

**Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros  
Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros  
Latin American Shadow Financial Regulatory Committee**

---

**Declaración N°8**

**14 de abril de 2003  
Santiago de Chile, Chile**

**LOS MERCADOS DE CAPITAL EN AMÉRICA LATINA:  
TENDENCIAS, PERSPECTIVAS Y RECOMENDACIONES DE POLÍTICAS**

América Latina ha experimentado el surgimiento e importante desarrollo de inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones privados, las compañías de seguro y los fondos de inversión. Sin embargo, en la mayoría de los países el mercado de acciones ha permanecido estancado y el mercado de bonos corporativos no tiene una presencia significativa mientras que los bonos públicos muestran un mayor desarrollo relativo. Si bien parte importante de estas tendencias se deben a reformas estructurales llevadas a cabo en América Latina, esta declaración se concentra en identificar cuáles de ellas responden a respuestas eficientes del mercado y cuáles se deben a imperfecciones, distorsiones y/o restricciones regulatorias que restringen el buen funcionamiento de los mercados. Respecto a estas últimas, la declaración plantea recomendaciones sobre las medidas de política que a juicio del Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (CLAAF) convendría adoptar para mejorar el funcionamiento de los mercados de capitales en la región.

**1. ¿Por qué son importantes los Mercados de Capitales?**

El gran desafío de América Latina es alcanzar un proceso sostenido de crecimiento económico. Bajo la condición de que las políticas macro y microeconómicas sean apropiadas el papel de mercados de capitales eficientes es un medio eficaz de facilitar el proceso de ahorro e inversión. Los mercados de capitales contribuyen al crecimiento de la producción y a mejorar la eficiencia de la economía complementando, pero no sustituyendo el papel de los bancos.

La experiencia demuestra y diversos trabajos empíricos recientes lo confirman que el desarrollo financiero mejora la productividad del capital por varias razones: 1) apoya los proyectos con mayores tasas de rendimiento; 2) permite alcanzar escalas de producción, tecnologías y estructuras de financiamiento óptimas; 3) facilita la creación de nuevas empresas por medio del “capital de riesgo”; 4) mejora la integridad financiera de las empresas listadas en los mercados internos y externos al tener que cumplir con elevados estándares en cuanto a prácticas contables, controles internos, transparencia y difusión de la información financiera; 5) crea nuevas modalidades para la administración y distribución del riesgo; y 6) promueve la diseminación de la participación de una proporción creciente de los miembros de la sociedad en la propiedad del capital

## **2. ¿Cuál debe ser el Objetivo de la Política Económica en cuanto al Desarrollo del Mercado de Capitales?**

Esta sección identifica cuál es en la visión de CLAAF sobre los criterios fundamentales mediante los cuales debe regirse la política económica en materia de mercado de capitales.

CLAAF considera que el objetivo de la política económica en cuanto a los mercados de capitales debería basarse en la maximización del bienestar de los agentes finales que participan en los mercados de capitales (emisores e inversionistas) y no necesariamente en el de los intermediarios financieros “per se”. En otras palabras, aunque en todos los países existen agentes con necesidades de financiamiento y otros con necesidades de inversión, ello no necesariamente debe significar la proliferación de intermediarios financieros a nivel local que provean toda la gama de servicios financieros. Es la opinión de CLAAF que las acciones de política deben dirigirse a facilitar las transacciones financieras de emisores e inversionistas en los términos más ventajosos para ambos. Es también la opinión de CLAAF que, dependiendo de las características particulares del país, incluyendo su tamaño relativo, este objetivo no necesariamente implica que todos los servicios financieros se originen domésticamente. Como en otros mercados no financieros, es posible que el agente económico final se vea mejor servido si se “importan” algunos servicios financieros.

## **3. Los Mercados de Capitales en América Latina: ¿Dónde Estamos?**

Durante la última década, América Latina ha experimentado desarrollos importantes en los mercados de capitales locales. CLAAF ha identificado siete tendencias recientes.

La primera tendencia es que, aunque los mercados financieros de América Latina están aun conformados principalmente por los sistemas bancarios, la región ha asistido al importante desarrollo de inversores institucionales, como los fondos de pensiones privados, las compañías de seguros y los fondos de inversión. En la mayor parte de estos casos, este desarrollo ha respondido a la implementación de reformas estructurales, en particular, la transformación de los sistemas de seguridad social hacia regímenes de capitalización individual. Los nuevos fondos de pensión privados, al poseer pasivos de largo plazo, han contribuido en forma significativa a generar una creciente demanda doméstica por activos con estructuras de vencimientos de largo plazo, lo que ha creado en muchos casos fuentes de financiamiento antes inexistentes.

Consistente con el surgimiento de una fuente nueva de demanda por activos de largo plazo, la segunda tendencia que caracteriza eventos recientes en la región es el desarrollo de un marco institucional legal, normativo y regulatorio, indispensable para el fortalecimiento y desarrollo de la oferta de instrumentos negociables en los mercados de capitales domésticos, tales como las acciones y los bonos empresariales.

La tercera tendencia que ha acompañado esta evolución es que el proceso de privatizaciones observado en la región trajo nuevos actores al mercado, especialmente extranjeros, con un importante potencial de oferta de activos financieros negociables.

A pesar de estos esfuerzos, sin embargo, el desarrollo de los mercados accionarios y de bonos ha sido muy dispar, lo cual constituye la cuarta tendencia. Por ejemplo, en la mayoría de los

países, el número de empresas que cotizan en las bolsas locales ha permanecido estancado y el mercado de bonos corporativos no tiene una presencia significativa<sup>1</sup>.

Aún más, la quinta tendencia es que un creciente número de empresas ha encontrado más atractivo el financiamiento a través de los mercados internacionales de capitales. El traslado de la colocación de bonos y acciones (ADRs) en plazas y mercados de valores internacionales ha reflejado, sin duda, la mayor integración de la región a los mercados internacionales. Ello responde a una fuerte competencia por disminuir costos, aprovechando los beneficios del adelanto tecnológico y a la conveniencia de las empresas de la región a tener presencia en los mercados financieros mundiales.

La sexta tendencia es el creciente financiamiento de los gobiernos mediante la colocación de bonos, tanto en moneda nacional como extranjera. En efecto, aunque el mercado privado de bonos no se ha desarrollado significativamente, la emisión de bonos gubernamentales ha aumentado en la mayoría de los países.

Este desarrollo, combinado con limitaciones sobre la composición del portafolio de inversionistas institucionales, ha resultado en la séptima y última tendencia que se caracteriza porque muchos de los actores demandantes de activos financieros, en especial, los fondos de pensiones mantienen un porcentaje muy alto de pasivos gubernamentales dentro de sus portafolios. En particular, en Argentina, Colombia, Costa Rica, México y Uruguay dicho porcentaje supera el 50 por ciento.

El reconocimiento de estas tendencias llevó a los miembros de CLAAF a preguntarse qué parte de estos desarrollos responden a respuestas eficientes del mercado, cuáles a reformas estructurales y cuáles son el producto de imperfecciones, distorsiones o restricciones regulatorias que limitan el desarrollo de mercado de capitales locales.

#### **4. Mercados vs. Regulación: ¿Qué explica las Tendencias recientes?**

Algunas de las tendencias recientes en los mercados de capitales de la región, identificadas en la sección III, se deben a reformas estructurales llevadas a cabo en América Latina (tendencias uno a tres). CLAAF considera que el resto de las tendencias responden a respuestas eficientes del mercado o a imperfecciones, distorsiones y/o restricciones regulatorias que restringen el buen funcionamiento de los mercados. En particular, es la opinión del Comité que las tendencias referentes a los mercados accionarios y de bonos privados (tendencias cuatro y cinco) reflejan, en general, una asignación más eficiente de los recursos, en tanto que las correspondientes al incremento significativo de bonos gubernamentales y al alto porcentaje de estos activos en los portafolios de los fondos de pensiones privados (tendencias seis y siete) son producto de distorsiones regulatorias y de errores de política económica.

#### Las tendencias recientes concernientes a los valores privados reflejan respuestas eficientes del mercado

CLAAF opina que la tendencia reciente de muchas empresas de la región de emitir valores en el exterior y de utilizar servicios financieros ofrecidos globalmente implica el

---

<sup>1</sup> En la mayoría de los países de la región, sólo los bancos son emisores de bonos privados.

aprovechamiento de economías de escala, que se manifiestan en mejores términos para los agentes económicos finales del mercado. Es claro que existen funciones donde el aprovechamiento de economías de escala juega un rol fundamental a la hora de determinar los costos del servicio. Un ejemplo típico lo constituye el servicio de custodia. En un proceso de internacionalización del mercado el acceso a los servicios de custodia provistos por entidades globales como CEDEL, EUROCLEAR, DTC genera costos por comisiones usualmente muy inferiores a las que pueden ofrecer aun muy eficientes custodias locales, que típicamente cuentan con volúmenes de operación muy inferiores.

Viéndolo desde este punto de vista, la decisión de muchas empresas de financiarse mediante ADRs, en lugar de listarse en las bolsas domésticas, que requieren costos de transacción más elevados que los internacionales, podría perfectamente ser un desarrollo óptimo que no se alteraría con regulaciones sino que responde a características propias del mercado, tal como la presencia de economías de escala. Debido a que CLAAF no ha estudiado en detalle las características de cada país, el Comité no puede derivar conclusiones finales sobre en qué país es más eficiente contar con mercados de valores locales y en que casos es preferible el desarrollo de bolsas regionales o la utilización de mercados de valores globales. Sin embargo, el Comité recomienda que las características individuales de países y mercados deben ser considerados por las autoridades relevantes *antes* de poner en marcha medidas de política que promuevan los mercados de valores locales.

#### Las tendencias concernientes a la excesiva mantención de bonos gubernamentales en los fondos de pensiones locales reflejan errores de política y distorsiones regulatorias

La transición de un sistema de reparto a uno de capitalización genera un deterioro significativo de las cuentas fiscales en la medida que las contribuciones que antes se vertían al sistema de reparto, y que por ende constituían un ingreso para el fisco, pasan a verterse a los fondos de pensiones privados, mientras que el Estado queda con la carga correspondiente a los antiguos beneficiarios del sistema. Las necesidades adicionales de financiamiento fiscal que derivan de esta reforma en la mayoría de los casos se ha llevado a cabo con la colocación de bonos públicos en los recientemente creados fondos privados de pensiones, muchas veces inducida a través de requerimientos regulatorios.

Esto llevó a que los fondos de pensiones en América Latina invirtieran una parte sustantiva de su cartera en bonos públicos. Como se mencionó, con la excepción de Chile y de Perú, en el resto de los países que reformaron sus sistemas de pensiones, los bonos públicos representan más del 50% de la cartera de activos de los fondos de pensiones.

En muchos casos se trata además, de bonos públicos que tienen una calificación de riesgo que está por debajo de “grado de inversión”. Esto implica que los fondos de pensiones, en algunos países de América Latina, están fuertemente invertidos en bonos públicos cuyo repago no está garantizado.

La posibilidad de un traspie no es una mera posibilidad teórica, como lo demuestran recientemente los casos de Argentina y Uruguay. En efecto, cuando Argentina dejó de tener acceso espontáneo al mercado de capitales en 2001, el gobierno modificó forzosamente las condiciones de los títulos de deuda en poder de los fondos de pensiones: modificó el perfil de los vencimientos, cambió la denominación de dólares a pesos a un tipo de cambio arbitrario y fijó a los nuevos títulos tasas de interés inferiores a las de mercado. Naturalmente estas acciones resultaron en fuertes pérdidas en el valor de la cartera de los fondos de pensiones.

Aunque con procedimientos muy distintos, ya que el gobierno uruguayo planteó un canje voluntario a los tenedores de deuda pública (incluidos los fondos de pensión), cuando enfrentó dificultades financieras el resultado ha sido también el de una pérdida significativa en el valor de la cartera de los fondos de pensión.

A juicio del Comité esta es una tendencia preocupante que puede comprometer la confianza en los fondos de pensiones y abortar el incipiente desarrollo de uno de los principales actores en los mercados de capitales de la región. Por ello el Comité recomienda:

- a) Profundizar el esfuerzo fiscal especialmente durante el tiempo que dure la transición de un sistema de reparto a uno de capitalización.
- b) Requerir que los bonos del sector público (Gobierno Central, Banco Central y empresas públicas) en los que inviertan los fondos de pensiones tengan igual o mejor calificación que el de menor calificación de entre los demás instrumentos elegibles y poner un límite máximo a la exposición los fondos de pensiones a los bonos públicos.
- c) Diversificar la inversión de los fondos de pensiones, habilitando prudencialmente un porcentaje de inversiones en el exterior de carácter no especulativo.

## **5. Otros Temas Regulatorios y Sugerencias de Análisis Futuro**

El Comité se ha concentrado en sólo algunos de los temas importantes con respecto a los mercados de capitales de la región. Un tema que no se puede dejar de mencionar, sin embargo, es el relativo a la calidad de la regulación y supervisión de dichos mercados.

En América Latina la mayor parte de los países tiene una agencia especializada por institución (bancos, valores y seguros, fondos de pensiones) a cargo de la regulación y supervisión del sistema financiero. Este modelo, si bien tiene el beneficio de la especialización y los menores costos que ella significa, corre el riesgo de que el conjunto de estándares regulatorios sea inconsistente entre las distintas agencias. Esto puede llevar a un muy serio problema: el “arbitraje regulatorio”, como ha ocurrido recientemente en Jamaica y en Chile. Adicionalmente, cuando la regulación y supervisión están descentralizadas, el esfuerzo por coordinar a los reguladores suele retrasar el desarrollo del mercado de capitales.

Si bien la forma que adopte la regulación y supervisión depende del tamaño del mercado, de la disponibilidad de recursos financieros y humanos especializados y de cómo esté organizado el mercado de capitales, i.e; sobre la base de “supermercados financieros” o a “holdings” y filiales, el Comité recomienda que, como mínimo, debe haber una adecuada coordinación de nivel superior, homogeneidad de normas prudenciales y de requisitos de información, así como establecer la supervisión consolidada.

Adicionalmente, el Comité recomienda que las atribuciones de los supervisores deben modernizarse y adecuarse a los nuevos desarrollos del mercado de capitales para permitir una eficaz aplicación de una normativa que, siendo formalmente adecuada, en muchas ocasiones no ha contribuido a prevenir ni a solucionar problemas, y también ha fallado al intentar minimizar la ocurrencia de fraudes en el sector financiero. A este respecto, el Comité recomienda reducir la vulnerabilidad jurídica a la que están expuestas las autoridades regulatorias de ciertas jurisdicciones.

Otros temas que el Comité estima necesario examinar más detenidamente se señalan a continuación:

La todavía insuficiente calidad de normas relativas al “gobierno corporativo”. Ello ha significado que por insuficiencias relativas a la transparencia, homogeneidad y frecuencia de la información de las empresas se desincentive el ahorro de las personas mediante la compra de acciones y/o bonos. Adicionalmente, la insuficiente protección de los derechos de los accionistas minoritarios apunta en la misma dirección. En particular, el Comité sugiere que debe analizarse en mayor profundidad las consecuencias de la legislación en torno a la Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA).

Uno de los problemas que presentan la mayoría de los mercados de capitales de la región es la relativa iliquidez de la mayor parte de los instrumentos financieros de largo plazo. Ello se ha debido, en parte, a que los tenedores “naturales” de dichos papeles (Fondos de pensiones y Compañías de seguros) suelen mantenerlos “a término”, reduciéndose la transacción de los mismos. Adicionalmente, elementos tributarios y regulatorios han tendido a reducir el incentivo para transar documentos financieros.

Parte importante de la debilidad en el desarrollo de los mercados de capitales en América Latina se debe a la inadecuada y lenta administración de justicia en materia económica en general, y financiera en particular. Reformas y modernización en este ámbito contribuirán a facilitar la utilización de nuevos productos, así como al desarrollo de nuevas instituciones y a las innovaciones que caracterizan a los mercados financieros.

---

El Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (CLAAF) agradece el apoyo financiero del Banco Mundial, de la CAF y de FELABAN por su contribución a la Reunión de Santiago. El Comité es completamente independiente y autónomo al emitir sus declaraciones.