de las demandas que efectúan los inversionistas institucionales. Es necesario entonces acometer estudios y análisis de nuevos instrumentos, incluyendo los llamados "derivados" (opciones sobre acciones y contratos de futuros, entre otros), y prepararse para la fiscalización de los mismos.
- Análisis de las posibilidades próximas y futuras de *desregulación y autorregulación* para determinadas entidades.
- *Participación en el diseño de la política financiera*, vista la interrelación que se produce entre los distintos sectores del mercado financiero doméstico y el efecto y rol que a éste le cabe en la política económica general.<sup>13</sup>
- Ingerencia creciente en el proceso de *internacionalización del mercado*, lo que alude no sólo a aspectos operacionales y legales, sino también a los de relaciones internacionales. Las Comisiones de Valores están entrando cada vez más en circuitos internacionales de fiscalización y en la asistencia y consulta internacionales en materias que les conciernen.
- *Diseño de diagramas de flujo de la información* que entra y sale del sistema supervisor, y del mercado hacia el exterior. La información cobra creciente importancia, en especial por las necesidades de los inversionistas institucionales

nacionales y extranjeros y por la influencia del desarrollo tecnológico y de telecomunicaciones.

- Examen y reorientación del estilo de la fiscalización, la que debe tomar en cuenta las tendencias a la autorregulación, así como a la desespecialización de actividades. La fiscalización, en consecuencia, ha de ser flexible, más enfocada hacia la solvencia y hacia los márgenes y requisitos de capital, que a las prohibiciones o normas e imposiciones particulares. La Comisión de Valores debe poner el acento además en la ética de los participantes y la profesionalización de las actividades.

#### **E. REVISION Y PUESTA AL DIA DE LA ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL DE LA COMISION DE VALORES**

La Comisión de Valores suele disponer de una estructura organizacional inadecuada y de recursos humanos y técnicos escasos y poco idóneos, por lo que a menudo se queda a la zaga del desarrollo del mercado. Este desajuste obedece en lo principal a las siguientes causas:

- Falta de definiciones claras en el proceso de *generación de las autoridades* de la Comisión.
- *Fiscalización* de estilo rígido, dirigista y centralizador, orientado a todas las entidades que concurren al mercado. Esto impone enormes costos operacionales al fiscalizador y sobrecarga innecesariamente sus recursos humanos y técnicos. Además, interfiere en la eficiencia y dinámica de un mercado que debe dar paso a la autorregulación, a requisitos y márgenes para hacer frente a los riesgos, y a la profesionalización de sus actividades.
- Falta de un diseño sistémico del *flujo de información* que entra y sale del sistema supervisor. Con frecuencia se solicita información redundante y por motivos y usos no bien definidos, en tanto que el control de la calidad de la información es escaso. Esta deficiencia puede revestir gravedad en economías con inflación alta, que no disponen de un sistema contable y de registro indizado o de valores reales.
- *Personal calificado y profesional* de la entidad fiscalizadora insuficiente y con un sesgo excesivo hacia la contabilidad y auditoría, y a veces hacia el derecho. Una entidad moderna requiere analistas financieros, analistas de sistemas, programadores y eficiente apoyo administrativo con el objeto de ganar una visión completa de los problemas y las posibilidades del mercado.

#### **F. COORDINACION ENTRE ENTIDADES FISCALIZADORAS**

La necesidad de coordinación deriva tanto del hecho que existan varias entidades fiscalizadoras especializadas en los respectivos segmentos del mercado, como de la tendencia a la desespecialización que muestran las instituciones financieras en los mercados más desarrollados.

En estas condiciones, las obligaciones y responsabilidades de las entidades fiscalizadoras del mercado financiero pueden diluirse o entrar en conflicto. Por eso, como se señaló, "la fiscalización ha de ser por función y no por institución", recomendación a la

luz de la cual las Comisiones de Valores deben fiscalizar servicios y actividades de valores, aunque éstos sean prestados o llevados a cabo por la banca comercial. Este enfoque demanda una estrecha coordinación entre los distintos organismos fiscalizadores, y también entre éstos y las restantes entidades públicas, como el Banco Central y/o el Ministerio de Hacienda, todos los cuales tienen responsabilidades en el diseño y conducción de la política económica y financiera.

## G. CRITERIOS DE FISCALIZACION

Los tres ámbitos más importantes a los cuales se dirige la fiscalización son los siguientes:

- *Mercado primario o de valores transados por primera vez*: aquí lo que se fiscaliza es la difusión, lo más amplia posible, de información por parte del emisor, tanto respecto de sí mismo como de los valores ofrecidos.
- *Intermediación*: lo que se fiscaliza son las prácticas de mercado, los criterios y requisitos prudentes para ejercerla, y las obligaciones de registro.
- *Mercado secundario o de valores en circulación*: lo que se supervisa en este caso es la transacción justa, la operatoria general del mercado y el cumplimiento de lo pactado.

En cuanto a los participantes, las principales actividades de regulación y supervisión son:

### a) *Sociedades abiertas*

- *Revisión de los estados financieros de las empresas abiertas*, que son aquellas cuyo financiamiento compromete la confianza pública, es decir, las emisoras de acciones y otros títulos que se transan públicamente. El objetivo de tal revisión consiste en asegurar que la información que se difunde acerca de la situación financiera de la sociedad es veraz, suficiente y oportuna.
- *Establecimiento y revisión de criterios y procedimientos contable-financieros de las sociedades abiertas*, función que se lleva a cabo dictando la normativa técnica correspondiente.

### b) *Intermediarios de valores*

En este caso, la regulación y supervisión tiene por objeto comprobar los patrones y criterios de conducta y profesionalismo y asegurar una transacción de valores ordenada, competitiva y equitativa.

### c) *Inversionistas institucionales*

La fiscalización de los inversionistas institucionales se hace en razón de que, al administrar fondos de terceros (los fondos mutuos y de pensiones y sus respectivas sociedades administradoras) o al tomar para sí riesgos de terceros (las compañías de seguros), comprometen la fe pública.

En primer lugar, se trata de asegurar que la administración de las mencionadas entidades se lleve a cabo en interés exclusivo de los dueños de éstas, que son los partícipes o afiliados al fondo; y en interés de los asegurados, en el caso de las compañías de seguros. En segundo lugar, se trata de que ninguna de estas entidades, que pueden

**llegar a tener una gravitación y un tamaño significativos en el mercado, haga uso de esta circunstancia para manipular los precios de los títulos que se transan.**

**Las legislaciones respectivas han de poner el acento, entre otras materias, en la diversificación de carteras y en la necesidad de la independencia patrimonial de las entidades entre sí o con los intermediarios o los emisores. En efecto, es imprescindible que se establezcan prohibiciones y restricciones a todo vínculo patrimonial entre los inversionistas institucionales y los emisores de títulos. La normativa aplicable a los inversionistas institucionales debería incluir:**

- **"Murallas chinas", esto es, definición y límites estrictos de las actividades permitidas y prohibidas a cada tipo de participante, a fin de evitar conflictos de interés.**
- **Necesidad de una mayor cantidad y variedad de títulos y productos financieros en circulación, con el objeto de satisfacer la creciente demanda de las carteras institucionales.**
- **Autorregulación del mercado: en un mercado con participantes profesionales, asentados y maduros, es posible delegar en los propios interesados, como la bolsa o la custodia de valores, parte de las facultades fiscalizadoras que posee la Comisión de Valores. También pueden contribuir a este papel las entidades gremiales y profesionales (Asociación de Agentes de Valores, el Colegio Profesional de Contadores-Audidores, Asociación de Entidades Clasificadoras de Riesgo, etc.). Estas organizaciones, u otras que se pueden formar según la tradición, la institucionalidad o las necesidades de cada mercado, deberían estar capacitadas para supervisar la actuación y ética profesionales de sus miembros.**
- **Preparación de los concurrentes al mercado para la competencia internacional. Esto implica la definición de normas claras, una adecuada infraestructura de comunicaciones y, una vez más, información veraz, suficiente y oportuna.**

## **IV. CUERPOS LEGALES DEL MERCADO DE VALORES**

Los tres principales cuerpos legales relativos al mercado de valores son: la ley de valores; la ley de sociedades anónimas (estas últimas como principales emisoras de títulos); y la ley sobre la entidad fiscalizadora.<sup>14</sup> Otras leyes que pueden cobrar importancia se refieren a la privatización de empresas, y a instituciones específicas tales como el depósito y custodia de valores,<sup>15</sup> y las entidades dedicadas a la clasificación del riesgo.

### **A. LEY DEL MERCADO DE VALORES**

#### **1. Objetivo y ámbito de esta ley**

Esta ley se refiere a los valores de oferta pública, abarcando el mercado primario y secundario y sus intermediarios: bolsas, agentes de valores, clasificadores de riesgo y otros.

La ley de valores define el mercado primario y secundario de valores y dispone qué tipo de títulos se transará en cada uno, en qué forma, y por parte de quién. Define, en consecuencia, la naturaleza y atribuciones generales de una bolsa de valores, sujetándola en mayor o menor grado a la supervisión del mercado.

#### **2. Entidades y personas sometidas a fiscalización**

Los principales fiscalizados son los intermediarios, sin perjuicio de la posibilidad de extender la supervisión a entidades tales como clasificadores de riesgo, auditores externos y la custodia de valores.

Para hacer oferta pública de valores, los emisores y los intermediarios deben estar inscritos en un registro de carácter público. Para inscribirse, el emisor debe suministrar al organismo fiscalizador información acerca de su situación jurídica, económica y financiera de acuerdo con las normas o disposiciones vigentes.

Una vez inscrita, la sociedad estará obligada a divulgar, con algunas excepciones, todo hecho o información "esencial" respecto de sí misma y de los valores ofrecidos. Con el objeto de cautelar la transparencia del mercado y reprimir el uso de información confidencial, que son los principios fundamentales de una ley de valores, debe disponerse que las personas directa o indirectamente relacionadas con la sociedad emisora den cuenta de toda transacción de acciones de esa sociedad que lleven a cabo.

El principio de evitar el uso de información confidencial lleva a prohibir el uso de información no divulgada oficialmente por la sociedad, por parte de cualquier persona que tenga acceso a ella, como una forma de evitar la obtención de ventajas ilegítimas en la compra o venta de valores.



### **3. Otras materias y principios de la ley**

Otros temas que conviene establecer en esta ley son:

- Actividades prohibidas, información que se exige ante la intención de obtener el control de una sociedad, responsabilidad de las personas que infringen las disposiciones contenidas en la ley, y sanciones a que se hacen acreedoras.
- Clasificación de riesgo, autorizando sociedades cuyo giro sea clasificar los valores de oferta pública, y obligatoriedad para determinados emisores de valores de contratar los servicios de aquéllas.
- Funcionamiento de grupos empresariales, "holdings", carteles o controladores de sociedades, a fin de evitar el ejercicio de poderes monopólicos que redunden en perjuicio de los inversionistas y del mercado en general. Al tratar estos tópicos, la ley deberá conceder a la entidad fiscalizadora amplias facultades para requerir la información conducente a la determinación de los vínculos ya mencionados.
- Recursos de ilegalidad, que son los que pueden interponer las personas que estimen que alguna conducta o disposición del organismo fiscalizador las ha perjudicado injustamente.

## **B. LEY DE SOCIEDADES ANONIMAS**

### **1. Objetivo y ámbito de esta ley**

La protección de los inversionistas y la confianza en el mercado, demandan que la supervisión cubra las sociedades por acciones cuya operatoria compromete la fe pública. Al limitarse la acción de la entidad fiscalizadora a estas sociedades, se maximiza y concentra el uso de sus recursos profesionales y técnicos, al tiempo que se minimizan los riesgos de poner trabas a los mecanismos de mercado.

### **2. Entidades y personas sometidas a fiscalización**

La ley debe definir qué se entenderá en cada contexto institucional y de mercado por "sociedades cuya actuación comprometa la fe pública". Puede tratarse de sociedades "abiertas", las cuales están expresa y detalladamente definidas por ley y se encuentran sometidas a fiscalización. Las eximidas de esta supervisión, vale decir todas las restantes, son llamadas "cerradas" y pueden ser de propiedad pública (estatal) o privada.<sup>16</sup>

### **3. Otras materias de ley**

Las consideraciones relativas a la organización y modalidades de la administración deben estar estipuladas en los estatutos de la sociedad. Generalmente la junta de accionistas elige un directorio.

Las juntas de accionistas también designan auditores para que examinen el funcionamiento de la sociedad. A su vez, los accionistas tienen derecho a examinar la contabilidad, memoria, balances, y demás cuentas y libros de la sociedad, para informarse acerca de la administración de la misma.

La ley debe definir la forma en que las sociedades anónimas deben llevar la contabilidad y presentar sus estatutos y registros financieros, con miras a reflejar correctamente sus resultados y situación patrimonial.

La preocupación por la transparencia del mercado y de las operaciones de las sociedades anónimas, y por los derechos de los accionistas, requiere definir sociedades filiales y coligadas de una matriz, grupos empresariales, personas relacionadas a la sociedad, personas con interés y otros conceptos tendientes a identificar actuaciones concertadas en el mercado. A consecuencia de tales definiciones, la ley estipula las obligaciones y responsabilidades de las sociedades filiales o coligadas de otras y las operaciones que les están permitidas y vedadas.

La ley debe también tipificar lo que es una división, transformación o fusión de una sociedad anónima y las exigencias que deben cumplir para efectuar alguna de aquellas modificaciones; y disponer lo relativo a la quiebra, disolución y liquidación de una sociedad anónima, definiéndose las causas que originan cada una de estas situaciones y las circunstancias que se derivan de ellas.

## C. LEY DEL ORGANISMO FISCALIZADOR

### 1. Objetivo y ámbito de esta ley

Esta ley establece los objetivos y funciones de la entidad reguladora y supervisora del mercado de valores, así como su organización y las sanciones que puede imponer.

### 2. Organización

La estructura organizacional de la entidad fiscalizadora debe ser flexible y adaptable. Esta estructura debe contener un mecanismo para la generación de las autoridades y la provisión de cargos (política de personal), y definir las restricciones e inhabilidades a que estarán sujetos los funcionarios. En particular, habrá que establecer quién los nombra y los hace cesar en su cargo y por qué causas o razones, y qué cargos o funciones anexas les está vedado ejercer, a fin de evitar conflictos de intereses.

La entidad fiscalizadora del mercado de valores puede asumir alguna de las siguientes dos formas de organización jurídica:

**a) Comisión de Valores:** es un cuerpo colegiado, vale decir, depende de un número impar de funcionarios (generalmente cinco), todos de la misma jerarquía y responsabilidades. Uno de ellos asume como presidente (cargo que puede ser rotativo), pudiendo los restantes tomar a su cargo alguna área específica de responsabilidad. Los miembros del grupo directivo (comisionados) son nombrados por el Parlamento a proposición del Jefe de Estado, o bien sólo por este último, y se renuevan en períodos que se traslapan, a fin de asegurar la independencia política de la Comisión.

**b) Superintendencia:** su autoridad máxima es un funcionario único nombrado por el Jefe de Estado y de su confianza exclusiva, o con ratificación del Parlamento.

### **3. Entidades y personas sometidas a fiscalización**

Sea cual fuere la forma jurídica que adopte el organismo fiscalizador, su cometido es supervisar las siguientes entidades:

- i) Sociedades que emiten instrumentos de oferta pública;
- ii) Personas naturales y jurídicas que intermedian dichos títulos;
- iii) Bolsas de valores, sus corredores y operaciones;
- iv) Inversionistas institucionales (como fondos mutuos, fondos y compañías de inversión) y, de haberlas, sus respectivas sociedades administradoras;
- v) Cualquier otra persona natural o jurídica que la ley disponga.

La banca comercial y las instituciones de crédito no deberían estar sujetas al fiscalizador del mercado de valores. Por lo común, tampoco los fondos de pensiones. Sin embargo, las compañías de seguros y las agencias clasificadoras de riesgo están habitualmente afectos a la supervisión de este organismo.

### **4. Atribuciones de la Comisión**

El ámbito y la extensión de sus atribuciones deberán ser sólo las esenciales para no entorpecer los mecanismos de mercado. La discrecionalidad de la institución o de su cuerpo directivo o de su directivo máximo ha de estar claramente acotada. Para ejercer sus funciones la Comisión tendrá principalmente las siguientes atribuciones:

a) Dictar leyes, circulares, y normas relativas a las entidades fiscalizadas, así como interpretar las que sean de su competencia. Es recomendable que se contemple lo que técnicamente se denomina "facultad de imperio", que es la capacidad efectiva de hacer cumplir la ley.

b) Elaborar informes, absolver consultas, solicitudes y peticiones, investigar denuncias y quejas presentadas por las entidades que concurren al mercado de valores y por el público en general. Si se detecta o denuncia alguna medida, actuación o suceso perjudicial para los intereses de alguno de los involucrados, el organismo supervisor debe estar investido de los poderes para investigarlo e imponer sanciones, las cuales pueden ir desde censura y multa hasta revocación de la licencia o autorización para operar. Los afectados deberán tener, por cierto, derecho de apelación.

c) Revisar operaciones, cuentas, estados financieros, libros y registros de las personas naturales y jurídicas sometidas a fiscalización, y requerir la información y los antecedentes que juzgue necesarios, incluso de terceras personas. Todo ello, desde luego, debe quedar debidamente tipificado en la ley.

d) Elaborar las normas e instrucciones para la preparación y presentación de información contable y financiera, y para la emisión y colocación de valores por parte de las entidades fiscalizadas.

e) Normar y revisar la operatoria de las entidades que concurren al mercado, así como asegurar las condiciones para un desarrollo creciente y sostenido de éste.

### **D. MODERNIZACION DEL MARCO LEGAL Y REGULATORIO DEL MERCADO DE VALORES**

Una tarea fundamental que recae sobre el ente fiscalizador consiste en la revisión constante de la legislación de valores, a fin de velar por su consistencia, unidad y compatibilidad interna, e identificar oportunamente sus falencias, rigideces e inadecuacio-

nes para regular un mercado de valores en vías de modernización.<sup>17</sup> Esta tarea cubre todos los aspectos de las leyes básicas del mercado de valores y de las leyes relativas a los inversionistas institucionales. Los siguientes aspectos pueden merecer una atención particular en mercados sujetos a un rápido desarrollo:

### **1. Ley Orgánica de la Entidad Fiscalizadora**

- Estructura organizacional y administrativa capaz de responder a las demandas de un mercado que se vuelve más complejo o que se internacionaliza.
- Escala de remuneraciones de la planta profesional comparable con la del mercado.
- Aprovechamiento del potencial que brinda la tecnología de telecomunicaciones.
- Regulación y supervisión de las transacciones y de la información proveniente de medios electrónicos.
- Solución anticipada de los problemas de regulación y supervisión que traen consigo las innovaciones del mercado.

### **2. Ley de Valores**

- Desmonopolización de la bolsa de valores y profesionalización de los corredores en cuanto a requerimientos personales y financieros.
- Mejoramiento de la calidad de la información que difunden los diversos participantes en el mercado de valores.
- Promoción de la "autorregulación" del mercado por parte de las bolsas de valores y de la custodia de valores.
- Otorgamiento de facilidades para los procesos de emisión y transacción de instrumentos nuevos, particularmente los respaldados por activos ("instrumentos securitizados") y los derivados (contratos de futuros y opciones).
- Requisitos, derechos y obligaciones de los inversionistas extranjeros que acceden al mercado doméstico.

### **3. Ley de Sociedades Anónimas**

- Calidad, oportunidad y composición de la información que las empresas difunden acerca de sí mismas, sus resultados, patrimonios, proyectos de inversión y emisiones.
- Extensión de las auditorías independientes a los registros contables y financieros, y a otros aspectos de la gestión de las sociedades anónimas abiertas.
- Difusión de los objetivos y de la permanencia de la política de dividendos.
- Condiciones para la apertura de sociedades anónimas.
- Condiciones de la fusión, adquisición y toma de control de sociedades anónimas.

## Notas

<sup>1</sup> Los procedimientos de indización de las variables financieras (y económicas) constituyen una alternativa para compensar los efectos de la inflación. Sin embargo, estos procedimientos tienen sus propias desventajas, principalmente referidas a la rigidización del sistema de precios y a sus efectos inerciales sobre la inflación.

<sup>2</sup> También es importante evitar tasas reales de interés anormalmente elevadas. Estas últimas generan problemas de solvencia a deudores y bancos, deterioran el desempeño de la bolsa, e incentivan la entrada de fuertes flujos de capital externo comprometiendo la eficacia de la política monetaria.

<sup>3</sup> Desde un punto de vista positivo, cabe destacar que la existencia del mercado de valores tiende a flexibilizar las posibilidades de financiamiento del déficit público, que de otra manera podría consistir en la monetización del mismo o en endeudamiento externo. La internacionalización del mercado de valores también permite recurrir al financiamiento externo para cubrir parte del déficit fiscal.

<sup>4</sup> Así, por ejemplo, entre los inversionistas de un mercado incipiente se encontrarán sólo fondos mutuos, y no inversionistas extranjeros; o bien, sólo en mercados más modernos o desarrollados habrá clasificadores de riesgo o depósito de valores.

<sup>5</sup> No deja de ser sorprendente, por ejemplo, que hace ya algunos años el mercado de valores chileno contara con instrumentos financieros de más variedad y sofisticación que los que se transaban en la Bolsa de Milán, por ejemplo.

<sup>6</sup> La incorporación de opciones de acciones hace algunos años en el mercado brasileño indujo en su inicio una seria inestabilidad.

<sup>7</sup> Lo anterior no refleja en plenitud la realidad, en el sentido de que en el mercado de valores hay títulos de corto plazo, como los papeles comerciales o efectos de comercio, y de que los bancos efectúan préstamos a largo plazo, tales como los créditos hipotecarios.

<sup>8</sup> La clasificación de riesgo se efectúa asignando categorías y subcategorías, generalmente AAA, BB, C, etc., de riesgo, y difundíendolas periódicamente. Se suelen usar las categorías D para capacidad de pago inadecuada y E para entidades acerca de las cuales no se dispone de información suficiente.

<sup>9</sup> Tal es el caso del "Securities and Investment Board", de Gran Bretaña.

<sup>10</sup> O de la Superintendencia de Valores. Comisión o Superintendencia se utilizarán indistintamente en lo que sigue.

<sup>11</sup> La promoción del desarrollo del mercado y la educación financiera no deben confundirse con sugerencias de inversión. De otro lado, la fiscalización no es sustituto de la competencia.

<sup>12</sup> No se debe olvidar que la fiscalización no reemplaza a la competencia, ni debe imponerle costos mayores que los beneficios que pueden obtenerse al superar las imperfecciones del mercado. El problema está en alcanzar un adecuado equilibrio entre una y otra.

<sup>13</sup> Acceso a mercados de divisas, posibilidades de financiamiento para el Estado en cuanto emisor, operaciones de mercado abierto, distintas modalidades de inversión extranjera, etc.

<sup>14</sup> Los cuerpos legales relativos a otras entidades (por ejemplo, diversos inversionistas institucionales) son muy específicos de cada marco institucional, y de cada tipo de inversionista.

<sup>15</sup> En el caso de la custodia de valores, es esencial tener en cuenta los criterios propuestos por la Organización Internacional de Comisiones de Valores, en una publicación denominada "Blueprint on Clearing and Settlement", junto con lo señalado por el llamado "Grupo de los Treinta".

<sup>16</sup> En todo caso, la ley ha de referirse a todas las sociedades anónimas, abiertas o no, disponiendo que unas y otras se formen mediante escritura pública. Esta última debe contener un mínimo de especificaciones, las cuales dicen relación con el nombre, domicilio, objeto, capital, etc. de la sociedad.

<sup>17</sup> De gran ayuda para esta tarea es el estudio comparado de las legislaciones de mercados más adelantados.

## **ANEXO**

Cuadro A-1

**INDICADORES BURSATILES DE ALGUNAS BOLSAS DE VALORES SELECCIONADAS  
A SEPTIEMBRE DE 1991**

(Miles de millones de dólares)

	Patrimonio bursátil (1)	Volumen anual transacciones	Sociedades inscritas
<b>Latinoamérica</b>			
México	76.3	67.1	198
São Paulo	33.9	13.9	581
Santiago	32.3	3.0	232
Buenos Aires	12.0	9.4	179
Caracas	8.7	1.3	66
<b>Otras</b>			
París	306.7	123.0	443
Milán	149.1	45.7	220
Amsterdam	125.8	43.7	125
Taiwán	123.7	175.7	199
Madrid	123.5	38.9	431
Seúl	113.1	63.8	669
Bruselas	65.7	7.3	176
Copenhague	39.1	12.0	248
Bombay	37.6	22.9	6 200
Atenas	15.4	4.0	140
Luxemburgo	10.5	0.2	54
Dublín	10.4	3.0	51
Lisboa	9.0	1.2	152

**Fuente:** La información sobre las bolsas europeas procede de revista Fortune, 2 de diciembre de 1991, p. 62. Para las bolsas restantes, las cifras son las que miembros de la IFC presentaron a "Capital Market Conference on Internationalization of Capital Markets", Estambul, noviembre de 1991. Las cifras de sociedades inscritas son a junio del mismo año. Dado que la IFC presenta promedios transados diarios, para efectos de este cuadro dichos promedios fueron multiplicados por 255, que es una estimación de los días bursátiles hábiles en el año.

(1) Porcentaje del patrimonio bursátil en poder de los 10 mayores accionistas de las empresas más transadas.

Cuadro A-2

## FONDOS LATINOAMERICANOS DE INVERSION

Fecha inicial	Fondo	Monto inicial (millones de US\$)	Valor Sept. 91	Lugar transacción(*)
Jun. 81	Mexico Fund	120.0	497.0	NYSE
Dic. 89	Mexican Investment Co.	30.0	66.4	Luxemburgo
Ago. 90	Mexico Equities & Income F.	70.0	100.0	NYSE
Ago. 90	First Mexico Income Fund	60.0	79.0	Amsterdam
Oct. 90	Emerging Mexico Fund	55.8	95.7	NYSE
Abr. 91	Mexican Horizons Investment Company	25.3	28.8	Dublín
Sep. 91	Mexico Liquid Assets Fund	32.0	-	privado
Oct. 87	Equity Fund of Brazil	87.5	96.3	privado
Nov. 87	Brazilian Investment Company	0.0	61.2	Luxemburgo
Abr. 88	Brazil Fund	150.0	143.0	NYSE
Sep. 89	Chile Fund	74.7	202.7	NYSE
Nov. 89	Genesis Chile Fund	60.0	214.0	ISE
Ene. 90	Emerging Markets Chile Fund	5.2	43.8	privado
Feb. 90	Five Arrows Chile Fund	75.0	181.8	ISE
Feb. 90	GT Chile Growth Fund	100.0	311.0	ISE
Oct. 90	Libra 2000 Chilean Investment	2.5	-	privado
Feb. 91	Argentinian Investment Company	0.0	55.1	Luxemburgo
Oct. 91	Argentina Fund	55.8	-	NYSE
May. 91	Venezuela High Income Fund	57.5	100.0	Dublín
Mar. 89	New World Investment Fund	62.5	148.0	privado
Jul. 89	Equity Fund of Latin America	114.5	309.3	privado
Nov. 89	Sovereign High Yield Investment Company	80.0	100.0	ISE
Feb. 90	New Frontiers Development Trust	nd	nd	privado
Jul. 90	Latin American Investment Trust	75.0	118.0	ISE
Dic. 90	Latin American Investment Fund	58.3	107.8	NYSE
Dic. 90	Schroder Latin American Fund	7.0	18.0	privado
Dic. 90	Latin American Capital Appreciation Fund	72.0	72.0	privado
Abr. 91	Baring Puma Fund	60.0	104.0	ISE
Abr. 91	Genesis Condor Fund	12.0	20.0	Dublín
Abr. 91	GT Latin American Fund	11.7	30.2	ISE/Dublín
Jul. 91	BEA/Vesteorp Latin American Debt Fund	4.7	10.6	privado
Ago. 91	GT Latin American Growth Fund	100.0	nd	nd
Ago. 91	South America Fund	64.0	64.1	ISE
Sep. 91	Latin American Company Trust	10.0	-	privado
Sep. 91	Latin American Capital Fund	47.0	-	Dublín
Oct. 91	Latin American Extra Yield Fund	-	-	ISE/Dublín

*Fuente:* Euromoney supplement, noviembre de 1991 y Superintendencia de Valores y Seguros, Chile, boletín y revista de septiembre de 1991.

(\*) NYSE: Bolsa de Valores de Nueva York; ISE: Bolsa de Valores Internacional, Londres; nd: no disponible.



Cuadro A-3

## COLOCACIONES EN ADR LATINOAMERICANOS EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMERICA

(Enero 1990-junio 1993)

Pais	Empresa	Fecha	Emisión	Total (millones de US\$)
ARGENTINA	Telefónica Argentina	jun. 91	Acciones	60.0
	Telecom Argentina	mar. 92		1 200.0
	Baesa	may. 92		113.0
	Baesa	may. 93		38.0
BRASIL	Aracruz Celulose	may. 92		135.0
COLOMBIA	Corporación Financiera del Valle	feb. 93		26.8
CHILE	Cia. de Teléfonos de Chile	jul. 90		89.0
	Chilectra	feb. 92		72.0
	Cia. Cervecerías Unidas	sep. 92		57.0
MEXICO	Madeco	jun. 93		55.0
	Vitro	ene. 91		228.0
	Internacional Cerámica	abr. 91		12.7
	Fomento Económico México	abr. 91		84.5
	Vitro	abr. 91		36.5
	Cemex	may. 91		91.0
	Teléfonos México	may. 91		2 043.8
	Grupo Gigante	jul. 91		26.6
	Grupo Carso	oct. 91		106.8
	Tamsa	oct. 91		61.5
	Transportaciones Marítimas México	nov. 91		31.0
	Grupo Video Visa	nov. 91		39.3
	Empaques Ponderosa	nov. 91		32.8
	Aeroméxico	nov. 91		95.4
	Grupo Situr	dic. 91		80.0
	Grupo Televisa	dic. 91		460.0
	Bancomer	mar. 92		837.0
	Sears Roebuck	mar. 92		144.7
	Cemex	abr. 92		221.3
	Empresas ICA	abr. 92		450.0
	Teléfonos México	may. 92		1 403.1
	El Puerto de Liverpool	jun. 92		110.0
	Transportaciones Marítimas México	jun. 92		75.0
	Toluca Roll Road Trust	jun. 92		207.0
	Grupo Embotellador México	dic. 92		135.0
	Grupo Carso	feb. 93		335.0
	Consortio Grupo Dina	abr. 92		175.0
VENEZUELA	Corminon	ene. 92		12.3
	Venepal	feb. 92		52.5
	Veneprepar	feb. 92		110.0

**Fuente:** Revista Latin Finance, p. 57, junio de 1993.

**Nota:** Además, se sabe de la colocación de dos emisiones de bonos convertibles por parte de dos empresas mexicanas, ambas en junio de 1991 y por 50 millones de dólares cada una, y de una colocación de bonos convertibles por parte de la Compañía de Teléfonos de Chile en 1993 y por un monto de 71.4 millones de dólares.