

U N I V E R S I D A D D E C O N C E P C I O N



R E V I S T A D E
D E R E C H O

AÑO XLII — Nº 163

ENERO - DICIEMBRE DE 1975

ESCUELA DE DERECHO

CONCEPCION — CHILE

NOCION DE MERCADO DE CAPITALES

Nancy del Pilar Chacoff Adi

Con la implantación en Chile de un sistema de Economía Social de Mercado, se ha estimado que el Mercado de Capitales es una herramienta básica para el desarrollo y el implemento necesario que exige la adopción de la nueva política monetaria.

Desde luego, la Economía Social de Mercado es la concepción de organización económica y el marco institucional en que las ramas integrantes de la política económica se adecuan, condicionando la variedad, eficacia y correcta asignación de los instrumentos de política de que disponga la autoridad a los fines de alcanzar los objetivos prioritarios del programa económico: en el orden interno, "la estabilidad del nivel de precios, altos niveles de ocupación de los recursos disponibles y aceleradas tasas de crecimiento; y el equilibrio del sector externo asociado a la situación de balanza de pagos y de reservas internacionales".¹

Se sostiene, además, que a la adopción de políticas adecuadas en las diferentes áreas —la monetaria entre ellas— debe seguir su implementación cabal y oportuna.

En conclusión, "el desarrollo sobre las bases de una economía de mercados en la producción de bienes, requiere también de un sistema de mercados en lo financiero".²

En un sistema económico de este tipo, se reconoce la importancia de la actividad del Estado en la Economía, pero reservada a aquella que los particulares no pueden o no deben desarrollar, arbitrando, en lo demás las políticas e instrumentos para que se cumpla el rol preponderante que se asigna a los mecanismos impersonales que caracterizan las modernas economías de mercado.

Podemos, pues, encontrar las razones que justifican la actual necesidad de desarrollar el Mercado de Capitales en cuanto a su misión en el desarrollo económico y en relación a su implicancia en la política monetaria.

Con respecto al desarrollo, alcanzar altas tasas de crecimiento del producto supone, como elemento fundamental, elevados niveles de ahorro. El Mercado se estructura para su captación, canalizando luego los recursos a las inversiones que sean más productivas.

1 cfr. Cano, Eduardo: "Prólogo". Estudios Monetarios III, Seminario de Mercado de Capitales, con auspicio de la OEA. Banco Central de Chile, Santiago, Chile, 1974, pág. VII.

2 Undurraga S., Sergio: "Política de desarrollo de un Mercado de Capitales moderno y eficiente para Chile". En: Estudios Monetarios III, ob. cit. pág. 48.

De esta manera, el Mercado de Capitales "juega un papel fundamental al cumplir su misión de transferente de recursos desde las unidades económicas que son ahorrantes netos hacia aquellos que son deficitarias".³

Ahora, en cuanto a la implicancia del Mercado de Capitales en la política monetaria, "el control del volumen total de los medios de pago de la economía define la tarea esencial de un Banco Central".⁴

Si tal control fracasa, se origina una situación inflacionaria o una situación de baja actividad, según si hay exceso o defecto de circulante respectivamente. En este aspecto, el Mercado de Capitales asume la tarea de coadyuvar en el control monetario. Efectivamente, "la ausencia de un Mercado de Capitales eficiente y de tamaño adecuado ha privado a la autoridad monetaria en Chile de uno de los instrumentos más poderosos de control monetario: las operaciones de Mercado abierto. Esta deficiencia resulta particularmente grave en una economía en la que tradicionalmente el Banco Central ha sido prácticamente la única fuente de financiamiento interno para el sector fiscal".⁵

Además, la formación de un mercado implica la actividad de una estructura intermediaria diversificada y la existencia de instrumentos financieros variados, lo que constituye nuevas posibilidades de financiamiento de corto y largo plazo para las empresas.

"Dichos mecanismos compartirán con el sistema monetario la provisión de recursos a las unidades económicas, aumentando en forma significativa su participación dentro del total del sistema financiero".⁶

Así, el Banco Central no desatenderá su papel de control ni se verá obligado a desempeñar funciones propias de otras instituciones del Mercado de Capitales.*

II Concepto de Mercado de Capitales

El Mercado de Capitales —tal como se verá en el desarrollo de este trabajo— presenta tal diversidad de aspectos que resulta, en definitiva, difícil esquematizarlo de manera que pudiera conceptualizarse integralmente.

En lo sustantivo, sin duda, no es sino la expresión resultante de actos complejos de trasпасos de ahorros de oferentes a inversionistas, mediando un premio o interés en ello.

Pero, ya en este sólo aspecto, a veces tal transferencia se realiza directamente y otras, a través de organismos intermediarios.

En aspectos de forma, la diversidad resulta evidente: variados instrumentos y organismos intermediarios, diferentes tasas de interés, plazos, etc.

Empezaremos por revisar algunos de los conceptos que se han planteado para, al final, adoptar el que nos parezca más comprensivo del fenómeno y el más adecuado en la actual etapa de formulación y desarrollo del Mercado de Capitales.

3 Cano Q., Eduardo: "Primer seminario sobre Mercado de Capitales, discurso inaugural". En: *Estudios Monetarios III*, ob. cit. pág. 2.

4 Cano Quijada, Eduardo: Ob. cit. pág. 2.

5 Cano Quijada, Eduardo: Ob. cit. pág. 3.

6 Cano Quijada, Eduardo: Ob. cit. pág. 3.

* Hemos citado con alguna extensión los términos del discurso inaugural del primer seminario de Mercado de Capitales del General Eduardo Cano Q., a la época Presidente del Banco Central, en atención a que expresan los objetivos que la nueva administración de Gobierno se plantea tras la formación y desarrollo del Mercado de Capitales.

1.— "En términos generales se considera el Mercado de Capitales como el lugar en que se reúnen personas que ofrecen dinero y personas que lo demandan en cualesquiera de sus formas jurídicas".⁷

Es ésta una definición restringida. Limitado sólo a la oferta y demanda de dinero, el Mercado de Capitales se reduciría al del corto plazo. Además, definirlo como lugar implicaría entenderlo como centro físico, cuando, en verdad, se aparece como un ente abstracto, como un mecanismo financiero. No hay tampoco una referencia explícita a los efectos que se esperan del traspaso, en particular, ni a la misión que se le asigna al mercado, en general.

2.— "Mercado de Capitales equivale a decir Mercado crediticio, y consiste en el conjunto de instituciones, instrumentos y actividades realizadas para permitir el traspaso de activos desde las unidades económicas dispuestas a sacrificar el uso y goce de los mismos, a cambio de una compensación hacia otras unidades económicas dispuestas a pagar por utilizarlos. La operación de traspaso se conoce con el nombre de crédito".⁸

Nos parece que el sacrificio de que se habla no representa el vocablo adecuado, si pensamos que sacrificio es sinónimo de inmolación, desinterés, pero en absoluto congruente con una compensación (tasa de interés o precio del crédito). En todo caso, pese a la observación hecha, la definición es completa y clara.

3.— "Mercado de Capitales es un conjunto de instituciones, instrumentos y actividades, que permiten el traspaso de recursos financieros, durante un período de tiempo, de ciertas unidades económicas a otras, las cuales están dispuestas a pagar por utilizarlos".⁹

Consideramos que ésta es la definición más comprensiva del complejo que analizamos, salvo que reemplazaríamos el término "unidades económicas" por el de sujetos, comprendiendo dentro de éstos a personas naturales y jurídicas. En efecto, el concepto de "unidades económicas" nos da la idea de entes económicos en sentido estricto, es decir, empresas, industrias, pero no extensivo a personas.

Creemos que la noción de Mercado de Capitales debiera comprender la mención de los sujetos que hacen posible su existencia, sin que el concepto pudiera lograrse parcialmente por consideración inicial sólo a alguno de ellos. Percibimos el Mercado, básicamente, como un mecanismo en movimiento, como manifestación de la interrelación que surge entre los que simultáneamente concurren a él —oferentes, demandantes y organismos intermediarios y concentradores—, creador de efectos particulares respecto de ellos —interés, uso y goce, captación y canalización del ahorro respectivamente— y cuya misión —como mecanismo financiero— se orienta a incrementar el desarrollo, según lo exige la política económica vigente.

En conclusión, Mercado de Capitales sería un mecanismo financiero por el que oferentes de ahorro traspasan dineros activos, recursos monetarios o cualquier tipo de crédito —a cambio de un precio y por un tiempo determinado— a inversionistas demandantes de tales recursos —los que se benefician con su uso y goce temporal—, sea que el traspaso se realice

7 Departamento de Derecho Económico, Escuela de Derecho, Universidad de Concepción: "Recopilación y sistematización de antecedentes en Derecho Económico", T.I.: Financiamiento de la Empresa y Mercado de Capitales. S/E Concepción, Chile, 1967, pág. 382.

8 El Mercurio: "El Mercado de Capitales en Chile". Santiago, Chile, 22 de agosto 1974, pág. 1.

9 Centro de Investigaciones, Escuela de Negocios de Valparaíso: "Instrumentos Financieros". En: *Diario La Tercera de la Hora*, Santiago, Chile, 8 de diciembre de 1974, pág. 13.

en forma directa entre ellos o a través de una estructura intermediaria, la que asume, en su caso, la tarea de captar, concentrar y canalizar el ahorro hacia inversiones productivas.

Decimos que es un **mecanismo financiero** para desterrar la idea de lugar, y establecer que el Mercado de Capitales es un instrumento de política monetaria que se estructura combinando una serie de factores complejos, instituciones, instrumentos y sujetos coordinados para un fin: desarrollar una actividad financiera definida por el elemento dinero o las formas jurídicas que éste adopte, el cual se traspasa entre los sujetos componentes de dicho mecanismo.

Tales sujetos son los llamados **oferentes** de ahorros y demandantes de ellos. Los primeros pueden ser personas naturales o jurídicas, es decir, particulares, empresas o el Estado en algunas oportunidades. Ellos enviarán al Mercado sus ahorros (ingreso después del consumo) cuando tengan capacidad de hacerlo. Su capacidad estará condicionada, como lo veremos más adelante, por variados factores —objetivos y subjetivos—, pero el más determinante es la renta que perciban en un período determinado. Son **demandantes** o inversionistas los que teniendo espíritu empresarial y buenos proyectos en vista —rentables— carecen de recursos monetarios en cantidad suficiente para lograr concretar dichos proyectos y activar el espíritu emprendedor. Pueden serlo tanto personas naturales como jurídicas y el Estado. Los particulares tendrán una participación menos activa como demandantes que como oferentes: por lo general, demandan las empresas y el Estado.

Los demás aspectos del Mercado devienen principalmente de las características propias del traspaso. Ellas serían, en lo que respecta al examen que en esta parte hacemos, las siguientes:

—Se trata, en principio, de transferencia de **dinero**. Pero puede serlo también en cualquiera de las formas jurídicas que éste asume: llámesele **activos monetarios** —billetes y moneda en circulación y dinero giral o **activos financieros**— sean instrumentos reajustables o no reajustables y en moneda extranjera, del sistema monetario, del Sinap y otros. Cuando nos referimos a **cualquier tipo de crédito**, queremos dejar en claro que corresponden a esta denominación los préstamos que hace un amigo a otro, los pagos previsionales de un trabajador que constituyen su fondo de retiro, y créditos del comercio.

—El traspaso es remunerado, existe un precio. La remuneración o “premio” que debe recibir el oferente de ahorro por entregar sus recursos al que los demanda, jurídicamente recibe el nombre de interés. Técnicamente es una tasa de interés —porcentaje—, es decir, una cantidad de dinero que tiene derecho a cobrar, además del valor originalmente adeudado en moneda del mismo poder adquisitivo.

—**Unidad de tiempo**. Las operaciones de traspaso que se efectúan pueden hacerse a períodos cortos o largos, meses o años. El tiempo es un factor determinante de la remuneración que se cobre. El porcentaje de que se habló antes variará según se trate de operaciones de corto o de largo plazo. A simple vista se deduce que será mayor mientras mayor sea en el tiempo el uso y goce de ese dinero o activos que les dé el demandante. Según el plazo de la operación se configura el Mercado de Dinero o de Capitales propiamente tal, esto es, de corto y largo plazo respectivamente.

—**Beneficio de uso y goce.** No debemos olvidar que el crédito se caracteriza esencialmente porque no hay traspaso de propiedad; y si no lo hay, es consecuencial la responsabilidad que tiene el receptor del crédito de restituir el bien entregado.

—**Traspaso en forma directa o indirecta.** Si los sujetos en el Mercado se entienden espontáneamente en el otorgamiento y recepción de dinero, hablamos de traspaso directo, lo que da ocasión a la existencia del Mercado Informal. Por el contrario, es indirecta su comunicación cuando organismos intermediarios intervienen para concertarlos, dando lugar, así, al Mercado Institucional.

—**Estructura Intermediaria.** La componen organismos establecidos y especializados, cuyo giro habitual es servir de nexo entre oferentes y demandantes de ahorro. Tales organismos captan, concentran y canalizan los recursos hacia inversiones productivas.

—**Inversiones productivas.** La calidad de productiva de una inversión está determinada por la tasa de interés. Nos explicamos: un inversionista acudirá a solicitar recursos sólo cuando espera que la "tasa de retorno"* cubra el costo de pedir dinero y además le reditúe ganancias adicionales.

* Rendimiento de la inversión medido en unidades monetarias.