

# Breves Apuntes sobre la Regulación en el Mercado de Valores

**PABLO HUERTA CANALES**

Alumno del séptimo ciclo de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Miembro de la Asociación Civil Derecho & Sociedad.

**CESAR HIGA SILVA**

Bachiller de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

## INTRODUCCION.

Actualmente, nuestra economía está atravesando por una etapa recesiva que ha provocado que cientos de empresas se encuentren endeudadas y quebradas, producto de las crisis económicas internacionales, de fenómenos naturales y sobre todo, por un deficiente manejo económico del gobierno pasado.

El aumento de la calificación riesgo-país<sup>1</sup> ha traído como consecuencia que los inversionistas extranjeros se muestren inseguros de realizar algún proyecto de inversión<sup>2</sup>, las pocas inversiones extranjeras que existen actualmente a largo plazo, se encuentran en sectores en los que la expectativa de retorno es previsible, como es el caso de la prestación de servicios públicos como la Electricidad o las Telecomunicaciones o, en sectores donde las proyecciones, los precios y el monto de las inversiones no puede ser de corto plazo, tal es el caso de la minería. Las bancas de inversión como el J.P. Morgan han sugerido no invertir en el Perú mientras no se den las condiciones mínimas de estabilidad económica e institucional.

Decisiones como éstas, de inversionistas institucionales tan importantes, afectan directamente la

inversión en nuestro país y por ende la liquidez de nuestro Mercado de Valores, disminuyendo así considerablemente el volumen de transacciones diarias, que actualmente se encuentran muy por debajo de su promedio habitual debido a la disminución del número de participantes, originando que no haya inversión que genere la financiación necesaria que requieren las empresas nacionales y en especial, los pequeños y medianos empresarios

A mediados de la década de los noventa, la economía del país se encontraba en constante crecimiento, lo cual motivó que muchas empresas se endeudasen con el sistema financiero más allá de sus reales posibilidades, pensando que el país había entrado en una etapa de prosperidad. No habían calculado los riesgos que implicaban la globalización, la inestabilidad política y el costo del crédito al cual accedían. El optimismo en el futuro del país cegó las reales posibilidades de desarrollo de nuestra economía y empresas.

Los fenómenos naturales, las crisis financieras internacionales y la inestabilidad política sumió al país en una recesión, provocando que muchas empresas incumpliesen con sus obligaciones financieras. Cientos de ellas actualmente se encuentran endeudadas y

1 Para un mayor acercamiento al tema revisar la entrevista a Roque Benavides Ganoza "Cómo salir de la crisis", En : Derecho & Sociedad N°15.

2 En este caso notamos que la información sobre asunto institucionales del país se traducen en abstenciones de inversión, al haber malas noticias éstas se reflejan en la valoración que el inversionista le dá al mercado.

quebradas. Son pocas las empresas que sobreviven a los procesos concursales. Los costos para acceder al capital que pueda financiar la reestructuración de las empresas son muy altos

Los Bancos son reacios a otorgar los fondos necesarios para el financiamiento que necesitan las empresas para desarrollar. El riesgo que presentan las empresas son demasiados altos como para invertir en las mismas y, si acceden a otorgar créditos, éstos resultan demasiados elevados.

Dentro de este contexto, el desarrollo del Mercado de Capitales es una alternativa interesante de financiación para las empresas. El costo para acceder a los capitales que proporciona éste es menor al del sistema financiero.

Sin embargo, para el desarrollo del mercado de Capitales es esencial que la regulación sea sencilla y clara, evitando cualquier traba innecesaria que incremente los costos de acceso al mercado. Las normas que regulan una determinada actividad debe ser fácilmente internalizables por los agentes económicos para que éstos puedan prever los costos y beneficios de realizar una determinada actividad.

En el presente trabajo transitaremos por las causas estructurales que dieron origen a la regulación estatal, analizando las ineficiencias de la autorregulación por parte de los propios agentes económicos, para luego dar una aproximación acerca de cuál debe ser el aspecto central de una regulación del Mercado de Capitales, en caso sea necesaria su regulación, para que éste funcione eficientemente.

## HISTORIA DE LA CRISIS DE 1929 Y EL INICIO DE LA REGULACION DEL MERCADO DE VALORES

La caída de la bolsa de valores de 1929 provocó, quizás, la mayor crisis del capitalismo, dando origen a

una serie de cambios en el rol que le tocaba cumplir al Estado en la economía y, en general, en la sociedad. Uno de dichos cambios fue el convencimiento, quizás acertado, de que el mercado de capitales debía ser “regulado” para evitar futuros cracks como el producido en ese momento. La crisis produjo en el norteamericano común el convencimiento que el capitalismo era un sistema inestable, propenso a sufrir crisis aún más graves.

Después de producido el crack, muchas personas, entre ellas intelectuales, políticos, obreros, etc., manifestaban que los culpables de la crisis que vivían fueron los especuladores inescrupulosos que participaban en la bolsa sin que el Estado haga algo para detenerlos. El Estado también era culpable de la crisis por su abstención casi total en frenar la ola especulativa existente en la bolsa y, por su inacción para evitar el colapso monetario. Había muchas empresas que vendían títulos sin relación alguna con su precio real. Los bancos otorgaban préstamos que se invertían en la bolsa sin exigir garantías que los respaldasen y ellos también invertían directamente el dinero de sus ahorristas en la bolsa. Confiaban en que la rentabilidad de la bolsa seguiría en ascenso. Los trusts no tenían una actitud conservadora respecto a cómo invertían el dinero de sus clientes, sino, más bien, realizaban inversiones excesivamente riesgosas.

Estos fueron algunos de los reclamos hechos en aquel momento. Sin embargo, tal como relata Galbraith<sup>3</sup> la historia sobre las especulaciones y sus consecuencias no es reciente ni atribuible tan sólo a la bolsa de valores, sino que se remonta a varios siglos atrás y se ha producido en mercados tan disímiles como el de los tulipanes o el inmobiliario, los mismos que a continuación describiremos<sup>4</sup>.

### La Historia de los Tulipanes.

Los tulipanes eran una flor desconocida en Europa y que se cree llegó al viejo continente en 1562. Con el transcurso del tiempo, dicha flor llegó a tener un

3 GALBRAITH, John Keneth. Breve Historia de la Euforia Financiera. Barcelona. Ed. : Editorial Ariel, S.A. 2da. Edición. 1993. pp. 140. En este libro, Galbraith relata algunas historias acerca de las especulaciones financieras y sus consecuencias en la economía y la sociedad.

4 En este punto seguiremos a Galbraith y los relatos detallados tanto en su libro antes citado, como en su libro el Crack del 29. Ed. Seix Barral, S.A. Barcelona, 1965.

valor realmente exorbitante, llegándose a intercambiar un carruaje nuevo, dos caballos tordos y un arnés completo por la posesión de la referida flor. El precio de los tulipanes se elevaba de transacción en transacción. Las personas vendían sus pertenencias o se endeudaban en la creencia que después de la venta de dicha flor, recuperarían lo invertido, obteniendo además una importante ganancia. La compra y venta de tulipanes se había convertido en una manera sencilla y fácil de ganar dinero.

Sin embargo, como en toda euforia especulativa, el comercio de los tulipanes debía llegar a su fin. Llego un momento en que la demanda de tulipanes empezó a caer y con ello también su precio. Ante dicha situación, los dueños de los tulipanes trataron de deshacerse lo más pronto que fuera posible para no perder su inversión, lo cual creo una sobre-oferta.

Como era de esperarse, el precio de su inversión, lo cual creo una sobre-oferta. Como era de esperarse, el precio de los tulipanes cayó abruptamente y con ello muchas personas que participaron de la fiebre especulativa de los tulipanes quedaron endeudadas y arruinadas.

#### **El boom inmobiliario en Florida.**

En los años 20, en Estados Unidos, se produjo un boom inmobiliario. El clima de Florida es uno de los más acogedores de los Estados Unidos, lo cual atrajo a muchas personas a adquirir terrenos en dicho lugar. Este hecho provocó que algunas personas se dedicasen a la compra-venta de lotes en Florida. La compra de los terrenos se hacía pagando inicialmente el 10% del valor total del terreno. Así adquirirían la propiedad del terreno sin realizar una gran inversión. Posteriormente se dedicaban a buscar compradores para los lotes adquiridos. Con la posterior venta de los terrenos, pagarían el saldo restante, obteniendo además una respetable ganancia. Muchas personas se dedicaron a este negocio: la lógica era obvia,

la especulación era una manera sencilla, fácil y rápida de hacerse rico.

Sin embargo, dos huracanes acabaron con el milagro ocurrido en Florida. Estos fenómenos naturales acabaron con la vida de cientos de personas y destruyeron las construcciones allí levantadas. Esto produjo que las personas perdieran confianza en el verdadero valor y atractivo de las tierras localizadas en dicho lugar, dando fin así al boom inmobiliario de Florida.

El final del boom, como es natural, también trajo la quiebra de muchas personas que se endeudaron para especular con la compra-venta de los terrenos adquiridos. A decir de Galbraith, esta historia refleja el estado de ánimo optimista y eufórico de los estadounidenses en los años 20 respecto a la prosperidad económica que vivían.

---



---

### ***“.. El desarrollo del mercado de capitales es una alternativa interesante de financiación para las empresas”***

---



---

**Los años 20 y la caída de la bolsa.**

La década de los años 20 se inició con una aguda pero breve crisis. La producción industrial, agrícola, manufacturera, en la demanda de

dinero y otros aspectos de la economía se vieron afectados por esta crisis. Ella se produjo luego de la expansión que vivió la economía americana de la post-guerra. El aumento de la producción en general y de los prestamos bancarios habían hecho que la economía y el nivel de vida de los estadounidenses mejorase. Mas, esta expansión fue excesiva y no estuvo respaldada por un real crecimiento de la economía. Sin embargo, luego de dicha crisis, la economía estadounidense entraría en una etapa de prosperidad. La producción industrial casi se duplicó, los precios al por mayor se mantuvieron casi estables, los ingresos nacionales y el ingreso real por persona aumentaron<sup>5</sup>.

La expansión industrial se manifestó especialmente en las industrias automovilísticas, de

5 Esto fue tomado de FAULKNER, Harold Underwood. Historia Económica de los Estados Unidos. Buenos Aires, ED: Nova, 1957. pp 678 y ss.

materiales eléctricos y de la construcción. La industria automovilística creó directa e indirectamente casi 17 millones de empleos. Si bien el crecimiento de esta industria perjudicó a otras, la fuerza de la industria automovilística imprimió un ritmo acelerado al crecimiento de la economía en general. La industria de maquinaria y aparatos eléctricos fue una de las industrias que tuvieron un crecimiento espectacular. Las máquinas eléctricas para el hogar se volvieron más asequibles para las amas de casa. La construcción fue también una de las industrias que se vio favorecida por la expansión de la economía.

De otro lado, cabe señalar que había sectores de la economía que se encontraban en un proceso de decadencia, tales como la extracción del carbón, fabricación de algodón, la construcción de barcos y calzados, y, especialmente, la agricultura. Sin embargo, en general la economía experimentó un crecimiento y la sociedad americana vivió una etapa de prosperidad.

Es en esta etapa de prosperidad que se produjo un incremento de la especulación en la bolsa de valores americana. La prosperidad de la mayor parte de las industrias y negocios norteamericanos y el aumento de los ingresos reales de los trabajadores, se reflejaba en el valor y volumen de los valores que se negociaba en la bolsa.

El precio de las acciones subía de transacción en transacción, por lo que la compra y venta de cada valor traía siempre una ganancia. Las industrias, las obras públicas, los ferrocarriles y los bancos imprimieron obligaciones para abastecer la demanda o dividieron las acciones existentes para adquirirlas. Entre el 1 de enero de 1925 y octubre de 1929, el número de acciones registradas en la Bolsa de Comercio de Nueva York aumentó de 443 449 000 a más de 1 000 000 000.00<sup>6</sup>. Los bancos y casas de inversión organizaron "trust de inversión".

Según Galbraith<sup>7</sup>, los trust de inversión mobiliarios fueron el mecanismo especulativo más

notable que se realizó en los años 20. Los trust debieron ser entes que protegerían el dinero de sus clientes. Estas personas depositaban su dinero en el trust a fin de que se invirtiera en la compra de acciones, en tanto que la administración del trust tenía el conocimiento y la información suficiente para diversificar el riesgo de los inversores. Sin embargo, la actuación de los trust en esta época difirió mucho de proteger los intereses de sus clientes. Este autor da un ejemplo sobre los trust de inversión y su poder de atracción. El trust fue organizado con 150 millones de dólares los cuales provenían de las siguientes fuentes: 50 millones de obligaciones, 50 millones de acciones preferentes y 50 millones de acciones ordinarias.

De acuerdo al alza que estaban viviendo las inversiones en ese momento, los activos de dicho trust se debieron haber revaluado en un 50%, es decir, que el trust valdría 225 millones. La inversión realizada por los tenedores de obligaciones y acciones preferentes seguiría teniendo el mismo valor, mientras que los accionistas comunes sí habrían visto aumentada su participación en el trust. El valor de sus acciones habría subido en 150%. El vertiginoso aumento del precio de los valores provocó que los inversionistas se sintieran atraídos por la bolsa. El mercado de valores se había convertido en una forma fácil de hacer dinero.

Hubo casos en que un inversionista pagaba 104 dólares por una acción. Posteriormente, la empresa se fusionaba y el valor de la acción subía a 136,5 dólares. Luego de unas semanas, el valor de la acción subía aún más, a 222,5 dólares. Todo este vertiginoso aumento del valor de las acciones se produjo en cuestión de semanas. Sin embargo, el aumento de las acciones no tenía relación con su valor real. Acciones que costaban 104 dólares antes de las crisis, pasaron a costar un dólar y setenta y cinco centavos después de la caída de la bolsa.

La actuación de los bancos comerciales también fue muy criticada. Los bancos hicieron préstamos e inversiones especulativas. Se dijo que los bancos debían tener un mayor cuidado en los préstamos que hacían pero

6 FAULKNER, Harold Underwood. Historia Económica de los Estados Unidos. Buenos Aires, ED: Nova, 1957. p. 720.

7 GALBRAITH, John Keneth. El Crack del 29. Ed. Seix Barral, S.A. Barcelona, 1961. pp. 79 y ss.

la respuesta que dieron fue que resultaba difícil controlar el destino del dinero que prestaban. Asimismo, no debían participar en la especulación de la bolsa sino que debían dirigir los ahorros del público a inversiones más seguras. La Reserva Federal pudo haber controlado la abundancia del dinero mediante la subida de las tasas de interés.

Estos hechos rodearon la caída de la bolsa de valores de Nueva York el 29 de octubre de 1929. Ese día se transaron 16 410 030 títulos. Los banqueros que en fechas anteriores habían participado para salvar al mercado de una catástrofe, no pudieron más y empezaron a vender, lo cual agravó aún más la situación de la bolsa.

Las personas retiraron sus ahorros de los bancos. Este hecho provocó que los bancos vendiesen sus activos. Los bancos podían realizar los siguientes actos para obtener liquidez: vender sus activos o solicitar prestamos al sistema de la reserva federal. Ante la corrida bancaria, el banco más importante de los Estados Unidos se vio en la imposibilidad de devolver el dinero a todos sus ahorristas, lo cual provocó que dicha institución se encontrara en una situación de insolvencia. El Banco solicitó al sistema de la reserva federal que le prestase dinero para afrontar el retiro de sus ahorristas pero éste se negó, lo cual produjo la quiebra del banco. Según Friedman y Schwartz<sup>8</sup>, si el sistema de la reserva federal le hubiese proporcionado los fondos necesarios para afrontar la corrida bancaria o autorizado el cierre de sus oficinas hasta que el pánico financiero desapareciese, habría hecho que éste banco se salvase y, por consiguiente, la desconfianza en el sistema bancario no se habría extendido.

La falta de liquidez de los bancos para afrontar el retiro masivo del dinero depositado por sus ahorristas hizo que estos vendiesen sus acciones y bonos, provocando que el precio de los valores negociados en la bolsa cayese aún más. Ante la falta de liquidez de los bancos, el sistema de reserva federal debió incrementar la oferta de dinero en la economía para satisfacer la demanda por dinero ya que ésta aumentó bruscamente y luego cuando la situación se hubiese normalizado ir

reduciendo la cantidad de dinero que había en la economía. Una de las formas de inyectar dinero en la economía habría sido comprando los bonos que hubiese emitido o prestando dinero a los bancos para que afronten sus problemas de liquidez. Es un hecho que esto no hubiese solucionado la crisis económica pero no la hubiese agravado aún más. La caída del sistema bancario agudizó la crisis económica. Esto hizo que la percepción del rol que tuvo la bolsa y el mercado de capitales en la gran depresión fuera sobredimensionada. Ello trajo consigo posteriores regulaciones para, supuestamente, evitar engaños y fraudes y, quizás el principal objetivo, evitar futuras crisis como la de 1929.

## El Mercado de Valores

### Definición.

Es aquél mercado en el cual se realizan inversiones o transacciones de activos financieros a mediano o largo plazo. Por activos financieros entendemos aquellos activos intangibles que otorgan derecho a recibir determinados beneficios.

En ese sentido, al Mercado de Valores recurren los agentes económicos que necesitan capital para emprender, continuar, reestructurar o ampliar su actividad económica. Sin embargo, pese a que normalmente las actividades financiadas en este mercado no proporcionan ingresos en el corto plazo, por lo que el “préstamo” realizado por los inversionistas será pagado en el mediano o largo plazo, estos títulos de renta fija u obligaciones, o títulos de renta variable o acciones, tienen la particularidad de ser *líquidos*, es decir, de fácil realización, lo que le da la posibilidad al inversionista de deshacerse rápidamente de ellos a precio de mercado.

### Importancia.

El Mercado de Valores se ha convertido en un importante mecanismo de desarrollo, promoción y financiación para las empresas y proyectos de inversión.

8 FRIEDMAN, Milton y SCHWARTZ, Anna Jacobson. A Monetary History of the United States. 1867 – 1960. Published by Princeton University Press, Princeton. 1963. pp. 308 y ss.

Ello debido a que dicho mercado cumple las siguientes funciones<sup>9</sup>:

**Canalización del ahorro público: transferencia de fondos de agentes superavitarios a agentes deficitarios.**

Si el Mercado de Valores funciona correctamente los agentes económicos superavitarios deberían invertir en empresas o proyectos que se dediquen a la producción de bienes o servicios necesarios para la sociedad en el largo plazo.

De esta manera cumple un rol de financiación dentro de la economía, transformando el ahorro en inversión, asignando el bien (dinero) a su uso más valioso, lo que genera eficiencias que se traducen en bienestar social.

**Transferencia del riesgo.**

En el momento en que son adquiridos los valores emitidos por una empresa, se traslada parte de los riesgos inherentes a toda empresa, tales como la quiebra de la empresa o su insolvencia por citar algunos, a los inversionistas. El grado del riesgo que asume cada inversionista dependerá del tipo de valor que ha adquirido y de su cobertura ante la posibilidad de quiebra de la empresa. Así, tenemos que cuando una empresa emite acciones, uno de los riesgos que asumen las personas que las adquieren es el referido a que la empresa no tenga utilidades que repartir. Los bonistas asumen el riesgo de que la empresa caiga en insolvencia y, en consecuencia, no pueda cumplir con pagar su deuda en el momento pactado.

En resumen en el Mercado de Valores, a diferencia de la intermediación bancaria, el riesgo de la colocación del dinero la asume el propio inversionista.

**Proceso de fijación de Precios.**

En un mercado de competencia perfecta la mutua interacción entre compradores y vendedores hace que el precio del título emitido refleje su verdadero valor. Si bien esto es parcialmente cierto debido a la existencia de fallas estructurales denominadas *fallas de mercado* que impiden que se llegue a configurar una competencia perfecta. este punto lo trataremos más adelante cuando abordemos el tema de la política regulatoria a adoptar en el Mercado de Valores, en principio se habla de la perfección de éste mercado o al menos su acercamiento a la misma, por lo que el precio del título en el mercado es el que refleja todo su valor. Pero, lo que cabe resaltar, es que la formación del precio se da de manera objetiva, no se regulan ni se fijan por especulación, de suceder esto último sería sancionado por la ley.

**Liquidez.-**

Esta función se configura transformando activos inmovilizados, de largo plazo, en activos líquidos como el dinero. También cabe la posibilidad de negociación de los títulos valores en el mercado secundario. Cuanto más fácil sea transferir un valor, mayores serán los incentivos para invertir en el mercado primario, pues de este modo la inversión realizada no queda atada al vencimiento del título. Si el inversionista encuentra una mejor opción para su inversión, irá al mercado y venderá sus títulos para canalizar su capital a otras inversiones. Así, por ejemplo en un mercado líquido un bonista podría transferir un bono en el mercado a otro inversionista antes de que se venza el plazo para que se pague el principal.

**Reduce costos de transacción.**

Reduce los costos generales de la intermediación del dinero a través de operaciones homogéneas. Esta característica se da principalmente en mecanismos centralizados, ya sea en rueda de bolsa o fuera de ella, en donde los inversionistas se dirigen a negociar sus títulos. Los costos que se reducen son los costos de información y de búsqueda. Los costos de información disminuyen pues

9 En este punto seguimos a FABOZZI, Frank J., MODIGLIANI, Franco y FERRI, Michael G. MERCADO E INSTITUCIONES FINANCIERAS. Ed: Prentice Hall Hispanoamericana, S.A. México. 1996. pp.5 y ss.

al negociarse en un solo “sitio y momento”, los inversionistas podrían comparar en donde invertir su capital. Los costos de búsqueda también se ven reducidos puesto que las empresas y los inversionistas saben a donde acudir para transar sus títulos.

### Mecanismo de política monetaria.

El Mercado de Valores puede servir como instrumento de política monetaria, es decir, si el Estado determina que el crecimiento de la economía se debe a factores especulativos y no a factores derivados de una mayor eficiencia en la producción de bienes y servicios puede ofrecer una mayor tasa de interés sobre los títulos que emita reduciendo así la cantidad de dinero que hay en la economía. Asimismo, si el Estado necesita obtener fondos para realizar una determinada actividad podría recurrir al Mercado de Valores para financiarse y realizar su actividad.

### Regulación.

Desde la caída de la bolsa de Nueva York en 1929, el mercado de capitales se ha visto fuertemente regulado. La justificación tradicional de dicha regulación se encuentra en la importancia de este mercado para el desarrollo de la economía.

En 1933 y 1934, el Congreso de los Estados Unidos promulgó The Security Act y The Security Exchange Act, respectivamente. Estas leyes tuvieron como objetivo lo siguiente<sup>10</sup>:

1. Las empresas que listaban en bolsa o que tenían participación del público en sus acciones debían dar información cierta al público sobre sus negocios, los valores que ellos vendían y el riesgo que tenían los mismos.
2. Las personas que vendían y compraban valores

debían tratar a los inversionistas justa y honestamente, teniendo presente siempre el interés del inversor primero.

Estas normas fueron producto de la peor de la crisis económica que afectó al mundo: la caída de Wall Street. Se dijo que la falta de supervisión de las conductas de las empresas y de los intermediarios habían originado una especulación y engaño sin precedentes a los inversionistas, lo cual provocó una falsa prosperidad de la economía.

En ese momento se tuvo la percepción que el rol que debía asumir el Estado era el de un intervencionismo cada vez mayor en el manejo de la economía, esta idea fortaleció el poder Administración Central produciéndose

una sobrerregulación del mercado.

**Costos de la Regulación estatal.**

El Estado debe regular cuando se produzcan fallas de mercado, es decir,

cuando existe asimetría en la información, costos de transacción elevados etc, los cuales producen inequidades entre las partes al momento de contratar.

### Divulgación obligatoria de información (Mandatory Disclosure)

La mayor falla en el Mercado de Valores es la simetría de la información, ésta se manifiesta a través del conocimiento de una de las partes (el emisor o issuer) de información sensible sobre el valor transado, información que, de ser divulgada al mercado, influiría en la cotización del valor. es difícil que un privado tenga incentivos para producir información de manera gratuita.

Es por ello que se justifica la intervención estatal,

---

**“... los costos de la  
autoregulación son mayores  
que los de la regulación  
estatal”.**

---

<sup>10</sup> La descripción de los objetivos de la regulación de los valores y de la conducta de los intermediarios se encuentra en la página web de la Sec: <http://www.sec.gov/asec/wwwsec.htm>.

que obliga a las empresas a que informen al mercado, para que se reduzca sensiblemente el costo de obtener información relevante que influya en la toma de una decisión racional de inversión. La razón de esta regla radica en que la empresa se conoce a sí misma mejor que nadie, por lo que puede obtener información a menor costo que los propios inversionistas.

Una vez que la información se ha hecho pública, se eliminan los incentivos a ganarles al mercado tratando de obtener información que no ha sido divulgada. Es importante señalar que la información tiene carácter de bien público, es decir una vez que se ha producido ésta, puede ser consumida simultáneamente por varias personas sin agotarla y sin que puedan ser excluidos de su consumo.

Una crítica hecha a éste sistema es que, por más información que brinde la firma aquella no podrá ser entendida por el inversionista común, que no hace un seguimiento constante del mercado y que poco entiende de estados contables, estados financieros o proyectos de inversión, entonces, ¿Cómo es que ésta información puede verse reflejada en el precio del valor? . La respuesta a la pregunta está en que una vez que la información se ha hecho pública, éste es analizado por los inversionistas institucionales o sofisticados (fondos mutuos, AFP's, bancas de inversión, etc) quienes hacen un seguimiento continuo del mercado y poseen los conocimientos necesarios para procesarla y poder inferir si son buenas o malas noticias que finalmente influirán en la liquidez del valor.

A partir de la actitud de los inversionistas institucionales, el inversionista común lo va a seguir su comportamiento en el mercado, si hay mucha demanda por un valor significa que las noticias han sido buenas, si por el contrario, el valor carece de liquidez, se puede inferir que se han divulgado malas noticias.

Este sistema de divulgación, si bien tiene debilidades, consideramos que es el mas eficiente hasta el momento, porque protege al inversionista y, como

consecuencia de ello, el correcto funcionamiento del mercado

### **Establecimiento de un Organó con facultades regulatorias**

La regulación estatal pasa por organizar y mantener un órgano regulador especializado (en nuestro caso la Conasev) que tenga como funciones el velar por el cumplimiento de las condiciones básicas para que el mercado funcione correctamente Pero no debe controlar la oferta o los precios, estos deben de formarse de manera autónoma en base a la oferta y demanda, que sera consecuencia de la información disponible sobre los mismos. Esta información debe ser brindada al mercado para que los inversionistas tomen decisiones racionales respecto de su inversión y, de este modo, el riesgo que asuman sea sólo el de su propia decisión.

El rol principal de este órgano va a ser el de dar normas marco sobre cómo debe funcionar el mercado y las condiciones de acceso al mismo, protegiendo la transparencia en las transacciones y la seguridad del inversionista, porque a través de la protección a este se va a generar la confianza necesaria para invertir, asegurando de esta forma la interrelación eficiente entre los agentes superavitarios ( unidades de ahorro) y los agentes deficitarios (unidades de gasto), asegurando el correcto funcionamiento de flujos financieros de la economía.

Pero también debe delegar el poder regulatorio a instituciones privadas que componen el mercado, nos referimos principalmente a los mecanismos centralizados como la Bolsa de Valores, que es el lugar natural en donde se negocian estos valores Tal delegación consistirá en básicamente en regular los comportamientos de los agentes dentro del mercado, operaciones que puedan realizarse en el mismo, etc, disminuyendo de esta manera costos de regulación

### Sobrerregulación

Uno de los riesgos de la regulación estatal es la sobrerregulación. Esta puede tener un efecto *boomeran*, ya que, incrementaría los costos de acceder a la información porque se le impondrían exigencias a la empresa emisora lo que acabaría desincentivando su participación en el mercado.

La regulación debe ser clara y sencilla, de tal manera que pueda ser fácilmente internalizable por los agentes económicos. una sobreprotección al inversionista ahuyentaría a las empresas emisoras, quienes buscarían dinero en otro mercado, con mayores costos pero con más claridad normativa.

### Conclusiones

En definitiva, si bien existen costos de organizar y mantener un órgano regulador, estos son menores que los costos de la autoregulación, que origina ineficiencias y abusos generalmente contra la parte más débil de la relación: el inversionista.

Mediante el establecimiento obligatorio de divulgación de información sensible sobre los valores, se va a generar confianza, que es el

elemento principal para preservar el correcto funcionamiento del Mercado de Valores. La protección al inversor se está protegiendo en última instancia al mercado, porque el perjuicio ocasionado al inversionista afecta directamente la eficiencia del mercado, produciendo una falta de confianza en el mismo. A esta política regulatoria, debemos agregarle otros elementos necesarios para lograr el funcionamiento eficiente del mercado: estos son generar la suficiente confianza al inversionista, especialmente extranjero quien es el que puede inyectar mayores capitales al mercado, para esto se requiere contar con sólidas instituciones democráticas con un Poder Judicial que administre justicia de manera independiente, predecible y celer<sup>11</sup>. En conclusión, lo que se requiere es la preexistencia de una estabilidad política necesaria, que pueda establecer un adecuado ambiente. Esta es una tarea que afrontará el nuevo gobierno en los próximos cinco años, esperemos que sea una de las prioridades en su agenda.