Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

Nº 181
AÑO LV
ENERO - JUNIO
1987

ISSN 0303 - 9986

REVISTA DE DERECHO

UNIVERSIDAD DE CONCEPCION

Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales

Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

INTERNACIONALIZACION DE LOS MERCADOS DE VALORES*

It's time to burn all the college text books about stock exchanges; time to forget all we have learned about the equity trading game.[1]

EDUARDO TRUCCO BURROWS**
Ex Prof. Derecho Económico
Universidad de Concepción

S U M A R I O

I. INTRODUCCION
II. PRIMERA PARTE: Conceptos fundamentales. 1. Mercado de valores. 2. Internacionalización y globalización de los mercados de valores. 3. Desregulación y liberalización de los mercados. 4. Riesgo, rentabilidad y costo. 5. Comentarios finales.
III. SEGUNDA PARTE: Los sistemas. 1. La emisión de valores. 2. Oferta pública y registro. 3. Información y protección del inversionista. 4. Operaciones y productos. 5. Custodia, compensación y liquidación. 6. Fiscalización - Vigilancia del mercado. 7. Tecnología e informática. 8. Investigación y análisis de mercado. 9. El sistema jurídico y la regulación del mercado. 10. Comentarios finales.
IV. TERCERA PARTE: Las perspectivas. 1. Londres y el Big - Bang. 2. Nueva York y Tokio. 3. España. 4. Los intermediarios de valores. 5. Las autoridades fiscalizadoras.
V. CUARTA PARTE: Las interrogantes.
VI. QUINTA PARTE: Síntesis, conclusiones y proposiciones.

La opinión transcrita, con la cual damos inicio a este Trabajo, demuestra la urgencia que existe para abordar en profundidad y en un esfuerzo colectivo los temas, materias e interrogantes que plantea la "internacionalización de los mercados de valores".

La Bolsa de Comercio de Santiago presenta a consideración de la XIV Asamblea de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores, este trabajo, tanto para responder a esa urgente necesidad, como para cumplir en mejor forma con la Declaración de Principios de la FIABV y los objetivos previstos en el artículo 3° de los Estatutos de la Federación.

I - INTRODUCCION

Pese a que la "internacionalización" y la "globalización" de los mercados de valores es un proceso y una situación relativamente reciente, actual y todavía en desarrollo, ya se cuenta con una bibliografía abundante y del mayor interés sobre el tema. Además, esa internacionalización y sus problemas constituye uno de los tópicos predilectos de revistas especializadas, seminarios y foros.

Esta copiosa información nos ha obligado a adoptar una primera decisión: en el trabajo se hará una síntesis de las muy variadas observaciones e inquietudes que hemos podido recoger. Se incluirá, cuando corresponda, la cita pertinente indicativa de la fuente consultada.

La segunda cuestión que se nos planteó es la siguiente: ¿qué orientación darle al trabajo? La respuesta no era nada sencilla, pero en definitiva optamos por una solución que tiene ventajas teóricas y prácticas. Desde un punto de vista teórico, hemos intentado una sistematización clara; hemos tratado de ordenar el espectro tan amplio de materias y reflexiones, esperando contribuir a un esclarecimiento del tema que facilite la profundización en el mismo por quienes son más expertos.

* Trabajo presentado a la XIV Asamblea de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores (FIABV).
** Profesor Derecho Económico Universidad de Chile; Asesor Legal de la Bolsa de Comercio de Santiago.
[1] Revista "Euromoney", Mayo de 1984, pág. 63.

Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

Desde una perspectiva más práctica, nos hemos propuesto dos objetivos fundamentales: identificar y dejar consignadas las preguntas que se están formulando las bolsas, los corredores, las empresas, los inversionistas, los organismos fiscalizadores y los profesionales del ramo. De esta manera, se puede ofrecer una visión más realista acerca del verdadero alcance que tiene el proceso de internacionalización de los mercados.

El segundo objetivo implica ofrecer, después de una cuidadosa ponderación de todos los antecedentes, algunas proposiciones a la Federación y a las Bolsas miembros: qué debe hacerse, cómo debemos enfrentar este nuevo escenario financiero y bursátil, cuáles son las medidas iniciales y más apremiantes que deberíamos adoptar.

Las consideraciones precedentes sirvieron para esbozar el plan de trabajo y finalmente llegar al siguiente esquema de desarrollo:

a) Una Primera parte, con conceptos que parecen fundamentales para la mejor comprensión del tema.

b) Una Segunda parte, en la que se identifican y analizan brevemente algunos de los sistemas que configuran lo que se ha dado en llamar el "mercado global"

c) Una Tercera parte, en la que se pretende analizar la visión que existe de este proceso de internacionalización en diversos países, así como la que tienen algunos de sus protagonistas más relevantes.

d) Una Cuarta parte, en la que se dejan consignadas algunas de las interrogantes de mayor interés, y

e) Finalmente, una Quinta parte, en la que se intenta una síntesis, se sugieren algunas conclusiones y se formulan algunas proposiciones.

II — PRIMERA PARTE, Conceptos fundamentales

Por la relativa novedad del tema que abordamos, nos parece necesario hacer una referencia a algunos de los conceptos más relevantes que inciden en él. No se trata de una simple definición, sino de allegar algunos antecedentes, de muy variada índole, que permiten dar una imagen más completa y cabal del concepto.

1. MERCADOS DE VALORES

En la práctica bursátil y de intermediación de valores estamos habituados a referirnos a los "mercados de valores". Fundamentalmente distinguimos los mercados "secundarios" de los "primarios", y los 'formales' de los 'informales' o 'no organizados'. No parece necesario que volvamos sobre el significado de éstos.

Lo que sí interesa destacar es que en lo sustancial son, precisamente, los "mercados de valores" los que han sufrido, en alguno de sus elementos o rasgos, los efectos del proceso de internacionalización.

Todos los mercados han nacido como locales, para llegar más o menos rápidamente al nivel y rango nacional. Eventos y transformaciones más o menos complejas son las que conducen (y estimulan) a la integración de los mercados nacionales de varios países o a la formación de mercados internacionales.

Desde hace ya algún tiempo se puede utilizar correctamente y con propiedad la expresión "mercado internacional de valores", o "mercado internacional de capitales", por corresponder éstas a una realidad evidente, aun cuando sin contornos jurídicos suficientemente delineados.

Los mercados de valores siguen siendo un sistema de concurrencia simultánea de oferentes (titulares) y demandantes (usuarios) de capitales; estos capitales quedan expresados en valores, ya que no necesariamente en 'títulos'. Esa concurrencia se traduce en 'transacciones': en compra y venta, en retroacción, en otorgamiento de garantías, en convenios complementarios, en procedimientos de compensación, liquidación y pago, etc.

Ahora bien, respecto de los mercados podemos dejar anotadas algunas consideraciones generales:

1.1 Mercado físico y mercado electrónico. Como es bien sabido, el mercado de valores evoluciona desde la tradicional 'rueda' de las bolsas, hacia un mercado cada vez menos visible: un mercado

Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

'electrónico', que toma forma a través de los sistemas computacionales y de telecomunicaciones. Así como los valores tienden a 'desmaterializarse', los mercados en que éstos se transan también se desmaterializan.

Algunas bolsas mantienen la sala de rueda, ya sea para utilizar el sistema de pregón, ya sea el sistema de remate. Pero en las bolsas mayores se tiende a abandonar esa sala de ruedas por el terminal computacional. El mercado (la concurrencia de oferta y demanda) se traduce en la formación de 'redes computacionales' ("network"). Este fenómeno, naturalmente, es más notorio en el mercado extrabursátil.

Desde el punto de vista legal, ambos mercados, en cuanto reúnen determinados requisitos o cumplen con ciertas exigencias, constituyen 'mercados formales'[2].

1.2 Crecimiento de los mercados. Tanto los mercados nacionales como los internacionales han tenido, en los últimos años, un crecimiento espectacular. En general se explica ese crecimiento en función de las siguientes variables:

a) Liberalización de los mercados. Se aprecia un movimiento más o menos generalizado hacia una progresiva liberalización de los mercados. Esta mayor libertad puede generarse dentro del proceso de integración económica (como en el caso de la Comunidad Económica Europea), o independientemente. Las empresas deben buscar y conseguir recursos en condiciones más favorables que las proporcionadas por los mercados locales, y los inversionistas deben buscar mejores oportunidades de inversión. Esta doble necesidad ha sido suficientemente fuerte como para promover (forzar) una mayor libertad en la circulación de capitales[3].

b) Innovación. Se observa un enorme esfuerzo innovador: en la emisión de valores, en las técnicas y procedimientos de suscripción de valores, en los productos que se ofrecen, etc. Este impulso innovador se traduce, normalmente, en una expansión considerable de las oportunidades de inversión[4].

c) Importancia de los fondos de pensiones. El crecimiento demográfico está provocando una acumulación de capital jamás vista antes, por la vía de la constitución de fondos de pensiones'. En algunos de los países más desarrollados la legislación se ha liberalizado en términos tales que estas enormes masas de dinero pueden desplazarse hacia los mercados extranjeros en busca de mayor rentabilidad y diversificación del riesgo.

1.3 Rasgos relevantes de los mercados internacionales. Naturalmente que a medida que se han ido desarrollando los mercados internacionales, surgen algunos rasgos que llaman la atención de los estudiosos, de los inversionistas y de los organismos fiscalizadores. Podemos mencionar, entre otros, los siguientes:

a) El mercado se hace cada día más competitivo[5].

b) El mercado es más profundo.

c) Por la misma profundidad normalmente se puede obtener un mejor precio.

d) Pese a la mayor profundidad, el mercado tiende a ser más volátil[6].

e) Por razones obvias, se trata de mercados altamente dependientes de la reglamentación, políticas y variaciones cambiarias.

f) En cierta forma, es un mercado con un alto grado de incertidumbre, lo que se traduce en exigencias cada día mayores de diversificación, análisis e investigación de mercados.

2. INTERNACIONALIZACION Y GLOBALIZACION DE LOS MERCADOS

La internacionalización de los mercados comprende a las distintas fases o etapas propias de la

[2] En Chile los recursos de los fondos de pensiones sólo pueden invertirse en los 'mercados formales', y son tales aquellos que califique el Banco Central. De acuerdo con una reciente modificación de las normas de ese Banco (Capítulo III.F.3 del Compendio de Normas Financieras), los bancos, sociedades financieras y agentes de valores pueden constituir mercados formales cumpliendo ciertas exigencias. Esas normas indican que pueden desarrollar su labor "en un lugar físico", o utilizando "un sistema computacional en línea"

[3] Entre las muchas referencias a la 'liberalización': "International Capital Market Developments and Prospects", publicado por el Fondo Monetario Internacional como Occasional Paper N° 43, febrero 1986, págs. 8 y sgtes.; el artículo "Bolsa: ¿Quién da más?," publicado en la Revista Horizonte Empresarial, N° 1958, págs. 6 y sgtes.

[4] Respecto de la innovación en los mercados internacionales puede verse, entre otros: "Global Capital Markets Forum", Vol. One, 1987, publicado por Institutional Investor Inc. y la obra ya citada publicada por el Fondo Monetario Internacional.

[5] Uno de los objetivos relevantes del "Big-Bang" inglés era lograr la creación de un ambiente financiero y bursátil más competitivo. Efectos negativos de esa gran competitividad pueden verse en numerosos artículos, por ejemplo: "Business Week" del 10 de agosto de 1987, pág. 15.

[6] Estadísticas, gráficos y perfiles de volatilidad pueden encontrarse en "International Research", World Markets Monthly, editado por Goldman Sachs.

Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

emisión y circulación de los valores: emisión por empresas, gobiernos u otras entidades; suscripción de los valores; transacción; depósito y custodia. Inicialmente deja involucrados a lo menos a dos países, pero con un mínimo grado de desarrollo se forma un verdadero 'sistema', en el cual se ven comprometidos un número considerable de países, creándose entre ellos una creciente interdependencia.

La globalización de los mercados se refiere, de manera un tanto más precisa, a un mercado (ya bastante avanzado el proceso de internacionalización) que parece integrarse y unificarse a escala mundial. Desde luego, la expresión se ha utilizado desde que —con las facilidades de las telecomunicaciones— se logra un flujo continuo de transacciones en las tres bolsas más importantes: Londres, Nueva York y Tokio[7].

Lo verdaderamente importante es que la identificación (aún arbitraria y prematura) de un 'mercado global', obliga ya a crear redes internacionales de intermediación y prestación de servicios financieros; obliga, igualmente, a una investigación de precios, rentabilidades, riesgos, tributación, etc., a nivel mundial, al diseño de 'estrategias globales' de inversión y formación de los 'portafolios', y a una fiscalización que también trasciende las fronteras de cada país[8].

3. DESREGULACION Y LIBERALIZACION DE LOS MERCADOS

Para la mayoría de los comentaristas la 'internacionalización' de los mercados ha sido posible gracias, fundamentalmente, al avance tecnológico (telecomunicaciones y computación) y a la 'desregulación' de los mercados de valores y financieros.

Sin perjuicio de otras observaciones que se harán más adelante, podemos dejar planteado que la 'desregulación' se refiere en especial a las siguientes materias:

a) Eliminación de las tasas o porcentajes fijos en las comisiones de los intermediarios[9]. La determinación de la 'comisión' deja de ser una materia objeto de regulación, y en cuanto constituye el 'precio' de un servicio queda sujeta a la oferta y demanda.

b) Eliminación gradual de las normas relativas al ingreso o incorporación al mercado de intermediarios extranjeros. En la medida que la 'plaza' resulte de interés para el intermediario de valores, éste tiene libertad para incorporarse. La 'apertura' más espectacular, en este sentido, ha sido la del mercado londinense.

c) Eliminación de las normas que regulan el ingreso y salida de divisas de un país, o de valores expresados en moneda extranjera.

En verdad, a veces se confunde 'desregulación' con 'liberalización' de los mercados. Nos parece útil distinguir uno y otro término: la liberalización puede entenderse más bien como el conjunto de facilidades, estímulos y mayor 'libertad' que se reconoce a inversionistas, emisores, capitales e intermediarios. La desregulación, en cambio, implica sólo en cierta medida liberalización, a lo que se agrega un cambio de criterio legal: materias que han sido objeto de regulación jurídica pasan a ser objeto de acuerdo entre las partes, decisión de los agentes interesados, autorregulación más o menos autónoma[10].

4. RIESGO, RENTABILIDAD Y COSTO

Desde el punto de vista del inversionista (titular de los capitales o recursos, o administrador de los mismos), el ingreso a los mercados internacionales obliga a tener presente, a lo menos, lo siguiente:

a) Información de que se dispone: la información ha de ser tan confiable como la que se obtiene a nivel nacional y susceptible de ser comparada con ésta.

b) Suponiendo la inexistencia de restricciones legales, los recursos han de invertirse en la plaza que sea más rentable.

7 Se encuentran múltiples referencias al "eje" Londres-Nueva York-Tokio, y la lucha que se estaría dando especialmente entre las dos primeras sedes de las transacciones internacionales, por lograr el predominio.

8 Puede verse, entre otros, Revista Euromoney, mayo 1986, "Global Capital Markets Forum", citado.

9 Se observa una tendencia generalizada a la eliminación de tasas fijas de comisiones. Eliminando esas comisiones fijas se da el primer paso hacia una mayor competitividad entre intermediarios de valores. En Chile, la Ley N° 18.045 dispuso que las comisiones son libres y deben acordarse entre las partes.

10 Aparte de la gran cantidad de artículos sobre desregulación, puede consultarse "Deregulating Wall Street", Ingo Walter, Editor 1985.

Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

c) El cálculo de rentabilidad debe complementarse con el análisis del riesgo (riesgo político, riesgo cambiario).

Desde el punto de vista del emisor de valores, las consideraciones que preceden al ingreso al mercado internacional están referidas a: costo de la emisión y colocación, profundidad del mercado, rapidez en obtener la suscripción y colocación.

Los grandes intermediarios (corredores o bancos) dedican importantes recursos financieros y humanos a la prestación de todos los servicios que dicen relación con estos elementos: cuantifican el riesgo, obtienen la información fidedigna sobre rentabilidad y condiciones legales de operación en los mercados extranjeros, evalúan la profundidad, extensión y liquidez de los mercados.

5. COMENTARIOS FINALES

Mirado desde un punto de vista muy general, el proceso de internacionalización de los mercados se ha traducido en una secuencia vertiginosa de cambios. Esos cambios han producido confusión, en cierta forma desaliento (sobre todo entre aquellos que se sienten sobrepasados por los hechos), un afán permanente de innovación, una muy alta competitividad y, con frecuencia, ganancias espectaculares.

Los cambios alcanzan también al orden de los 'conceptos': se sostiene que ya la Bolsa no será nunca, nuevamente, como era hasta hace algunos años, se modifican los criterios que orientan la administración de fondos y su inversión; la comisión, como remuneración de los intermediarios de valores, deja de tener importancia desde el momento en que los intermediarios ya no sólo actúan como tales, sino además por cuenta propia (o como "principales"); los negocios se hacen en una u otra plaza teniendo presente el monto de las comisiones, si existe o no impuesto a las transacciones de bolsa, etc.; los servicios que ofrecen y prestan los intermediarios se diversifican, y probablemente se operará a través del intermediario que tenga mejores resultados que exhibir y el mejor equipo de analistas de los mercados extranjeros.

Como se ha señalado[11], el mercado descansa principalmente en la nueva tecnología y por eso el "over the counter" (OTC) y los terceros mercados son tan activos.

Pero, junto a los muchos beneficios de esta nueva forma de operar, aparecen algunos inconvenientes: las modalidades de compensación y liquidación difieren de un país a otro; las exigencias administrativas de una incursión internacional son enormes; los volúmenes de operación, cada día más importantes, han llegado a saturar la capacidad de algunas bolsas; a juicio de algunos los mercados son más volátiles y, debido a la alta competitividad, podría estarse produciendo una relativa relajación en los patrones éticos y de conducta, por lo que el riesgo de incurrir en transacciones ilícitas sería cada día mayor, como por lo demás lo sugieren los recientes escándalos de Nueva York y Londres[12].

III — SEGUNDA PARTE: Los sistemas

El mercado de valores (y en especial los mercados internacionales) está compuesto e integrado por un conjunto de sistemas: cada uno se refiere a una determinada materia, fase, etapa o persona involucrada en las operaciones. En esta Segunda parte haremos un breve análisis de esos sistemas, entregando antecedentes bibliográficos de interés.

1. LA EMISION DE VALORES

Uno de los vuelcos más trascendentales que aporta la internacionalización de los mercados se refiere, justamente, a la emisión de valores.

Nos parece que, básicamente, deben destacarse dos aspectos:

a) La actitud y el cambio de mentalidad que debe producirse en el emisor: éste ha de comprender que no está, más, constreñido por el mercado local o nacional. Con suficiente información y con una empresa solvente que ofrece proyectos rentables como destino para sus fondos, el capital se encontrará,

[11] Euromoney, mayo 1984, págs. 67 y 68.
[12] Entre otros, Business Week, 12 enero 1987, pág. 78; artículo citado de la Revista Horizonte Empresarial, pág. 8; Institutional Investor, abril 1987, págs. 145 y siguientes.

Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

en exceso, fuera de los márgenes algo ficticios que quedan fijados por nuestras fronteras. Traspasar las fronteras en la colocación de valores es algo habitual hoy en día[13] ; y el alza sostenida de los precios de acciones en las bolsas más importantes, así como el éxito de ciertas colocaciones internacionales, demuestran que existe una demanda mucho mayor que la oferta actual de valores[14].

b) Tanto la mayor liberalización de los mercados como el afán innovador que hemos comentado han servido para crear una gran diversidad de títulos e introducir modificaciones en las técnicas y procedimientos habituales de emisión y colocación de valores[15].

Lo que interesa subrayar es que los corredores y demás intermediarios tienen importantes funciones que desempeñar y servicios que prestar en este tipo de operaciones. Esas funciones y servicios comprenden desde el análisis de mercado, la recomendación de emisión, hasta la suscripción parcial o total de las emisiones y la creación de mercado para los valores una vez emitidos ("marketmaking").

En casi todos los artículos especializados se señala que son muchas las eventuales ventajas de una colocación, siquiera parcial, de una emisión en varios países. Esa diversificación supone, sin embargo, la concurrencia de ciertos elementos: se entiende que el emisor de acciones desea una amplia base accionaria[16] y no la propiedad concentrada en unas pocas manos; por otra parte, se subentiende que debe existir un importante (profundo) mercado secundario para esas acciones, de tal manera que el comportamiento de los precios sea aceptable y no se produzca una rápida recompra de las acciones colocadas en el extranjero por inversionistas locales[17].

Debe hacerse notar que para algunos esa 'recompra' de los valores ("flowback") por inversionistas locales, se debe a errores cometidos en la emisión o colocación. El aspecto mayormente discutido es el precio que ha de fijarse, o más bien, los procedimientos definidos para fijar ese precio. Desde luego, al emisor le interesan estas dos cuestiones, pues muchas veces por errores cometidos en la colocación se puede provocar una baja en los precios de las acciones, con los consiguientes problemas de imagen.

Por último, debemos incluir un llamado de atención sobre una de las variedades de títulos que más éxito ha tenido en los Estados Unidos de Norteamérica, en los últimos años: los "junk bonds" (bonos desperdicio). Se trata de bonos emitidos por empresas con menor solvencia financiera, normalmente empresas de alto riesgo, pero con proyectos potencialmente rentables, lo que permite pagar intereses más subidos.

Después de haber tenido un notable crecimiento y acogida en el mercado norteamericano, están empezando a interesar a los inversionistas extranjeros, con lo que han logrado mayor liquidez.

Los junk-bonds representan en el fondo una prueba o demostración de lo ágil que puede llegar a ser el mercado de valores, y una alternativa interesante para atraer capitales para las empresas que no logran cumplir con todas las exigencias de la más alta calificación[18].

2. *OFERTA PUBLICA Y REGISTRO*

Prácticamente la totalidad de los países que tienen mercados de valores desarrollados han consagrado un sistema de 'oferta pública' y 'registro' de sus valores. La correspondiente reglamentación se justifica principalmente por dos razones: una de orden jurídico, como es la protección o amparo de la fe pública, y otra de orden económico, como es la necesidad de proporcionar información mínima orientadora al inversionista.

Naturalmente, las exigencias legales y reglamentarias establecidas para la realización de esa oferta

13 Se utiliza comúnmente el término "cross border investing" (inversión a través de las fronteras). Véase por ejemplo, "The rise of the international equity", Euromoney, mayo 1984, pág. 63 y siguientes.

14 Para algunos especialistas resulta claro que, al menos en algunos países, si bien los inversionistas han regresado a las bolsas, no ocurre lo mismo con las empresas (potenciales emisores). Véase, entre otros, la opinión dada en "La Bolsa: un camino para financiar empresas", Revista Ejecutivos Financieros, Madrid, diciembre 1986-enero 1987, págs. 49 y siguientes.

15 Explicaciones técnicas especialmente interesantes sobre técnicas de emisión de valores se encuentran en "International Capital Markets-1984", obra preparada por Orion Royal Bank Limited y publicada por Euromoney Publications. Respecto de diversos instrumentos, se incluyen referencias a sus mercados relevantes, tratamiento tributario, procedimientos de emisión rentabilidad y notas o rasgos característicos.

16 Referencias, entre otros, en: "Issuing Euro-equity" y "The Globalization of new issuance procedures", ambos en Global Capital Markets Forum, citado, págs. 108 y 74; "Who are the leaders in international equities?", Euromoney, mayo 1986, pág. 105 y siguientes.

17 Mismo artículo de Euromoney, mayo 1986, pág. 108.

18 Respecto de los junk-bonds, entre otros, puede verse: "Los bonos terribles", en América Economía, marzo 1987, págs. 16 y sgtes., y "Junk comes out of the cellar" en The Economist, septiembre 12 1987, pág. 81. La revista Business Week trae con frecuencia artículos sobre el tema.

Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

y registro varían enormemente de un país a otro. Esa variedad de criterios reglamentarios obliga a considerar alguna de las siguientes alternativas: unificación de las legislaciones —normalmente descartada por su carácter puramente hipotético—, armonización de la reglamentación —que parece más factible, al menos en países y economías ligados por acuerdos vinculantes, como en el caso de la Comunidad Económica Europea[19], o coordinación entre los países y aplicación del conocido principio de reciprocidad. Esta última alternativa se presenta como la más flexible y expedita[20].

3. *INFORMACION Y PROTECCION DEL INVERSIONISTA*

Con seguridad éste es uno de los 'sistemas' de mayor interés: desde el punto de vista del *emisor* se plantea una interrogante crucial: cuánta información entregar al mercado y, en especial, a la competencia; desde el punto de vista del *inversionista,* la información sustenta una decisión racional de inversión; desde el punto de vista del *intermediario,* se le ha impuesto como obligación legal proporcionar el máximo de información, y el uso de información 'privilegiada' en su beneficio o el de terceros ligados a él, constituye un acto ilícito ("insider trading"); a las *bolsas* interesa la información en cuanto recogen ésta o la producen, y en cuanto están obligadas a divulgarla[21], a la *autoridad fiscalizadora* le interesa la información para vigilar el cumplimiento de diversas normas legales y reglamentarias; finalmente, al *jurista* le interesa desde el punto de vista de la protección legal que va implícita en la divulgación oportuna de información completa y veraz; y al *economista* le interesa como herramienta de estudio y análisis del mercado, comportamiento de los precios, rentabilidades, etc.

La importancia de la información se puede medir de varias maneras: por la detallada reglamentación a que da lugar, por ser una de las primeras materias tratadas en la reglamentación de la CEE, por la consagración legislativa que ha tenido en términos que la asocian con obligaciones de emisores, intermediarios y bolsas, y con figuras o tipos penales[22].

En el lenguaje bursátil 'información' va ligada a 'transparencia del mercado', y éste es uno de los rasgos típicos (legales) de todo mercado formal[23].

4. *OPERACIONES Y PRODUCTOS*

Tradicionalmente las operaciones con valores se realizaron, en forma óptima, en las bolsas de valores. Estas constituían los mercados secundarios por excelencia. Esta característica se mantuvo hasta que se produce la revolución tecnológica que incorpora a nuestra economía (y cultura) a los computadores y los sistemas avanzados de telecomunicaciones: entonces se hace posible la aparición del mercado organizado extra-bursátil ("over the counter").

Producido este cambio fundamental podemos distinguir, entonces, el mercado bursátil y el extrabursátil; el mercado bursátil tiene un escenario para sus operaciones en la rueda, o en los sistemas computacionales; parte importante de las transacciones realizadas en el mercado secundario (casi diríamos por necesidad) se anticipa y realiza en la colocación primaria, con las posibilidades que brindan las 'redes internacionales' de oficinas de intermediarios y la aparición de los grandes inversionistas institucionales.

Por otra parte, y desde el punto de vista de los productos, se amplía considerablemente el campo de posibilidades de inversión con la creación de nuevas formas de transacción: las opciones, las operaciones de futuros, las operaciones referidas a índices, etc., y esta expansión se hace extensiva al ámbito financiero y al mercado de divisas con la emisión de valores en distintas monedas y con la creación de las diversas modalidades de "swaps"[24].

[19] Debe recordarse que entre las bolsas miembros de la FIABV circuló un proyecto de ley uniforme sobre oferta pública de valores, tratado en la XII Asamblea de la Federación, realizada en Valencia.

[20] En general, en la literatura especializada se utiliza como una medida de la solidez o madurez de un mercado de valores sus exigencias para registro y oferta. No obstante lo anterior, gradualmente se han ido desarrollando, en los mismos países que tienen altas exigencias, mercados paralelos o "segundos" o "terceros" mercados, con exigencias menores.

[21] En la reciente reglamentación dictada por el Banco Central de Chile (como debe sin duda suceder en otros países) se destaca la exigencia de recoger y divulgar cierta información básica, para dar por configurado un mercado secundario "formal".

[22] Para un comentarista español el "enemigo público número uno" de la bolsa española ha sido la falta de información de las empresas: Información y transparencia bursátil", en la revista Ejecutivos Financieros citada, págs. 44 y siguientes.

[23] La importancia de la información se destaca en los estudios de alguna de las grandes firmas internacionales de intermediarios. En términos generales se pueden encontrar referencias de interés en artículos de la revista Global Capital Markets Forum , citada.

[24] Un artículo especialmente interesante en materia de swaps se encuentra en la revista Euromoney, mayo 1984, "Swap Financing Techniques", guía elaborada por Citicorp.

Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

5. CUSTODIA, COMPENSACION Y LIQUIDACION ("depository", "clearing" y "settlement")

En cuanto se inician las transacciones internacionales surgen 3 problemas que parecen ser fundamentales: el de la custodia de los títulos, el de los sistemas de compensación y el de liquidación de las mismas operaciones.

La medida extrema para facilitar la solución de los problemas derivados de la custodia, u obviarlo, es el de su 'desmaterialización' [25]. A falta de una decisión general, universal de desmaterialización, se procura llegar a acuerdos internacionales sobre la materia [26].

En cuanto a los sistemas de compensación y liquidación, como se sabe, en Europa hay dos grandes organizaciones; CEDEL y Euro-Clear. Estas dos firmas han contribuido eficazmente a reducir algunos de los problemas que surgen en las operaciones internacionales.

Sin embargo, la opinión más generalizada que hemos encontrado es que subsisten una infinidad de problemas, principalmente debido a insuficiente preparación, tecnología anticuada, y falta de previsión respecto del verdadero alcance que tendría el desarrollo de las operaciones internacionales [27]. El retraso en la liquidación de las operaciones implica una menor liquidez, y en algunos casos las pérdidas que se ocasionan son tan cuantiosas que los inversionistas han optado por retirarse de los mercados más ineficientes.

6. FISCALIZACION — VIGILANCIA DEL MERCADO

Sin perjuicio de las observaciones más detalladas que se harán más adelante, deben destacarse los siguientes aspectos:

a) La fiscalización y vigilancia del mercado (comportamiento de los precios, conducta de los intermediarios, etc.) se hace mucho más compleja desde que las operaciones involucran a valores originarios o partes residentes en más de un país.

b) La fiscalización se realiza a través de las autoridades competentes (Comisiones Nacionales de Valores, Superintendencia de Valores u otras similares), y por las propias bolsas.

c) El uso extensivo de redes computacionales ha contribuido a perfeccionar los sistemas de "vigilancia" o "seguimiento" del mercado [28].

d) Esta es una de las materias en que se estima más necesaria la cooperación internacional y una acción conjunta de los organismos fiscalizadores [29].

7. TECNOLOGIA E INFORMATICA

El desarrollo tecnológico de los últimos años ha hecho posible tanto el "mercado global" como una parte importante de las nuevas técnicas y procedimientos de operación en valores [30]. En esto están de acuerdo prácticamente la unanimidad de los comentaristas.

Pero, como ya se ha sugerido, esta tecnología está provocando ahora incluso algunas innovaciones fundamentales en la estructura de las bolsas: pierde importancia la rueda, y acrecienta la suya el 'calce' a través de las pantallas de los terminales de computación.

La opinión favorable respecto de los beneficios aportados por el avance tecnológico se explica por los ámbitos hasta los cuales han llegado esos beneficios: entrega de información, acumulación de antecedentes para análisis del mercado, desmaterialización de los valores, sistemas internacionales de compensación y liquidación, vinculación entre las bolsas de las CEE, reducción del riesgo y notable incremento de la

25 Un extenso artículo sobre 'desmaterialización' de valores en Francia se encuentra en la revista del Instituto Argentino de Mercado de Capitales N° 6, "Desmaterialización de los valores mobiliarios franceses", por Alain Salomon, págs. 27 y siguientes.

26 Se informa sobre acuerdos logrados entre las bolsas de Madrid y Londres en "Bolsa de Madrid" N° 99, abril 1987, pág. 15.

27 Entre otros puede verse "The securities clearing time bomb", en Institutional Investor, abril 1987, págs. 75 y siguientes.

28 Un caso interesante de seguimiento de mercado, hecho posible gracias a la computación, y su proyección internacional, se relata en el artículo "The insider Scandal travels abroad", revista Time, marzo 23 de 1987, pág. 29. Debe destacarse que fue la propia Bolsa de Nueva York la que alertó a la Comisión de Valores sobre las irregularidades observadas.

29 Planteado, entre otros, por Gérard Imbert, Director de la Comisión de las Comunidades Europeas en un trabajo titulado "La internacionalización de los mercados de valores mobiliarios y la cooperación de las autoridades encargadas de la vigilancia de dichos mercados".

30 "What are the risks of innovation", en Global Capital Markets Forum, pág. 12, además, en la misma revista, "The risks and reward of Technology" pág. 22. Se refiere —quizás por primera vez en Chile— al tema general de la "revolución financiera internacional", sus causas y sentido, la revista chilena Economía y Sociedad, julio 1987, págs. 7 y sgtes.

Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

rentabilidad de las inversiones internacionales[31].

No faltan, con todo, algunas observaciones críticas: se ha señalado que la tecnología en uso ha sido indirectamente responsable de la mayor volatilidad de los mercados. En el fondo, casi todos reaccionan frente a las mismas señales de una manera parecida (impredecible). Además, en algún sentido y debido al insuficiente desarrollo de los sistemas, se pierde algo de la transparencia propia de las operaciones realizadas en rueda.

8. INVESTIGACION Y ANALISIS DE MERCADO

Probablemente la primera y más fundamental de las interrogantes que se plantea en este tema dice relación con 'quién' debe investigar y 'cómo' se lleva a cabo esa investigación. ¿Será responsabilidad de las bolsas? ¿De los intermediarios? ¿De firmas especializadas?

La segunda interrogante, de gran interés para nosotros, se formula así: ¿Qué se investiga, qué se busca en el cúmulo de informaciones puestas a disposición de los analistas?

A la primera pregunta respondemos que la investigación ("research") y análisis del mercado corresponden principalmente a los propios intermediarios; esa función puede también ser asumida por oficinas o firmas especializadas de analistas; y, en principio, no sería una función relevante de las bolsas de valores.

Comenzando por lo más simple de la argumentación, no nos parece que la función de investigación le sea exigible a las bolsas por cuanto no son éstas los protagonistas de las operaciones (como sí lo son los intermediarios), y parece cierto que la proximidad al cliente y el conocimiento de éstos y el trato que se ha de mantener con ellos es una cuestión crucial. A primera vista podría objetarse que siendo el objeto del estudio el "comportamiento del mercado", no resulta relevante la relación y el contacto con el cliente. Queremos sostener, sin embargo, que no es suficiente el 'estudio' la 'investigación' del mercado: esa función debe completarse (y complementarse) en definitiva, con una correcta inversión (o desinversión). Esa inversión requiere una consideración justa, ponderada, de los múltiples factores personales o subjetivos que, aun tangencialmente, intervienen en las operaciones, y las bolsas carecen de ese conocimiento y experiencia.

Enseguida, nos parece que es una función que ha de encararse principalmente por los intermediarios, precisamente porque éstos intervienen en todas las etapas o fases de una operación: en cuanto sea necesario, en la investigación y estudio; en la negociación, cuando corresponda; en la sala de rueda o ante el terminal computacional; en el conocimiento de los procedimientos y reglamentación de las transacciones, de los precios, de la compensación y liquidación.

Ahora bien, las firmas especializadas tienen indudables ventajas y buenas posibilidades, pero carecen de las 'redes' internacionales de oficinas y del conocimiento más directo y completo que ya hemos definido para los intermediarios. Tienen, respecto de éstas últimas, sólo la ventaja de una mayor imparcialidad y objetividad: se ha criticado en algunas ocasiones que no existe suficiente objetividad en las firmas de intermediarios, puesto que es una única y misma persona la que realiza la investigación, formula la recomendación de inversión y opera en el mercado[32]. Las firmas de intermediarios parecen haber aceptado este reproche en razón del conflicto de interés que hay implícito y tienden a separar las funciones internamente.

En cuanto a la segunda pregunta (qué se investiga) debe tenerse presente que se trata, en términos generales, de conocer el mercado (sus productos, sus precios, su rentabilidad y comportamiento en términos históricos) y su reglamentación. Es un mercado ajeno, extraño, desconocido, en el cual inciden múltiples y muy sutiles diferencias culturales y profesionales que no siempre se perciben claramente[33].

[31] Un artículo particularmente interesante: "Computers challenge the stockmarket gurus" en The Economist, marzo 21 de 1987, págs. 90 y sgtes.

[32] Véase, entre otros, "Battling for Japan's research market", en Institutional Investor, abril 1987, págs. 153 y siguientes.

[33] Son muchos los comentaristas que destacan la importancia de esas diferencias "culturales" y de procedimientos. Es evidente que la 'intermediación' de valores requiere un estilo de comunicación y desempeño profesional frente al cliente —estilo que no siempre se define apropiadamente o al que no se le atribuye la necesaria importancia—. Sobre este tema véase el mismo artículo de la nota anterior. Se menciona, por ejemplo, que la firma Morgan Stanley tiene ya en Japón a un equipo de 7 analistas y un estratega de inversiones ("investment strategist"), y que publica informes sobre el mercado japonés, separados de los documentos y publicaciones relativos a una estrategia mundial de inversiones.

Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

En lo esencial, se trata de que las firmas de intermediarios logren una completa y correcta comprensión del mercado, y sepan transmitir esa comprensión a sus clientes. Aquí cobran importancia cuestiones como la extensión de los informes, el lenguaje de los mismos, la rapidez con que se produce la información. Algunas firmas han recibido elogios por su trabajo de investigación en sectores o rubros específicos (citándose el ejemplo de James Capel en la industria farmacéutica), o por el estrecho contacto que mantienen los equipos de analistas con los operadores, debido al mayor peso que tiene ese 'trabajo de equipo'[34].

9. EL SISTEMA JURIDICO Y LA REGULACION DEL MERCADO

Uno de los conflictos y tensiones, que todos hemos experimentado y que por lo mismo resulta más típico, es el que se da entre las diversas actividades económicas, profesionales o culturales y el sistema jurídico. En el fondo, el proceso de "desregulación" —a que ya nos hemos referido sucintamente— no es sino la solución que hoy día se da a ese conflicto y tensión[35].

"Desregular" persigue dejar un campo más amplio entregado a la iniciativa particular y al acuerdo de los agentes económicos; se ha entendido que 'regular' —en cambio— significa constreñir o limitar, más que ordenar y encauzar.

A propósito del sistema jurídico, entonces, nos parece apropiado referirnos básicamente a dos cuestiones generales:

a) Cuáles son las materias en las que incide y tiene especial importancia la existencia de normas legales o reglamentarias.

b) En qué ha consistido la 'desregulación', qué efectos ha tenido, qué se ha perseguido con esa desregulación.

Respecto del primer punto, nos parece que se puede sostener lo siguiente:

a.1 Existe muy poca legislación o reglamentación internacional. La que existe, básicamente en la Comunidad Económica Europea, crea una cantidad de problemas, prácticos y técnicos, derivados principalmente de la necesidad de ajustar la reglamentación nacional a la supranacional[36].

a.2 Quienes siendo nacionales de un país deciden operar en otro distinto, han de conocer o asesorarse en la legislación y reglamentación del país escogido.

a.3 La normativa existente se refiere en términos muy generales a: registro de valores y su oferta, exigencias para cotizar oficialmente los valores, operaciones de bolsa, mecanismos de compensación, liquidación y pago; información que debe proporcionarse al mercado, respecto de las sociedades emisoras, de los valores y de las transacciones; características que deben tener los valores en cuanto a su nominatividad o emisión al portador o a la orden; regulación de las operaciones de cambios internacionales; legislación bancaria; legislación tributaria; legislación penal, general o especial.

a.4 Aparte de la legislación y reglamentación emanada de autoridad competente, debe tenerse en consideración los aspectos estatutarios y reglamentarios internos, emanados de los organismos más o menos autorregulados y en forma especial de las bolsas de valores.

a.5 Es frecuente (y probablemente conveniente) que los hechos, las circunstancias, la conducta de los agentes económicos se produzcan, configuren o existan, antes que las normas. El ingenio aplicado a los negocios es más ágil que el del estudioso y del legislador. En algunos casos esta diferencia es tan considerable que se producen importantes 'vacíos' legales ('gaps' o 'loopholes'), con la natural y consiguiente preocupación de los organismos fiscalizadores y de quienes son más conservadores.

Tratándose del actual proceso de 'internacionalización' de los mercados, existe una impresión bastante generalizada en el sentido de que los hechos y las conductas han ido muy por delante de la regla-

[34] Especialmente interesante "International Equity Analysis", editado por Salomon Brothers Inc., junio 1987.
[35] Algunos sugieren que después de la actual fase (o moda) de 'desregulación' vendrá una fase de 're-regulación'. Global Capital Markets Forum, citado, pág. 11.
[36] Una buena ilustración de estos problemas puede encontrarse en "El Derecho Europeo sobre el mercado de valores y su repercusión en el ordenamiento español", de Jaime Zurita y Sáenz de Navarrete, publicado en la revista de Derecho Bancario y Bursátil, enero-marzo 1988, reproducido por la revista de la Bolsa de Barcelona, págs. 97 y sgtes.

Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

mentación y regulación[37].

En cuanto al segundo punto propuesto, como ya se señaló, la desregulación ha significado, generalmente, dejar la fijación de las comisiones por intermediación a la voluntad de las partes; suprimir la tajante separación entre el intermediario que actúa por cuenta ajena y por cuenta propia, debiendo éste decidir su campo de acción; ha significado, también, la eliminación de ciertas restricciones cuyo principal efecto terminó siendo un ambiente poco competitivo (pero, para algunos, más "civilizado"); y eliminar las restricciones para el ingreso y salida de divisas, de un país a otros, en lo que, mirado desde una perspectiva más amplia, constituye una política definida de 'apertura económica'.

Esa desregulación ha abierto posibilidades, tanto a los inversionistas como a las empresas que buscan reunir nuevos y cuantiosos capitales, que antes no se habrían imaginado. Y, a medida que el mercado se hace internacional, todo tiende a hacerse más complejo debido a la inmediata y muy fuerte 'interdependencia' que se crea. Esa 'interdependencia' es lo que, desde el punto de vista teórico, permite definir a un "sistema internacional".

Desde la perspectiva del inversionista y del intermediario (ya que más adelante nos ocuparemos de las autoridades reguladoras y fiscalizadoras), lo que cabe exigir en un ambiente de operaciones internacionales es un sistema jurídico flexible, coherente, en el que las normas de un país sean compatibles con las de otro, más que uniformes. Lo que cabe exigir es un marco normativo y no una permanente obstaculización (particularmente notoria en materias tales como liquidación de las operaciones).

Puede exigirse, además, un régimen jurídico justo ("fair"), que por una parte, y a modo de ejemplo, evite la doble tributación de los ingresos, y por otra parte, y mirado desde otro punto de vista, contemple una estricta protección al inversionista. Nos parece, sobre todo teniendo presente la experiencia europea, que no es tan difícil llegar a un acuerdo en materia de principios jurídicos; lo verdaderamente complejo es producir las necesarias modificaciones y ajustes legales: en una palabra, adecuar el derecho positivo[38-39].

Ahora bien, el tema planteado no sólo tiene importancia teórica (para un correcto ordenamiento de las cosas), sino gran relevancia práctica: en algunos casos, las exigencias desmedidas o los obstáculos injustificados que se contienen en determinada reglamentación, simplemente se traducen en el abandono de ese mercado y en la búsqueda de 'ambientes' más favorables o propicios[40]. Esta consideración es la que explica —en medida importante— que algunos funcionarios exijan, en los foros y congresos internacionales, la aplicación de los principios de reciprocidad y una estricta cooperación entre las autoridades fiscalizadoras.

10. *COMENTARIOS FINALES*

Como se comprenderá mejor a estas alturas, en esta Segunda parte del trabajo hemos pretendido identificar los principales 'sistemas' que configuran un mercado como el internacional de valores; al mismo tiempo, hemos tratado de presentar algunas de las inquietudes que preocupan a los especialistas en cada materia.

Nos parece que este tratamiento es especialmente útil llegado el momento en que debemos plantear algunas conclusiones y eventualmente formular proposiciones. La acción que pueden adoptar las bolsas miembros de la FIABV, o ésta misma, dependerá del 'sistema' que estemos abordando o analizando. Tanto los estudios, como los informes y las decisiones que se adopten pueden resultar más claros y coherentes desde el punto de vista conceptual si se insertan en un sistema.

IV. TERCERA PARTE: Las perspectivas

Sin duda que esta Tercera parte es la más ambiciosa del trabajo: tenemos la pretensión de haber

37 En un artículo titulado "Round the-clock markets", The Economist, agosto 8 de 1986, se comienza recordando un conocido dicho: hay 3 clases de personas: las que observan cómo suceden las cosas, las que hacen que las cosas sucedan y las que nunca supieron qué les pegó. Se agrega que los 'reguladores' de los mercados están en peligro de ser calificados entre el último grupo de personas, pág. 13.

38 Un breve e interesante informe sobre ajustes se encuentra en el Annual Report 1986, de la Bolsa de Frankfurt, págs. 24 y sgtes.

39 Una referencia al conflicto entre 'mayor competitividad' o 'mayor protección al inversionista' en The Economist, marzo 28 de 1987, págs. 80 y sgtes.

40 Un ejemplo de posible 'abandono' de mercado por exceso de exigencias, en The Economist, mayo 30 de 1987, pág. 80.

Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

recopilado material y antecedentes relevantes, de haberlos comprendido cabalmente, y de traducir y reflejar nuestra impresión acerca de lo ocurrido en algunos de los mercados internacionales más destacados, así como de cuál es la perspectiva que se tiene respecto de la internacionalización de los mercados en España y entre algunos de los protagonistas de este proceso.

Por anticipado pedimos excusas si hemos mal interpretado hechos, dichos o reflexiones de especialistas y/o amigos.

1. *LONDRES Y EL "BIG - BANG"*

El mercado de Londres —la "City"— es sin duda el que ha sufrido las modificaciones y cambios más impactantes en el último año. Pero, no sólo los ha sufrido sino que —según veremos— los está provocando. De allí que comencemos esta labor de interpretación con una referencia al proceso londinense de desregulación e internacionalización.

Una primera aproximación al tema podemos darla a través del pensamiento y declaraciones del propio Presidente de la Bolsa, Sir Nicholas Goodison:

a) Ya en la Asamblea de la FIBV realizada en Estocolmo, en el mes de septiembre de 1984, hacía algunos importantes anuncios: la presión que se ejercía sobre la Bolsa para hacer todo lo posible por mejorar la competitividad de ese mercado; el interés que existía, por parte de las grandes firmas internacionales por incorporarse al mercado de los bonos de gobierno (gilt-edged market); que se trataría de modernizar los sistemas y procedimientos de transacción; que debían mantenerse los elevados standards o patrones de profesionalismo; que los intermediarios podrían actuar tanto como intermediarios como por cuenta propia; que la estructura misma de la Bolsa cambiaría.

Se agregaban, como comentarios generales, referencias al conflicto entre autorregulación (propiciada por algunos) y regulación legal (propiciada por otros) y al tremendo desarrollo que estaba logrando el mercado internacional de valores, debido a los avances en telecomunicaciones[41].

b) En julio de 1986, a sólo un par de meses de comenzar la aplicación de las nuevas medidas —y producirse el Big-Bang—, se pronunció de manera más precisa en los siguientes términos:

"El propósito es asegurar que Londres —que no obstante ser la economía del Reino Unido relativamente pequeña, ha atraído a inversionistas internacionales, corredores y banqueros— juegue un rol aún más importante en los mercados internacionales de capital. Para lograr este fin estamos echando abajo barreras, desarrollando mercados competitivos, invirtiendo en tecnología, modificando la reglamentación y haciendo todo lo necesario para estimular el crecimiento de nuestras propias firmas y atraer a las extranjeras".

Más adelante agregaba que "la reestructuración de la Bolsa de Londres tiene su origen en la evolución de los mercados internacionales y los tremendos avances en la tecnología de telecomunicaciones. Las transacciones de valores se han hecho cada vez más internacionales. Los gobiernos han eliminado los controles de cambios y de los movimientos de capital. Los inversionistas buscan oportunidades de inversión a lo ancho del mundo. Las sociedades más importantes se hacen multinacionales y reúnen importantes capitales fuera de sus mercados nacionales. Las sociedades financieras han desarrollado activamente su experiencia internacional y redes que les permitan servir mejor a sus clientes, industriales e inversionistas. La tecnología ha intensificado la competencia que ellos enfrentan"[42]

En la misma intervención se refería a algunas de las desventajas que las firmas londinenses tenían respecto de otros países (menor experiencia, capitales reducidos, restricciones en sus posibilidades de competencia), y a las presiones internas por producir estas reformas (especialmente de los inversionistas institucionales, que objetaban los altos costos de la intermediación). El trabajo en el que se encuentra empeñada la Bolsa, a esa fecha, lo sintetiza en 3 puntos: desarrollo tecnológico para mejorar la información y sistemas de transacción, cambios reglamentarios para suprimir la distinción entre operadores por cuenta propia y ajena, y cambios legislativos para reestructurar todo el sistema financiero.

41 Extractado de informativo de la FIBV, "Inter-Exchange Communications made at the General Assembly", págs. 13 a 15.
42 "The Reform of the London Market" presentado a la Sesión plenaria de la Asociación Internacional de Comisiones de Valores, París, julio 16-1986.

Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

Y, a futuro, se proyectan las siguientes tareas: continua adecuación del mercado al cambio; mantener su competitividad; establecer vínculos con otros mercados importantes; establecer un sistema de transacción y liquidación que evite el traslado de títulos; llegar a establecer un "tercer mercado" para nuevas empresas. Advierte también acerca de la importancia de la cooperación internacional en materia de regulación y la cooperación que debe producirse entre los organismos fiscalizadores de los bancos y de los intermediarios de valores.

c) Por último, y a seis meses de vigencia de las medidas del "Big-Bang", en Nueva York, plantea las siguientes cuestiones: se han dado ya los primeros pasos para establecer una completa y verdadera bolsa internacional de valores; la Bolsa de Londres se propuso aprovechar al máximo las profundas transformaciones sufridas por el mercado de valores y su internacionalización; ya el nuevo sistema de información y cotización de valores, SEAQ, ha reemplazado a la rueda; si bien inicialmente hubo problemas en la puesta en marcha del sistema computacional —problemas que han sido en cierta forma exagerados por la prensa—, éstos han sido plenamente superados; hay un importante aumento en el volumen de operaciones; el mercado se ha hecho más profundo, más competitivo y más transparente; tanto las comisiones como las diferencias de precio ("spreads") son menores; ya se estableció un importante vínculo internacional entre el SEAQ internacional y el sistema NASDAQ estadounidense; se han formalizado convenios para mejorar los sistemas de liquidación internacional de las operaciones; ha aumentado el número de especialistas ("market makers"); se dio inicio a la reestructuración de la Bolsa y del sistema financiero; ha aumentado el número de sociedades extranjeras inscritas en la Bolsa. En síntesis, Londres será el mercado dominante en su zona horaria, situándose junto a Nueva York y Tokio como una de las tres grandes bolsas del mundo, y se espera mantener el liderazgo en algunos mercados especializados[43].

¿Una visión demasiado optimista? — ¿Una pretensión demasiado ambiciosa? — Otros comentaristas nos ofrecen los siguientes antecedentes:

1.1 Por primera vez la Bolsa de Londres ha llegado a ser dependiente de la tecnología en comunicaciones e informática, para el funcionamiento diario y normal de todos los mercados que controla. Esto demuestra la profundidad de los cambios que se ha querido enfrentar [44].

1.2 Se admite la mayor complejidad de los sistemas operacionales y del marco regulador o normativo que da nueva forma y estructura al mercado[45]. Se estima necesario reconocer un período de transición, durante el cual se tratarán de definir las mejores reglas y normas de conducta para el nuevo mercado[46].

1.3 La protección del inversionista sigue siendo uno de los objetivos primordiales de todo el sistema normativo, reconociéndose que si no existe confianza en el comportamiento del mercado, éste se debilita y pierde una parte considerable de su atractivo[47].

1.4 Lo que está sucediendo en Londres es, en parte, consecuencia o resultado de una tendencia mundial a la internacionalización, y el efecto más notorio del Big-Bang en Europa es el de promover una mayor integración de los mercados financieros europeos[48].

1.5 Se advierte que las firmas de corredores deberán introducir importantes ajustes en sus procedimientos y estructura, si desean mantenerse vigentes en el nuevo escenario internacionalizado y fuertemente competitivo[49].

43 Publicado en The Stock Exchange Quarterly, Spring 1987, págs. 7 a 10.
44 "Systems for the new markets: a triumph for the new technology", en The Stock Exchange Quarterly, Winter 1986, pág. 17.
45 "Regulation and Fair trade in the reformed markets", en The Stock Exchange Quarterly, Winter 1986, pág. 17.
46 Misma cita anterior, pág. 18.
47 Misma cita anterior, págs. 19 y 20.
48 "The internationalisation of securities markets: causes and implications", The Stock Exchange Quarterly, Spring 1987, págs. 13 a 17. El autor de este artículo señala que Londres atrajo a los inversionistas, también, en razón de su estilo de vida relativamente "civilizado". En otro artículo se menciona como un punto a favor de Londres sus abogados expertos en asuntos financieros: The Economist, mayo 16 de 1987, pág. 6.
49 "The impact of Big-Bang", mismo Quarterly nota anterior, pág. 19.

Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

1.6 Se estima que las comisiones han bajado en aproximadamente un 50% para los inversionistas institucionales, siendo menor la reducción en el caso de clientes o inversionistas no institucionales[50-51].

1.7 El mercado que estaría mostrando un crecimiento más espectacular es el de las acciones 'internacionales' (pertenecientes a sociedades extranjeras —"international equities"—)[52]. No se puede precisar, sin embargo, el monto total de las transacciones producidas en este tipo de acciones, pues no todas están sujetas a obligación de ser informadas[53].

1.8 No siempre resulta fácil llegar a acuerdo entre diversas autoridades u organismos competentes, en la reglamentación de ciertas materias. Estos conflictos, muy típicos por lo demás en nuestros países, se han dado en materias tales como exigencias de capital para las sociedades y firmas de corredores que deseen operar por cuenta propia o como especialistas[54].

Una apreciación general y preliminar de todo lo expuesto puede darse en los siguientes términos:

a) No cabe duda que Londres, como tal, constituía —de partida— una sede para los negocios internacionales, con múltiples ventajas comparativas.

b) Así y todo, debió encarar profundas modificaciones: en la estructura legal y reglamentaria de las finanzas y de la bolsa; en las operaciones; en la incorporación de tecnología; en la estructura de sus propias firmas de corredores; en la apertura casi dramática de sus puertas a una fuerte competencia internacional. Todo esto implicaba un riesgo. En el fondo, Londres apostó fuerte (basta conocer las sumas siderales invertidas en los nuevos sistemas computacionales) a que podía hacer frente a un desafío cuyos alcances no podían precisarse anticipadamente.

2. *NUEVA YORK Y TOKIO*

En un mismo párrafo hemos preferido tratar a las otras dos Bolsas que conforman el 'eje' para el mercado global de las "transacciones durante las 24 horas": Nueva York y Tokio. En realidad, eso sí, nos vamos a referir a algunos antecedentes de interés de los mercados estadounidense y japonés.

2.1 Estados Unidos de Norteamérica y la Bolsa de Nueva York

Comencemos por dejar sentado —como lo han reconocido muchos comentaristas— que la Bolsa de Nueva York sigue siendo, en muchos sentidos, la más importante, y que el mercado de capitales y el mercado de valores norteamericano son —también en muchos sentidos— los más eficientes y los de mayor experiencia internacional.

En algunas de sus últimas publicaciones, la Bolsa de Nueva York se refiere a las siguientes materias:

a) El gran paso dado hacia una más completa internacionalización de los mercados por la Bolsa de Londres, y cómo las bolsas que tienen capacidad para hacerlo, se han preocupado de tomar posición a objeto de operar eficientemente en un ambiente de rápidos y constantes cambios[55].

b) Se propusieron cambios en las exigencias para admitir a cotización a las sociedades extranjeras, a objeto de atraer a un mayor número de éstas[56].

c) No obstante tener volúmenes importantísimos de operaciones en 1986, estos resultados tan positivos se han visto opacados por los escándalos derivados de utilidades mal habidas por uso de información privilegiada[57].

d) Para mantener el nivel de competitividad, teniendo en consideración que se trabaja para clientes cada vez más sofisticados y conscientes del costo de las operaciones, ha sido necesario poner énfasis en la creación de nuevos productos y su adecuada publicidad[58].

50 Publicación de la FIBV, "Inter Exchange Information made at the Working Committee", París, abril de 1987, pág. 5.
51 Análisis de por qué y cómo están nuevamente aumentando las comisiones, The Economist, abril 11 de 1987, pág. 79
52 The Economist, mayo 30 de 1987, pág. 75.
53 Misma cita anterior.
54 Finalmente se exigen 3 tipos de capital, con complicadas fórmulas de cálculo. Véase The Economist, julio 18 de 1987, pág. 82.
55 "Fact Book 1987", pág. 4.
56 Idem anterior.
57 Idem anterior.
58 Idem anterior.

Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

e) De alrededor de 20 países, se han inscrito 59 sociedades extranjeras para cotizar sus acciones[59].

f) Por las características del mercado, resulta fundamental que la Bolsa se integre en equipos de trabajo en los que, combinadas la experiencia en operaciones, en venta y en tecnología, se logra un alto grado de competitividad para identificar los distintos tipos de servicio que se pueden ofrecer a los inversionistas[60]. Todo este esfuerzo se realiza tratando de mantener los niveles de eficiencia, bajos costos y oportuna respuesta a las inquietudes de los inversionistas, que el ambiente internacional requiere.

g) La mayor competencia interna, el rápido desarrollo de los mercados internacionales y la aparición de competidores no tradicionales, harán cada día más intensamente competitiva la labor de la Bolsa, por lo que resulta imperativo entender claramente las alternativas estratégicas que se enfrentan.[61].

A modo de consideraciones generales —y para evitar llegar a tanto detalle— se puede sostener, en cuanto incide en la internacionalización de los mercados, lo siguiente:

x) El mercado norteamericano sigue siendo enormemente atractivo por el monto de los capitales disponibles para ser invertidos. La incidencia de los fondos de pensiones —como en muchos otros países— es crucial.

xx) Con el avance tecnológico y la mayor información disponible, los inversionistas institucionales se muestran cada día más dispuestos a invertir en el extranjero.

xxx) Los bancos y demás intermediarios tienen a su favor el hecho de contar con las redes internacionales de oficinas y agentes más amplias y, según muchos, cuentan con los mejores analistas de mercados[62].

xxxx) Para muchos comentaristas, los norteamericanos siguen siendo los mejores innovadores, en términos de productos, de alternativas de inversión, de procedimientos y normas, etc.[63]

La llave para esa capacidad de innovación sería la formación de equipos internacionales de trabajo: la habilidad para combinar experiencia y conocimientos de los intermediarios neoyorquinos, londinenses y japoneses, de tal manera de identificar y hacer calzar las necesidades 'globales' de financiamiento con las oportunidades y recursos[64].

2.2 Japón y la Bolsa de Tokio

Como en materia de comercio internacional, Japón ha sido, tradicionalmente, un mercado de valores cerrado, que recién comienza su apertura e internacionalización. El proceso de 'desregulación' es parecido al de Londres, pero a diferencia de lo que ocurre en "la City" parecen darse mayores dificultades y erigirse mayores barreras al ingreso de los extranjeros en el mercado japonés.

Algunas notas destacadas, en relación con el proceso de internacionalización, serían las siguientes:

a) Las diferencias 'culturales' y de procedimientos son más marcadas que las existentes entre los países americanos y europeos[65].

b) Uno de los temas más relevantes ha sido, al igual que en Londres, el de los sistemas de cobro de comisiones.

c) Se ha creado una fuerte interdependencia entre los mercados japonés y de Nueva York, lo que se advierte especialmente en la evolución de sus respectivos índices —Dow Jones y Nikkei. Esta interdependencia hace temer a algunos que una caída brusca en el mercado japonés puede incidir, en el mismo sentido, en la bolsa de Nueva York[66].

d) No obstante la mayor resistencia —que ofrece sobre todo, en algunas materias, el Ministerio de

59 "Fact Book 1987", págs. 24 y 25.
60 "Annual Report" de 1986, pág. 20.
61 "Annual Report" de 1986, pág. 32
62 Otros, por el contrario, estiman que los mejores analistas son ingleses: Euromoney, mayo de 1987, págs. 168 y siguientes.
63 "U.S. innovators still ahead", The Banker, marzo 1987, págs. 47 y sgtes.
64 "U.S. innovators still ahead", The Banker, marzo 1987, pág. 49.
65 Entre otros, "Japan's Brokers: a protected species", Euromoney 1986, págs. 51 y siguientes.
66 Business Week, agosto 3 de 1987, pág. 38.

Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

Hacienda— a la desregulación e internacionalización, Japón casi parece estar obligado a incorporarse a este proceso habida cuenta que actualmente es el principal país exportador de capitales. Por lo demás, las firmas japonesas están perfectamente conscientes de la magnitud que tiene el nuevo mercado internacional de valores, y en especial el de acciones: toman en consideración, a este respecto, tanto la desregulación de los países occidentales, como la tendencia a 'privatizar' grandes empresas públicas o semipúblicas[67].

e) Las firmas extranjeras tendrán que realizar un esfuerzo mayor de adaptación al mercado japonés, que presenta en muchos sentidos características muy especiales. En primer lugar, y por curioso que parezca en un mercado tan rico, prácticamente toda la actividad de inversión e intermediación está controlada por sólo 4 grandes firmas: Nomura, Daiwa, Yamaichi y Nikko. Las demás —y algunas firmas extranjeras— en ocasiones siguen el rumbo de las principales y están alertas a todos los movimientos[68]. Enseguida, los patrones y criterios de inversión difieren considerablemente entre las firmas japonesas y las occidentales, y a juicio de éstas últimas, aquéllas no distinguen las sutiles diferencias que existen entre las necesidades de un inversionista institucional y un particular[69]. Por último, hay una importante diferencia en cuanto a los criterios de manejo del personal: para las firmas japonesas sigue siendo válido —incluso en el sector financiero— el sistema de 'rotación' por diversas secciones de una firma; para las firmas occidentales, en cambio, resulta preferible la mayor especialización, que normalmente va asociada a mejores rentas para el experto. Todo esto ha llevado a que algunos concluyan: los japoneses tienen mejor información, y los "gaijin" (extranjeros) tienen mayor experiencia en técnicas, procedimientos y productos[70].

En síntesis, nadie discute la influencia que tiene y tendrá en los próximos años Japón en los mercados internacionales de valores: por su éxito económico, por la increíble acumulación de capital que ha logrado producir, y por la siempre presente capacidad de adaptación del know-how extranjero.

3. ESPAÑA

El 'caso' español podríamos intentar sintetizarlo, en un primer momento, de la siguiente forma:

a) España, quizás de la misma manera que otros países avanzados, tiene un poco la sensación de que todo este torbellino es movido y aprovechado principalmente por los tres grandes: Londres, Nueva York y Tokio. No desea quedar marginada de la internacionalización —y de hecho no podría quedar marginada—, pero percibe claramente que se requiere —y ha de exigirse a sí misma— de un esfuerzo reestructuración gigantesco.

Los cambios son legislativos, institucionales y de mentalidad[71].

b) Un segundo desafío, que crea innumerables problemas a las bolsas, a los corredores, a los legisladores y a los juristas, es el de la armonización con las normas de la Comunidad Económica Europea. Sabemos que formar parte de cualquier comunidad es, normalmente, situación grata pero, al mismo tiempo, tarea nada fácil: siquiera la 'armonización' de las legislaciones (puesto que ya nadie exige uniformidad de éstas) obliga a estudios muy profundos y acuciosos, y a largas negociaciones que no parecen tener fin[72].

Entendemos que nuestros amigos españoles están seriamente abocados a resolver estos problemas propios de una integración económica y financiera.

c) Un tercer y crucial desafío es el que se refiere a la 'ordenación' de las bolsas españolas como conjunto. Algunos podrían pensar que se trata de una cuestión sencilla: que hay una sola Bolsa que puede dominar a las restantes, ... y se acabó. Pero, y especialmente conociendo a los españoles, esa solución tiene poco de realista y casi nada de justicia. La interrogante, pues, sigue en pie: cómo han de actuar las bolsas españolas frente a la internacionalización, de qué forma pueden llegar a un acuerdo que se traduzca en un mejor aprovechamiento de la capacidad instalada, de la inteligencia y de las oportunidades de inversión. En todo caso, no nos cabe duda que se exige una acción al menos concertada.

67 Tomado de los artículos que aparecen en Global Capital Markets Forum, en especial págs. 266 y 267.
68 "The new look of trading in Tokio", Institutional Investor, julio 1987, págs. 124 y sgtes.
69 Misma cita anterior, pág. 129.
70 Misma cita anterior, pág. 136.
71 "La Bolsa española y su reforma", Francisco Fernández F. en la revista Ejecutivos Financieros, citada, págs. 36 y sgtes., y transcripción de Coloquio, no publicada, en el que intervienen el mismo F. Fernández F., Pablo Ugarte y otros.
72 En cuanto al ajuste legislativo necesario para armonizar con las normas de la CEE véase artículo de Jaime Zurita y Sáenz de Navarrete ya citado.

Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

d) Por último —y quizás si éste sea un problema más generalizado—, las firmas de corredores deben saber ponerse a tono con las grandes y experimentadas firmas extranjeras. Si no lo hacen, se exponen a jugar un rol muy secundario, que en casa no tiene nada de agradable.

La verdad es que, por tratarse de amigos, nos ha parecido interesante dejar consignado aquí cómo se presenta el caso español mirado desde un doble punto de vista: cómo se ven ellos a sí mismos y cómo lo ven los extranjeros.

Del material que hemos tenido a la vista podría deducirse que los españoles piensan de la siguiente manera:

x.1 La internacionalización es una realidad insoslayable e 'imparable', de tal forma que resulta urgente adecuar la estructura del mercado de valores español en todo cuanto sea necesario[73].

x.2 El mercado bursátil es estrecho y presenta algunos de los rasgos característicos de los mercados tradicionales (citándose como ejemplo, la reticencia a entregar información). A esto debe agregarse una legislación poco estimulante o favorable en algunas materias y un exceso de reglamentación que le resta agilidad[74]

x.3 Las bolsas deben mantener un elevado nivel de transparencia y liquidez para el correcto funcionamiento del mercado, y los intermediarios de valores deben robustecer sus oficinas si desean competir[75].

x.4 Es fundamental que se incorpore mayor 'inteligencia' (informática) y vías de comunicación, y por otra parte, que se persevere en el proceso de liberalización financiera. Si no se cumplen estos supuestos, será difícil que se produzca la eficiencia requerida por los movimientos de capital hoy en día[76].

En cuanto a los extranjeros, en general coinciden con los enunciados ya transcritos. Se podría, sin embargo, agregar todavía lo siguiente:

z.1 Debe intentarse ampliar la cantidad de sociedades cuyas acciones efectivamente se transen en bolsa, ya que actualmente el mercado es muy estrecho.

z.2 Los puntos principales que habría que atacar son: introducir algunas modificaciones a los sistemas de operación (desde luego ampliando los horarios), modificar la actual definición de funciones de los agentes de bolsa, mejorar los sistemas de liquidación de operaciones[77].

z.3 A juicio de algunos, deben adoptarse medidas para lograr una mejor fiscalización del mercado, probablemente mediante la creación de una Comisión Nacional de Valores, sugiriéndose que una de las tareas más urgentes a enfrentar es la del "insider-trading"[78-79].

z.4 España y su ambiente económico ya es más conocido y, en general, se estima que ha dejado de ser un país de 'riesgo', aparte de los resultados espectaculares que muestra el mercado de valores en los últimos 2 años[80].

4. LOS INTERMEDIARIOS DE VALORES

No obstante que ya se han formulado algunas consideraciones respecto de los intermediarios, nos parece necesario centrar la atención por unos instantes en el trabajo que éstos realizan, cuáles son sus expectativas y de qué manera los ha afectado el proceso de internacionalización.

Las materias de mayor interés serían las siguientes:

a) Difiere de manera considerable, de un país a otro, la organización de las firmas de corredores. En algunos países todavía existen corredores personas naturales; en algunos países está excluida la posibili-

73 "Liberalización de las inversiones en el exterior: una necesidad y un reto", Carlos Martínez de Campos, y el artículo de F. Fernández Flores, ambos de la revista Ejecutivos Financieros, citada.
74 "Bolsa y expansión económica", José Emilio Cerasco, en misma revista, págs. 12 y sgtes.
75 Artículo citado de F. Fernández Flores e "Información y transparencia bursátil" citado, de la misma revista.
76 "Bolsa: ¿quién da más?", citado, pág. 8
77 "Running the bulls in Madrid", en Institutional Investor, julio 1987, págs. 101 y sgtes.
78 Misma cita anterior, pág. 103.
79 Respecto de la actuación y situación de los bancos, se ha advertido que, más que crecer, deben ser más eficientes, más flexibles, bajar los costos de operación. Véase The Banker, abril 1987, págs. 103 y sgtes.
80 Euromoney, junio de 1987, págs. 49 y sgtes.

Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

dad de que los bancos intervengan en las bolsas, en cambio en otras la mayoría —cuando no la totalidad— de los corredores son, precisamente, bancos[81].

Esta circunstancia hace que, en ocasiones, la competencia que puede llegarse a producir entre corredores nacionales y extranjeros sea francamente desfavorable para los primeros. A una distinta organización se agrega, también en ocasiones, un proceso más o menos brusco de liberalización de las normas de ingreso a las bolsas, lo que necesariamente se traducirá en la desaparición de todos los corredores poco prevenidos. Este fenómeno es tan claro que incluso en algunas materias se ha dado en un centro financiero tan tradicional como Londres, donde los intermediarios se vieron enfrentados a los más grandes de Estados Unidos, Japón y Suiza.

b) Así como en la bolsa de Londres se suprimió la 'especialización' en términos de ser o intermediario u operador por cuenta propia, ampliándose en consecuencia el rango y tipo de operaciones en que pueden intervenir los corredores, tenemos que, por otra parte, se innova y se diversifica, día a día, en los procedimientos, las técnicas y los productos.

Esta tendencia —ya muy evidente— obliga a un enorme crecimiento en las firmas de corredores, en el número de oficinas, personal contratado y capital. Estas exigencias han conducido a la ola de fusiones ('mergers') en varios de los mercados más importantes, comenzando por Londres. La fusión puede producirse entre corredores locales para hacer frente al ingreso arrollador de los extranjeros (multinacionales), o entre extranjeros y locales; con esta última fórmula ambos se benefician y se produce una más rápida integración: los corredores locales aprovechan la tecnología y experiencia de los extranjeros, y éstos aprovechan los contactos y práctica comercial de los locales.

c) La tendencia que se observa, en muchos ámbitos de la vida económica, a producir 'concentración' de recursos, habilidades o poder, también se aprecia en la actividad de intermediación de valores. A juicio de algunos, a la larga los mercados financieros y de valores globales van a ser dominados por no más de unas 15 a 20 grandes firmas. Esta tendencia, que insistimos ha sido reconocida por algunos expertos, obliga a plantearse algunas interrogantes: ¿cómo se llega a una posición de privilegio en el ranking internacional de corredores e intermediarios?, ¿qué están haciendo las grandes firmas para lograr esa posición de privilegio?, ¿existe alguna semejanza entre la estrategia que se sigue en el ámbito internacional y en el mercado nacional, de tal manera que la experiencia lograda en la primera pueda aprovecharse en este último?[82].

En parte podemos intentar una respuesta trayendo a colación la política seguida por la principal firma de Japón, "Nomura Securities", de acuerdo con una reciente publicación patrocinada por esa firma[83]:

c.1 Se invierten sumas enormes en personal y sistemas computacionales.

c.2 Se contrata un porcentaje importante del personal de las oficinas extranjeras que sean nacionales del país sede de la oficina.

c.3 Se atribuye gran importancia a la investigación de mercado y análisis. Los resultados de este trabajo – por lo demás muy exitosos- se canalizan hacia las compañías y los inversionistas a través de los departamentos de Asesoría o Consejería en inversiones.

c.4 Se atribuye mucha importancia a la 'custodia' de valores (simple custodia y no necesariamente 'administración de cartera'), por cuanto se estima que un cliente bien atendido, tarde o temprano, comenzará a generar comisiones para la firma, al dar órdenes de compra o venta.

c.5 Permanentemente se organizan encuentros, reuniones y seminarios entre ejecutivos de Nomura, miembros de los equipos de analistas, ejecutivos de compañías, banqueros, analistas, inversionis-

81 Una relativamente reciente modificación a la Ley General de Bancos, en Chile, autoriza a los bancos para crear sociedades filiales que tengan por objeto prestar servicios "complementarios" del giro bancario, incluyendo "servicios financieros" e "intermediación de valores".

82 Las fusiones han sido especialmente impactantes en el mercado londinense, donde en el fondo intermediarios mayores han absorbido a los ingleses.

83 "What makes Nomura really different?", Euromoney, 1986, pág. 2.
El mismo suplemento de la cita anterior, en sus diversas secciones. En una síntesis, se señala que el gran tamaño y los recursos de capital abundantes proporcionan básicamente 3 beneficios: se puede aplicar un enorme potencial computacional, se puede tener una mayor red de colocaciones y venta de servicios, y se puede dar gran prioridad a la investigación. Pág. 6.

Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

tas connotados.

c.6 Se editan múltiples informativos y publicaciones y se mantiene una corriente permanente de información hacia clientes, inversionistas institucionales y compañías.

5. LAS AUTORIDADES FISCALIZADORAS

La opinión de autoridades fiscalizadoras, recogida a través de diversos antecedentes, puede resumirse en los siguientes puntos:

a) La internacionalización de los mercados hace más difícil la vigilancia del buen funcionamiento del mercado y de la aplicación de la legislación nacional[84].

b) Es fundamental la cooperación entre las diversas autoridades fiscalizadoras, dentro de un mismo país, y entre los países miembros de la comunidad económica internacional[85].

c) Para facilitar la tarea de estos organismos se recomienda homogeneizar o armonizar las exigencias que se plantean a los emisores de valores en diversas materias[86]. Algunos de los puntos destacados, en este sentido, son: los prospectos que deben elaborarse cuando se registra una compañía o se inicia una emisión de valores, las normas contables para la presentación de balances y estados financieros y otras normas cuyo principal objetivo es lograr la mayor protección de los inversionistas.

d) Curiosamente, se entiende que los enlaces electrónicos entre los mercados de valores "complicarán el proceso de vigilancia y supervisión de la actividad mercantil. Sin técnicas modernas de vigilancia, los mercados enlazados internacionalmente serán más susceptibles al fraude"[87].

e) Respecto de la banca —pero el criterio es igualmente aplicable a los valores y su intermediación—, se ha sostenido que "aun en un esquema enfocado hacia el mercado, la autoridad debería preferir soluciones conservadoras que limiten los niveles de riesgo, sacrificando cierto crecimiento inmediato del sector". En términos más generales, este criterio se traduce en una cierta desconfianza hacia la 'autorregulación' de las entidades que organizan el mercado de valores, y una preferencia por la regulación legal o administrativa[88].

V — CUARTA PARTE: Las Interrogantes

Pese a que a lo largo del trabajo se han deslizado algunas interrogantes, nos pareció más apropiado agrupara unas cuantas en un capítulo aparte. De esta forma —y probablemente guiados por un criterio pedagógico—, a través de las preguntas se contribuye a formar una visión general del tema.

Las preguntas que proponemos a vuestra consideración y que resultan de los textos de consulta o de nuestra reflexión, son las siguientes:

1. Respecto de los mercados secundarios:

a) ¿Cuáles son los rasgos negativos, los obstáculos que nuestros mercados presentan para atraer a inversionistas y capitales extranjeros? ¿Y cuáles los positivos, o estímulos?

b) ¿Cuáles las modificaciones legales más urgentes? ¿Tributarias, relativas a la inversión extranjera, a cambios internacionales?

c) ¿En qué forma se ha iniciado en nuestros países —aparte de España, que por razones obvias tiene una situación diferente- el proceso de internacionalización? ¿Se está enfrentando la internacionalización de una manera sistemática, organizada, acorde con nuestra realidad?

d) ¿Cuáles pueden ser los mercados potencialmente más interesantes? ¿Se producirá una tendencia a polarizar las transacciones y negocios en esos mercados, o se podrá intentar algún tipo de acuerdo entre las bolsas afiliadas a FIABV, con miras a lograr un desarrollo más armónico o equilibrado de nuestros mercados?

84 Ponencia sobre la internacionalización de los mercados de valores mobiliarios, de Gérard Imbert, citada, pág. 1.
85 Mismo artículo de cita anterior.
86 "Internacionalización de los mercados de capital", Charles C. Cox, en revista del Instituto Argentino de Mercado de Capitales, Sept. Dic. 1986, pág. 51.
87 Mismo artículo cita anterior, pág. 58.
88 Exposición del Superintendente de Bancos de Chile, en 3° Congreso de FIBAFIN, realizado en mayo de 1987 en Lima, Perú. Publicado por "Análisis y Diagnósticos", N° 1.101, junio 8 de 1987, pág. 5.

Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

e) ¿En qué forma se está manejando el problema de conversión de deuda externa en capitalización e inversión extranjera? ¿Hay criterios comunes o similares, o por completo diferentes, de un país a otro?

2. Respecto de las Bolsas miembros de FIABV:

a) ¿Hay algún tipo de reestructuración fundada en toda la nueva problemática de los mercados internacionalizados, la desregulación y liberalización de los mercados de capital?

b) ¿Hay estrategias o planificación de actividades en que se considere de manera prioritaria el enfrentamiento de este nuevo escenario internacional?

c) ¿Cuántos recursos se emplean en la creación de nuevos productos, en el estudio de las posibilidades de ofrecer nuevos servicios a los corredores, o en las medidas que se pueden adoptar para facilitar el ajuste de esos corredores a un ambiente más competitivo y menos protegido?

3. Respecto de los intermediarios:

a) ¿Se está actuando teniendo presente toda la realidad descrita en este trabajo?

b) ¿Cuáles son las posibilidades y ventajas de iniciar procesos de fusión, capitalización y crecimiento de las sociedades de corredores?

c) ¿Se está analizando en qué forma las sociedades de corredores pueden mantener un rol más tradicional en la atención del mercado, compatible con el nuevo ambiente de extrema competitividad ?

d) ¿Qué grado de 'modernización' se está produciendo en la organización, servicios y tareas que abordan las firmas de corredores? ¿Existen equipos de analistas de mercado, estrategias de inversión, publicaciones que orienten a los inversionistas?

e) ¿Qué echan de menos los corredores, en términos de reglamentación, apoyo de las bolsas, estímulos legales, u otros factores que faciliten su incorporación al nuevo ambiente de internacionalización?

4. Otras

a) ¿Qué relación existe entre los mercados bursátiles y extrabursátiles?

b) ¿Cuál es el grado de transparencia del mercado nacional de cada bolsa miembro de la FIABV, y la seguridad en las transacciones?

c) ¿Cuál es la relación existente entre operaciones en rueda, por pantalla y no registradas en bolsa?

d) ¿Cuál es el nivel de comunicación que existe entre las bolsas y las principales empresas del país, los bancos, otros intermediarios?

e) ¿Cuál es el nivel existente –y cuál el deseable– de comunicación de las bolsas miembros de FIABV, entre sí y con bolsas miembros de la FIBV?

VI — QUINTA PARTE: Síntesis, conclusiones y proposiciones

A modo de síntesis se podría sugerir lo siguiente:

a) La internacionalización de los mercados no es nada reciente, pero se ha ido acentuando al mismo tiempo que se perfilan mejor sus alcances y efectos.

b) Los principales factores que han determinado un ritmo vertiginoso para el proceso de internacionalización de los mercados de valores, parecen ser los siguientes: el extraordinario avance de la tecnología –computacional y de telecomunicaciones–, la tendencia más o menos generalizada a desregular la actividad financiera y de los mercados de valores y la liberalización de la legislación pertinente, el enorme crecimiento de los recursos de capital susceptibles de invertirse y la percepción de que las condiciones de riesgo y rentabilidad, costo y eficiencia, difieren de manera considerable de un país a otro.

c) Por tratarse de un mercado extraordinariamente competitivo, hay planteadas fuertes exigencias y requerimientos a las bolsas y los corredores que desean mantener un papel destacado o al menos decoroso en el ambiente internacional. Esas exigencias se traducen en requerimientos de capital, aplicación de tecnología y creatividad.

d) En ciertas materias es posible lograr un cierto grado de concurrencia, complementación e intercambio. Todo ello exige, sin embargo, una especie de 'disposición' a crear vínculos internacionales, en los

Artículo: Internacionalización de los mercados de valores
Revista: Nº181, año LV (En-Jun, 1987)
Autor: Eduardo Trucco Burrows

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

que se pierde algo de autonomía y se gana en posibilidades y oportunidades de inversión y desempeño de la actividad intermediaria.

Algunas de las conclusiones más importantes que se desprenden de lo ya tratado, serían las siguientes:

1. Nuestro retraso es, en ciertas materias, significativo.

2. La región o zona geográfica que comprenden los países a los cuales pertenecen las bolsas afiliadas a la FIABV ofrece, todavía y siempre, atractivas posibilidades de hacer negocios que interesan tanto a las bolsas como a los corredores.

3. Podría decirse, en consecuencia, que existe un deber de las bolsas afiliadas a la FIABV (y de los corredores que las integran), que las compromete a resolver, de la manera más racional y realista posible, el retraso sugerido en el punto 1. y el aprovechamiento de las oportunidades de negocios sugerido en el punto 2.

4. Debe existir una acción de conjunto, precisamente por nuestra debilidad relativa, cuyo objetivo principal, dentro de la definición estatutaria de la FIABV, sea crear una base seria de sustentación de los mercados de valores de nuestros países. Así evitaremos una marginación o desplazamiento que nadie desea.

Las proposiciones finales que se someten a la consideración de la Asamblea son las siguientes:

PRIMERA Que se recomiende a las bolsas miembros, el estudio permanente y sistemático de los problemas, interrogantes y desafíos que plantea la internacionalización de los mercados de capital.

SEGUNDA Que se analice la posibilidad y conveniencia de establecer un equipo permanente, de carácter asesor, en la FIABV, y cuya tarea principal sería estudiar y coordinar las acciones de las bolsas miembros con miras a afrontar el ajuste a las nuevas características y exigencias de los mercados internacionales de capital.

TERCERA Que se analice la posibilidad de reorientar las publicaciones de la FIABV, con miras a difundir los estudios, antecedentes, índices y demás material relevante, propio de los mercados internacionales, y que dé a las bolsas miembros una visión más actualizada y general de la evaluación del proceso de internacionalización.

CUARTA Que se analice la posibilidad de reorientar la utilización de los demás medios de la FIABV (telex, biblioteca y personal de la Secretaría), con miras a intensificar una comunicación inmediata a todas las bolsas miembros, de los antecedentes relevantes de los mercados de valores de los países sede de nuestras bolsas: procesos de privatización, licitaciones internacionales de sociedades, rentabilidades, oportunidades de inversión, etc.

QUINTA que se analice la procedencia de iniciar y ensayar diversas modalidades de intercambio de información e interconexión de los mercados nacionales de nuestros países, con miras a influir en los gobiernos a favor de una gradual y mayor liberalización de las normas relativas a inversión extranjera y cambios internacionales, y a una desregulación de la actividad propia de los mercados de capital.