

**SEMINARIO REGIONAL DE IOSCO  
Organizado por IOSCO-CONASEV- CAF**

**Los retos del regulador de valores ante la implementación de los estándares internacionales y la lucha contra el fraude financiero**

Lima, Perú, del 27 al 30 de junio de 2005.

Mesa Redonda  
Lunes 27, Junio 2005

**Actuaciones para fortalecer al regulador  
El diálogo político  
Las políticas de comunicación con las partes interesadas.**

**Carlos A. Barsallo P.  
Comisionado Vicepresidente  
Comisión Nacional de Valores de Panamá (CNV)**

**I. Introducción**

Deseo agradecer a los organizadores de este seminario regional por la atenta invitación para participar en calidad de expositor. Agradezco especialmente a Isabel Pastor de IOSCO por la amable deferencia para con mi persona. Es un placer compartir mesa con Paloma Portela de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España y Lorena Dueñas de la Superintendencia de Valores de El Salvador con quienes he tenido oportunidad de trabajar en el pasado y por quienes siento un sincero respeto por su dedicación y capacidad de trabajo que siempre me han demostrado.

Esta mesa redonda a la que me han invitado a participar tiene como temas los siguientes tres: Las actuaciones para fortalecer al regulador, el diálogo político y las políticas de comunicación con las partes interesadas.

Expresaré y compartiré algunas apreciaciones personales sobre los temas de la mesa redonda producto - la mayoría- de experiencias directas ganadas en los 6 años que tengo de estar fungiendo como regulador del mercado de valores de Panamá, así como del estudio de situaciones del derecho comparado y de las experiencias de otras jurisdicciones que me permiten- espero-, aportar algún valor agregado de utilidad práctica para los asistentes a este seminario.

Por cuestión de metodología procederé a establecer un listado, no exhaustivo por cierto y obviamente subjetivo, de puntos fundamentales, que deben tenerse en cuenta para atender cabalmente los temas de la mesa redonda.

**II. Consideraciones generales.**

Previamente conviene recordar que el regulador del mercado de valores actúa, y esto varía según la jurisdicción de que se trate, en dos esferas. Hay actuaciones en la esfera regulatoria, entendiéndola como la capacidad de crear o establecer normas y existen las actuaciones supervisoras o fiscalizadoras que son las acciones tendientes a vigilar que las normas correspondientes se cumplan efectivamente. Algunos sistemas integran las funciones antes explicadas en un solo ente denominado comúnmente el regulador y otras las separan en dos entes: Uno regulador en sentido estricto y otro supervisor o fiscalizador. Aquí usaré regulador en sentido amplio.

Otra consideración previa importante. Como punto de partida me parece prudente reconocer las realidades distintas que vivimos los distintos reguladores de los mercados de valores de la región latinoamericana, a quienes viene dirigido este seminario. Hay por un lado, reguladores de los mercados de valores que han logrado ya un fortalecimiento importante en sus actuaciones y que su interés se concentra

en perfeccionar sus fortalezas para hacer frente a un cambiante, cada vez más exigente y global mercado de valores que debe ser regulado.

Hay otro grupo distinto el cual lucha aún por lograr establecer, en algunos casos, y en otros, se encuentra muy próximo a alcanzar cierta madurez necesaria de sus instituciones regulatorias para regular y supervisar un mercado de valores incipiente, en algunos casos, o tímidamente desarrollado en otros.

Hay abismales diferencias entre los intereses y necesidades de cada grupo, por lo cual la orientación de una mesa redonda en uno o en otro sentido exclusivamente, alienaría, o al menos le haría perder interés práctico, al sector no incluido.

Por ello es conveniente reconocer, y en ellos quiero concentrarme, que hay también denominadores comunes que pueden destacarse, o dicho de otro modo, elementos indispensables de interés para el fortalecimiento de cualquier regulador de un mercado de valores, tanto de un mercado de valores desarrollado como de uno en desarrollo.

### **A. Actuaciones para fortalecer al regulador ¿El recetario?**

Para poder brindar recetas hay que saber lo que se quiere construir o que se debe fortalecer. Se necesita por lo tanto una evaluación de la situación, un análisis de las acciones que se pueden tomar y sus consecuencias esperadas, una plena identificación de las partes interesadas o aquellas con las cuales es necesario trabajar y finalmente establecer un plan de implementación con un cronograma realista. Lo anterior no es distinto, ni tiene por qué serlo, a cualquier otro plan o proyecto.

Las actuaciones para fortalecer deben provenir en primera instancia del propio regulador y de su propio plan de acción. Lo anterior da por sentado la existencia previa de un mandato claro por vía legal de la función que la sociedad correspondiente como un todo ha asignado a dicho regulador. Esto también varía de jurisdicción a jurisdicción y del momento particular que viva cada jurisdicción.

Así se observan en muchas jurisdicciones mandatos de fomento y promoción de los mercados de valores, en mercados que necesitan desarrollo, y mandatos que se concentran en la protección al inversionista en mercados más maduros.

La experiencia acumulada de reguladores y de organismos internacionales permite indicar que es condición *sine qua non* para que el regulador, cualquier regulador, pueda fortalecer sus actuaciones, la existencia y práctica de un buen gobierno institucional por parte del propio regulador.

#### **1. Buen gobierno institucional.**

Un regulador del mercado de valores se fortalece teniendo un buen gobierno institucional. El buen gobierno institucional incluye factores concretos como son: **La independencia, la responsabilidad, la transparencia y la integridad**. No es suficiente, y es en ocasiones un error costoso, dar estos elementos siempre por existentes y pensar que deben estar presentes por simples razones lógicas o evidentes. Es necesario, en aras de un regulador fuerte en sus actuaciones, que su trabajo, y la forma de conducirlo, explícitamente gire en torno a estos cuatro principios antes mencionados.

En algunos casos se requiere cooperación externa Tal es caso de la **independencia del regulador** del mercado de valores, la cual es un atributo o condición que no se logra fácilmente, ni en mercados desarrollados ni en mercados emergentes.

Y es que independencia o autonomía significa o implica por definición el separarse de algo o de alguien y éste alguien usualmente es el gobierno central. Destaco inicialmente este elemento de buen gobierno por ser uno de los más importantes y porque alcanzarlo implica una importante labor de convencimiento lo cual a su vez implica pensar necesariamente en el diálogo político y en el uso de políticas de comunicación con las partes interesadas que forman los tres temas objeto de la mesa redonda.

Analicémoslo en la práctica. Una Superintendencia de Valores o Comisión de Valores confiable e independiente que tenga la voluntad y la autoridad necesarias para dictar reglas, inspeccionar las compañías de corretaje de valores, perseguir el tráfico de influencias y multar a las empresas que publiquen información errónea es indispensable tanto en los primeros años de desarrollo de la institución

como durante su evolución y madurez. Todos los reguladores lo sabemos y es nuestro deber explicarlo al resto de las partes interesadas, que pueden no tenerlo tan presente.

Curiosamente en el tema de la independencia, las dificultades surgen desde la designación misma de los responsables del regulador, etapa que puede presentar problemas no sólo de resistencia del sector privado sino paradójicamente del sector público. Explico, a mi juicio, algunas de las razones. Muchos gobiernos consideran que deben ejercer un control en el mercado de valores mayor para proteger a los inversionistas, y no creen que una comisión o superintendencia independiente o realmente autónoma ejercería ese control.

Por el lado privado, la aspiración de ciertos actores del mercado, presentes en muchos casos mucho antes que el regulador, puede ser la de mantener cierto grado de control sobre el regulador. Ambas tentaciones y prácticas (pública y privada) deben evitarse a toda costa. El regulador debe ser y parecer técnico y no político y sobre todo lo más independiente posible. Este es un estándar internacional reconocido por IOSCO.

En algunos casos las comisiones o superintendencias de valores pueden verse obstaculizadas por el poder desproporcionado de los agentes del mercado en comparación con ellas. A menudo, la propia bolsa por ejemplo, dispone de mejor información que la comisión y no la comparte plenamente. Desde el punto de vista político, los corredores de bolsa pueden ser más poderosos que los entes reguladores, haciendo que su inspección sea una empresa de dudosos resultados.

Como sabe todo regulador, es mucho más probable que se encuentren bien organizados los intermediarios profesionales. Debe evitarse que estos intermediarios, gracias a su mejor organización, puedan ejercer un control indebido sobre el regulador y sus planes. Ni siquiera debe existir la apariencia de que el regulador está sometido a los deseos de los intermediarios profesionales, en detrimento del interés general.

Curiosamente del seno de estos profesionales del mercado saldrá un gran número de los miembros que forman el regulador en algún momento de su existencia. Debe evitarse a toda costa un ambiente de confrontación o creación de bandos. No obstante, el regulador debe tener muy claro y siempre presente su función pública y su misión y visión que en ocasiones requerirá, en el interés colectivo, sancionar enérgicamente a antiguos (o futuros) colegas y compañeros o clientes. Este momento es crucial ya que es el que puede fortalecer o debilitar la reputación del regulador - su principal fortaleza a los ojos del público inversionista local e internacional.

Las personas que conformen el regulador y sobre todo sus líderes son muy importantes. Hoy día, en la mayoría de los mercados emergentes, que ya han adelantado bastante en la etapa regulatoria, los problemas radican con más frecuencia en la *aplicación* de las normas que en las normas propiamente dichas y esto depende en gran medida de las personas.

Se pueden esperar líderes inspirados en altos valores éticos y altruistas, pero también hay que ser realista, se necesitan recursos económicos suficientes para poder remunerar satisfactoriamente al equipo técnico del regulador. Se debe competir con el sector privado por un universo reducido de personas con experiencia y conocimientos especiales.

Uno de los principales problemas del regulador es la movilización de su personal, una vez se encuentra debidamente entrenado y capacitado, al sector privado en busca de mejor remuneración. Se requieren normas éticas y de conducta que regulen estas situaciones inevitables.

Por otro lado, los inversionistas, los mejores aliados del regulador, en muchos mercados emergentes, son una masa heterogénea y para nada organizada (numéricamente escasa en muchos países) de la cual se escucha su voz únicamente cuando existen problemas (fraudes financieros, incumplimientos).

Las anteriores realidades permiten reflexionar en el sentido que es necesario tener un plan de acción de prevención y no de reacción. Para ello un instrumento muy importante es la orientación o educación al inversionista como medida para prevenir y corregir las distorsiones arriba reseñadas.

Si bien se requiere insistir, y nunca es suficiente, en la necesidad de independencia del regulador, esta necesidad debe ir, imperiosamente, acompañada de **la obligación por parte del regulador de valores de rendir cuentas y el concepto de responsabilidad (*accountability*)**. En algunos de nuestros países se

teme, por el sector público y privado, dar mucha independencia y autonomía a ciertos entes. Un elemento que debe ayudar a disminuir estos temores es el rendir cuentas y la responsabilidad del regulador por sus actuaciones frente a la sociedad en general.

Para lograr la construcción de consenso y rendir cuentas no hay mejor mecanismo que **la transparencia del regulador**, concepto que en el mercado de valores, por razones obvias, cobra una importancia mayúscula. Así como el regulador demanda transparencia a los emisores de valores, sí predica con el ejemplo se fortalece su posición y reputación. De no hacerlo su credibilidad queda sumamente cuestionada. El regulador se fortalece con una buena reputación.

Por último y no menos importante y nunca se puede insistir lo suficiente en ello, **la integridad del regulador** y sus miembros es indispensable. Este principio se relaciona con otros. Por ejemplo, si hay rendición de cuentas y exigencia de responsabilidad el regulador estará naturalmente más proclive a preocuparse por su integridad. La integridad del regulador le puede ayudar en su independencia. Un regulador íntegro puede asegurarse mayor independencia-frente a terceras partes - que uno que no lo es.

## **2. Las actuaciones para fortalecer al regulador conviene que nazcan o provengan del propio regulador y se tiene que trabajar en la labor de convencimiento del resto de las partes interesadas.**

Dicho de otra manera nadie más que el regulador local puede saber y establecer mejor sus necesidades. No hay recetas importadas.

Para el logro de lo anterior debe, imperativamente para tener posibilidades de algún éxito, existir un plan de acción bien estudiado y organizado. Contra este plan, cualquiera que sea, conspiran muchos elementos, entre ellos: El tiempo. Los cambios en muchos mercados de valores emergentes toman más de una administración tanto del regulador, como de la clase política. Esto le resta atractivo mediático y político al tema. No todos tienen la paciencia suficiente. Hay, en este negocio más corredores de velocidad que de resistencia. Por ello, es importante establecer y vender con entusiasmo un plan a mediano y largo plazo y para varias administraciones políticas y estar preparado para altas y bajas en su ejecución.

El primer punto a observar es que la comunidad, tanto privada como política, en ciertos mercados, en ocasiones no está conciente de la importancia de los mercados de capitales. En algunos por el desarrollo con gran éxito del sistema bancario y en otros por otros factores.

La primera tarea entonces es encontrar los aliados. Esto es difícil. Por el lado político, son indispensables los Ministerios de Economía, finanzas o sus equivalentes. Sin ellos y su apoyo decidido todo avance se ralentiza o simplemente no se da.

Si bien la meta es establecer al regulador del mercado de valores como una institución duradera que no dependa precisamente de individuos en particular, no se puede desconocer la importancia de las personas- y muy cierto es en nuestra región- para el desarrollo y mantenimiento de las instituciones. Hay que reclutar y mantener motivada a la gente correcta a todos los niveles y en todas las etapas, iniciales, de desarrollo y de consolidación.

Se necesita que personas, tanto del sector público como del sector privado, que inspiren la suficiente confianza trabajen juntas de forma armónica y con una misma meta. Esto es más fácil decirlo que hacerlo. Un Ministerio de Hacienda o de Economía, coordinado con el sector privado representado por una bolsa o asociación de intermediarios, son aliados indispensables tanto al inicio como en la evolución permanente del regulador y sus funciones.

Los agentes y grupos comerciales nacionales a menudo son las voces más poderosas- a favor o en contra- en la reforma reglamentaria e institucional que afectan siempre las actuaciones del regulador. Aunque los gobiernos son en última instancia los responsables de dar forma al marco reglamentario y, en alguna medida, al marco institucional de los mercados de valores y son quienes toman las decisiones, el impulso para modificar la política oficial cada vez procede más de agrupaciones nacionales como las asociaciones de banqueros, las agrupaciones de corredores de valores, las asociaciones comerciales de contables, las empresas emisoras y otras similares.

De todos los involucrados se requiere mucha energía, determinación, autoridad y sobre todo visión. Lo

más difícil en el inicio, y luego con cambios de gobierno, puede darse en la parte política. Los cambios que genere el desarrollo del mercado de valores no son, como he indicado antes, necesariamente ni rápidos ni espectaculares por lo cual el sector público y político tiene que tener una gran visión de estadista. Es probable que una Administración en particular no pueda ver resultados concretos, ni mucho menos recompensas políticas inmediatas por su trabajo. Puede suceder que le corresponda a una Administración sentar las bases institucionales, de las cuales otro grupo político obtendrá, eventualmente, beneficios políticos, en caso de darse estos. Los escándalos financieros no son siempre coincidentes con determinada Administración, así que por el lado de los problemas tampoco hay necesariamente coordinación.

---

Con el sector privado el análisis implica reconocer varias realidades, más propias de algunas jurisdicciones que de otras. La situación puede ser difícil para el regulador ya que los agentes del sector privado del mercado generalmente pueden tener mayor poder e influencia que los reguladores. Hay diversas razones, entre ellas algunas de raíces históricas.

### **3. La capacitación de los reguladores y los inversionistas es crucial.**

Otro problema que se presenta es el conocimiento práctico de los regulados del mercado *vis a vis* el conocimiento del regulador y su personal. Es un problema básico y medular en ciertos mercados y de relativa fácil solución o menor impacto en mercados más grandes. En todo caso en su solución ejerce influencia la madurez del mercado de valores que indicará la calidad de cultura bursátil que se tiene como un todo y esto influye tanto en el regulador, sus miembros y el mercado, sus miembros, así como el público inversionista en general.

Este tema que parece conceptual tiene importancia práctica. Cuando permiten la introducción de nuevos productos, los reguladores deben familiarizarse con ellos y comprender los riesgos que entrañan. La reforma suele ser un proceso dinámico: una sociedad privada lanza un producto, los reguladores lo evalúan y afinan los reglamentos, y entonces se introducen nuevos productos adaptados a las nuevas directrices.

Todo ello me lleva a sostener que en muchos casos hace falta personal especializado en materia de mercado de valores. En muchos países con mercados nuevos o recién revitalizados, los únicos profesionales financieros son los banqueros, pero a menudo la mentalidad del banquero no es la apropiada para el sector de valores. Incluso cuando hay una gran gama de oportunidades, la dirección de algunas empresas sigue realizando negocios de tipo bancario porque es algo conocido y representa menor riesgo, además de generar ingresos constantes, en lugar de intentar incursionar en el negocio del mercado de valores.

Nuevamente se pueden apreciar consecuencias prácticas concretas. La falta de especialización puede obstaculizar la adquisición de conocimientos. En los países donde todas las instituciones financieras tienen el mismo estatuto bancario, muchas empresas de intermediación de valores optan por prácticas bancarias más seguras. Un asociado técnico extranjero comprometido, puede añadir mucho valor, especialmente en las primeras etapas cuando la curva de aprendizaje es más pronunciada.

Es mi parecer y en ocasiones, por lo obvio se tiende a olvidar, que hay profesionales que asisten a los miembros del mercado y que son claves. Me refiero concretamente en esta ocasión a contadores/auditores y abogados.

Los gremios de estos profesionales son fundamentales en países en los cuales los contadores y abogados están debidamente organizados y son representativos e influyentes. Su posición o falta de posición frente al mercado de valores es determinante. En el caso de los contadores/auditores por la importancia para el mercado de las normas de contabilidad y auditoría, el desarrollo de estos profesionales, sus normas y su conducta ética deben fortalecerse y el regulador de valores debe interesarse en que así se haga.

En el caso de los abogados por la necesidad en el mercado de valores de una cultura de estricto respeto a ley y la defensa honesta de las partes en el proceso sancionador y la necesidad de una cultura que favorezca los mecanismos de arreglos en reemplazo de desgastados procesos administrativos o judiciales, la correcta labor de los abogados es requisito para que la labor del regulador de fortalezca.

#### **4. Se deben mejorar las normas sobre gobierno corporativo de las empresas públicas. Predicando con el ejemplo.**

Las normas sobre gobierno corporativo son indispensables y deben ser promovidas por el propio sector privado. Es la única garantía del éxito real. No obstante esta aspiración enfrenta la realidad que no es posible recurrir a la autorregulación en algunos puntos concretos de gobierno corporativo. En ocasiones no hay la voluntad ni el incentivo para hacerlo.

En tema de gobierno corporativo hay que hacer la distinción de las áreas donde debe intervenir el regulador y de las áreas donde se requieren reformas legales sobre la forma en que se administran las empresas públicas. Se requiere una cultura de *accountability* que muchas veces no está bien arraigada en las empresas en países con mercados emergentes. Una de las mayores contribuciones que puede hacer el desarrollo de la institución del mercado de valores y el regulador en países emergentes es la introducción de normas de gobierno corporativo. Estas normas pueden proyectarse en la sociedad en general y alcanzar a empresas no públicas, en beneficio de todo el sistema financiero.

Para poder exigir a las empresas este nivel de compromiso en materia de buen gobierno, el regulador de valores debe predicar con el ejemplo y hacer lo propio.

#### **B. El diálogo político.**

En este diálogo me interesa concentrarme en el problema de la autonomía del regulador del mercado de valores. ¿Qué tan autónomo se tiene que ser o se puede ser en términos realistas? ¿Qué significa la autonomía en el día a día de las operaciones del regulador? ¿Cuál debe ser o puede ser el grado de injerencia de otros entes gubernamentales o privados en la administración del regulador de valores? Las respuestas a muchas de estas preguntas dependen de la cultura administrativa y buen gobierno de un país en general.

El diálogo político también tiene que tener en consideración el momento. Hay discursos diferentes en momentos diferentes. El diálogo al inicio o en la creación del regulador del mercado de valores, el diálogo durante su etapa de formación y consolidación y el diálogo de la institución ya madura y probada mediante diferentes crisis. A cada uno de estos momentos se puede relacionar cada jurisdicción, según el nivel o momento que se encuentra.

En el diálogo político, tanto en su contenido como en su forma, yo le doy una importancia supina en casi todas sus etapas a un factor externo como es el de la influencia de instituciones u organismos internacionales con recursos ya sea de guías, conocimientos, mejores prácticas, transferencia de tecnología etc. El aliado número uno, aun cuando externo, son las organizaciones tipo la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). El seguimiento de los principios internacionales como *benchmark* ayuda mucho. Eso lo sabemos los reguladores.

Pero para que la ayuda sea mayor y más efectiva se requiere una intensa política de divulgación sobre que es esta organización internacional a nivel general. La gente en general conoce y reacciona mejor al Comité de Basilea y su incidencia sobre la banca y hasta en algunos mercados al Grupo de Acción Financiera (GAFI) que a IOSCO. Ello es así, pienso yo, por desconocimiento y falta de divulgación masiva en ciertos mercados de valores sobre lo importante que es y lo que representa IOSCO. Labor ésta que, a mi juicio, corresponde al regulador local.

#### **I. Debe existir una adecuación legal y reglamentaria.**

Para que el diálogo político ordenado y productivo se dé es necesaria, o al menos conveniente, una firme decisión de guiarse por comprobados y aceptados principios internacionales, como por ejemplo, los fijados por IOSCO. Esto es de gran ayuda al ahorrar tiempo y esfuerzo en una área donde existe un gran caudal de información ya validada por la experiencia de mercados desarrollados.

Se debe ser realista sobre la asistencia que puedan brindar consultores y asesores extranjeros. Estas personas pueden cumplir una función significativa en el diálogo con los gobiernos, pero es muy importante que el *sector privado nacional* participe en las conversaciones sobre el desarrollo del mercado para ayudar a formular una política eficaz y aplicable.

El interés comercial a largo plazo de los agentes del mercado puede coincidir con el interés social más general, pero a menudo los intereses comerciales entrañan una combinación de presiones de política convenientes y poco convenientes. En muchos casos, un agente externo, asesor o consultor, puede desempeñar el papel de intermediario imparcial para reducir las diferencias entre los intereses comerciales nacionales y las metas de la sociedad o el mercado.

No obstante, no se deben crear falsas expectativas sobre el alcance de la ayuda externa tanto el inicio como el desarrollo institucional.

Los resultados finales demuestran que siempre se requerirá de enorme esfuerzo y trabajo de las autoridades reguladoras locales como lo comprueban a la larga todos los reguladores quienes son a fin de cuentas los que mejor pueden conocer sus realidades locales, las cuales muchas veces no pueden ser alteradas con recetas importadas.

La otra necesidad importante en el diálogo político es la “transparencia”, lo que significa que el debate público para la introducción de la nueva institución o de las reformas importantes a la existente, debe ser una prioridad que guíe efectivamente el proceso y que debe mantenerse a lo largo de cada etapa de desarrollo de la institución. Es necesario obtener el apoyo de la mayor cantidad de sectores, sobre todo aquellos que podrían anticiparse que manifestarían cierta oposición a reformas en el mercado de valores, haciéndoles participar lo más activamente posible en el proceso de toma de decisiones.

De todas formas, es necesario recordar que incluso con las leyes y normas más adecuadas y técnicamente satisfactorias, las personas son claves en su cumplimiento. No se puede restar la enorme importancia que tiene la legislación correcta, clara y adoptada de forma transparente, pero no se puede esperar que la existencia de la normativa tenga, por sí sola, capacidades extraordinarias de fortalecer las instituciones.

En muchos mercados emergentes los problemas radican con más frecuencia en la *aplicación* de las normas que en las normas propiamente dichas. Para muchos críticos existen en ocasiones suficientes normas, lo que se requiere es que se hagan cumplir (*enforcement*).

En este aspecto las personas son claves en desarrollo de las nuevas instituciones, así como su firme voluntad y compromiso de cumplir y hacer cumplir las nuevas normas vigentes.

## **2. El incumplimiento y el fraude pueden poner en peligro esta actividad. Cero tolerancia.**

El diálogo político debe partir de la base no negociable de que el incumplimiento y el fraude no pueden ser tolerados por ningún sector, actor o gremio. Se debe aceptar y educar a todos de que el incumplimiento y el fraude son inevitables, pero se debe prevenir y minimizar su impacto. Se requiere una inquebrantable voluntad por parte del regulador de respeto por el estado de derecho (*rule of law*). Esta voluntad no sólo se requiere del regulador de valores, y en ello radica la importancia del diálogo político, sino del resto de las instituciones gubernamentales relacionadas indirectamente con el mercado como por ejemplo y muy importante el Órgano Judicial.

## **3. La tecnología: Retos y oportunidades.**

Un diálogo político profundo necesita reconocer que se necesitan instrumentos modernos para desarrollar el mercado y mantenerlo al día y que estos instrumentos para que funcionen tienen que entrelazarse con el resto del sistema en general. La deficiencia de la infraestructura del mercado ha operado en detrimento de muchos mercados emergentes. Las anticuadas normas de intercambio y los procedimientos inadecuados de compensación, liquidación, depósito y registro de acciones y otros valores han reducido la liquidez y el atractivo de muchos mercados, incluso prósperos.

La disponibilidad de redes electrónicas a un bajo costo ha comenzado a operar cambios radicales en la forma en que funcionan los mercados de valores. Ahora, los mercados emergentes pueden hacer enormes mejoras en la eficiencia y transparencia de sus operaciones aprovechando plenamente las nuevas tecnologías. Estas nuevas tecnologías implican inversiones de alto costo, así como la necesaria transferencia de conocimiento.

Para resolver los problemas en materia de servicios auxiliares se necesita algo más que tecnología.

Superados los aspectos de financiamiento y obtención de la tecnología surgen otros temas relacionados. Desde el problema que puede darse de no poder hacer frente a los aumentos repentinos del volumen de intercambio a causa del empleo de sistemas manuales en las bolsas. Hasta la necesidad de completar la necesaria curva de aprendizaje sin tener suficiente tiempo para ello. La necesidad de educar a los reguladores y los agentes del mercado complica y prolonga los esfuerzos de desarrollo en esta esfera y es un serio reto en materia de fortalecimiento del regulador.

En algunos países emergentes, los intereses creados favorecen el mantenimiento del *statu quo*, aunque la mayoría de los participantes están de acuerdo en que urge aumentar la rapidez y la eficiencia de los procedimientos de liquidación y registro. La importancia que dan los distintos entornos políticos a esos intereses es diferente. Queda así reflejada la importancia de fortalecer las instituciones que puedan hacer valer el interés general sobre los intereses particulares.

#### **4. Deben tenerse en cuenta las necesidades de todos los sectores**

He dejado este punto para lo último, pero no por ello es menos importante, sino todo lo contrario. Para que el diálogo político prospere deben tenerse en cuenta las relaciones entre las diversas partes del sector financiero, los requerimientos del sector productivo y la necesidad de conseguir metas sociales, incluida de considerarse una de las metas, la distribución de la riqueza. De forma realista hay que reconocer que todos en el diálogo político tienen que sentirse que saldrán ganadores del mismo y que se tendrán en cuenta sus necesidades de manera que se interesen realmente en participar y contribuir.

Los mercados de valores pueden ser parte importante del sistema financiero y una vez insertados en el sistema financiero no se mantienen estáticos.

Las decisiones que se tomen para fortalecerlos pueden afectar y resultar afectados por el sistema bancario, el sistema de pensiones (una de las principales fuentes de demanda del mercado) y el mercado hipotecario (para el suministro potencial de valores), entre otras cosas.

Las necesidades particulares del sector productivo también darán forma al mercado. Un mercado puede necesitar deuda a largo plazo para el financiamiento de infraestructura; a otro pueden interesarle los instrumentos de financiación de las exportaciones. Otro objetivo, particularmente importante en el contexto de la privatización, puede ser la distribución de la riqueza o la democracia de accionistas.

El mercado de valores tiene que presentarse como una alternativa seria, viable, transparente, interesante y atractiva como mecanismo de financiamiento de las empresas y de inversión para los inversionistas.

La pregunta que debe poder contestarse positivamente es: ¿Estamos mejor o igual desde que se han destinado algunos de los recursos escasos de la sociedad a fomentar y fortalecer la creación de mercados de valores y apoyar su desarrollo? La respuesta de la sociedad debe ser una clara afirmación de mejoría colectiva.

#### **5. Otro reto importante. Un acto de equilibrio. Se debe proteger al inversionista y fomentar y fortalecer las condiciones necesarias para el desarrollo del mercado de valores.**

Es difícil el balance entre la protección del inversionista en general, y en particular el minoritario, y mantener atractivo el mercado de valores como fuente de financiamiento para las empresas. Puede entenderse que entre mayores exigencias de transparencia más carga para los emisores quienes pueden preferir fuentes de financiamiento bancarias o de otro tipo, menos exigentes en cuando a revelación de información al público.

La protección de las minorías sobre la base de un acceso equitativo a información correcta es, naturalmente, parte fundamental de un mercado que inspire confianza y no puede ser objeto de compromiso.

Una solución que el regulador de valores puede impulsar es incentivar institucionalmente el lado de la demanda de instrumentos. Esto se puede lograr con la introducción y/o desarrollo activo de los fondos de pensiones privados que a menudo va acompañada de una demanda excesiva de instrumentos financieros apropiados.



Como resultado se presenta curiosamente una incapacidad del mercado nacional para satisfacer la demanda. Una gran parte de los fondos que se van acumulando se invierte al menos inicialmente en obligaciones del Estado y depósitos bancarios. Los administradores de fondos de pensiones no encuentran en ocasiones suficiente oferta local de valores en los cuales invertir los fondos.

Al estudiar la posibilidad de establecer un nuevo sistema privado de pensiones o fortalecer uno ya existente, debería intentarse alentar el lado de la oferta de los mercados de capital, pues ello contribuiría a lograr un efecto máximo en el desarrollo de dicho mercado en el país. De esta forma las empresas pueden encontrar un concreto incentivo para acudir al mercado.

### **C. Las políticas de comunicación con las partes interesadas. Las partes y como comunicarse con ellas.**

#### **1. Gobierno (Ejecutivo, Legislativo, Judicial)**

El Órgano Ejecutivo por intermedio del Ministerio de Economía o de Hacienda en muchos casos es, o debe ser, el colaborador más cercano del regulador de valores. Tiene, o debe tener, mucho interés en el desarrollo del mercado de valores. Por ejemplo, un programa efectivo de deuda pública interna negociada en bolsa local puede ser un paso importante para desarrollar el mercado de valores e introducir figuras como creadores de mercado de deuda pública, así como fortalecer la actividad en la bolsa de valores, además de convertirse en una alternativa para el gobierno a los mercados internacionales.

El interés de un Ministerio de Economía visionario será tener una buena regulación del mercado de valores que pueda armonizar con países del entorno regional con el fin de trabajar proyectos regionales de integración para alcanzar una cierta masa crítica en materia de transacciones en el mercado. Al mismo tiempo tener un regulador capacitado y dotado de recursos suficientes para supervisar y fiscalizar a los intermediarios interesa, o debe interesar, al Órgano Ejecutivo como una forma de cumplir con la necesaria supervisión prudencial y preventiva para evitar riesgos sistémicos.

El Órgano Legislativo debe cooperar con el fortalecimiento del regulador y del mercado de valores con la adopción de normas a nivel de ley que se pueden requerir en casos como la adopción de normas internacionales de contabilidad y auditoría y las reglas de gobierno corporativo. Es de interés de los legisladores ya que al prevenirse y minimizarse potenciales escándalos financieros en el mercado de valores con buenas normas contables y de auditoría y de gobierno corporativo evitan la presión de sus constituyentes. Este esquema, preventivo en ocasiones no funciona. Usualmente se reacciona frente a escándalos.

En muchos mercados emergentes ante la escasa difusión de los valores en el público, el problema que en ocasiones afecta a grandes masas es el de el ejercicio de actividades del mercado de valores por parte de sujetos sin autorización o licencia que se hacen pasar por intermediarios legítimos y que en ocasiones logran defraudar a un gran número de inversionistas creando o generando gran desconfianza en las instituciones.

El Órgano Judicial tiene interés en un mercado de valores sólido, así como un regulador de valores profesional y técnico ya que debe ser un colaborador con conocimientos especializados que se requieren para los casos -excepcionales por cierto- que deban ser decididos por el sistema judicial. Los casos deben ser decididos prontamente de manera que se logre la función disuasoria de las sanciones que imponga el regulador de valores. Sin este elemento el ejercicio está incompleto. El problema en muchos países con mercados emergentes es que el sistema judicial de forma general está congestionado produciendo mora judicial y no cuenta con profesionales especializados en materia de mercado de valores.

#### **2. El personal del regulador de valores y otros reguladores.**

El personal del regulador de valores debe tener una clara misión y visión. Debe tener como misión y visión proteger al público inversionista. En el caso de mercados emergentes tiene la presión de fomentar y fortalece un mercado incipiente. Debe jugar un papel de equilibrio.

Tiene que igualmente posicionarse a nivel regulatorio con otros reguladores locales como el de banca y seguro. En particular la relación con el regulador bancario es crucial ya que normalmente en mercados emergentes el negocio bancario y el regulador tienen mas antigüedad y tiene ya claramente definido su

segmento regulatorio.

El regulador de valores tiene que preocuparse por la obtención de los recursos económicos necesarios para suplir sus necesidades sobre todo en personal bien remunerado que pueda competir con el sector privado, y que reciba capacitación permanente en un tema tan cambiante. La capacitación es indispensable ya que sin proponérselo al no entender nuevos instrumentos que surgen del sector privado, el regulador puede convertirse en una barrea al desarrollo del mercado y de la tecnología relacionada con el mercado.

El tema de la obtención de los recursos suficientes es clave. Sin recursos suficientes la motivación del personal del regulador de valores podrá lograr ciertos avances pero a la larga el proceso de fortalecimiento no se completará.

### **3. Emisores**

Deben tener interés en el fortalecimiento institucional del mercado de valores y el regulador. Deben encontrar que el mercado de valores y el regulador representan un atractivo para su actividad. Una demanda de papeles para inversión tan atractiva como para motivarse financieramente a acudir al mercado haciendo que los temas de necesidad transparencia y requerimientos regulatorios sean considerados requerimientos menores comparados a los beneficios que obtiene el emisor al alcanzar fuentes de financiamiento significativamente a menor costo que en los bancos u otros mecanismos de obtención de fondos.

Deben considerar que gracias un mercado de valores consolidado como institución al igual que su regulador, los valores que emiten encontrarán la necesaria liquidez para su negociación activa en mercado secundario.

### **4. Intermediarios**

En países emergentes son en su inicio banqueros o profesionales relacionados al negocio bancario. El surgimiento de un puro intermediario del mercado de valores no bancario se da con menor frecuencia. Para los intermediarios relacionados a los bancos existe interés en el fortalecimiento institucional de la actividad y el regulador como una fuente alterna de ingresos para complementar el negocio bancario. Para intermediarios independientes del negocio bancario, el fortalecimiento del mercado de valores representa una fuente nueva de negocios que no podría desarrollarse solidamente sin una institución fuerte.

Dentro de los intermediarios encontraremos distintas visiones y generaciones. Un problema que se detecta, por ejemplo en un sector como la banca en mercados emergentes es el poco conocimiento en muchos casos de la administración del riesgo. Basilea II lo ha puesto en evidencia. Dos de los factores que, según conocedores, explican esta actitud de los mercados emergentes ante la administración del riesgo, son el alto costo de la estructuración de este sistema y la brecha generacional existente a escala de la alta conducción. En otras palabras, la alta generación de la banca en la mayoría de las instituciones no ha tenido la oportunidad de formarse académicamente dentro de una cultura de riesgos. Así, los mercados emergentes no suelen reconocer menores costos de intermediación en la mejora de su gestión de riesgo. Tampoco se considera que una institución eficiente en la gestión de sus riesgos, deba pagar igual tasa de interés pasiva por sus captaciones que una que no administra riesgo, o que lo hace de manera deficiente.

### **5. Inversionistas**

Son los aliados naturales del regulador de valores y según los principios internacionales promovidos por IOSCO a ellos se debe la regulación al tener como una de sus metas u objetivos de la regulación la protección del inversionista. No obstante, en los mercados emergentes en ocasiones se tiene una propensión a los inicios del desarrollo institucional al fortalecimiento y fomento de las actividades propias de los intermediarios. Es para los emisores y los inversionistas para quienes existe el mercado y estos últimos son los que deben tener un mayor interés en el fortalecimiento del mercado de valores y el regulador.

### **6. Opinión pública**

Los medios de comunicación son un vehículo invaluable para educar al inversionista que es fundamental

en países con mercado de valores emergentes. Existe mucho desconocimiento sobre el mercado de valores y el desconocimiento se traduce en poca participación y desconfianza. Los medios de comunicación pueden y deben transmitir los valores y principios positivos que motivan al regulador y al mercado. Es en el interés de los medios informar sobre el desarrollo del mercado de valores como parte integrante del sistema financiero del país.

No obstante, un manejo no adecuado-sensacionalista-de problemas financieros, que siempre existirán, puede ocasionar enorme desconfianza del público, sobre todo si tiende a generalizar y los distintos casos si no son bien explicados ni analizados técnicamente por los medios de comunicación.

Son cruciales las buenas relaciones del regulador de valores con los medios de comunicación para el buen desarrollo de la institución.

**El reto mayor oculto: El cuestionamiento de la necesidad misma, en ciertos mercados, del mercado de valores.**

No obstante la tendencia internacional comprobada y comprobable que ha representado la inversión de millones de dólares donados o prestados por organismos internacionales a muchos países de la región- además de la inversión local de fondos públicos- y que ha buscado propiciar el desarrollo de los mercados de valores en los países en desarrollo, uno de retos más importantes y de fondo que enfrentan los reguladores de los mercados de valores es que en la opinión de algunos sectores académicos, políticos y otras personas influyentes en el ámbito económico de que no todos los países necesitan un mercado de valores y en muchos casos es preferible la integración regional (siempre que lo permitan la transferibilidad de monedas y el marco reglamentario) antes que el desarrollo de mercados de valores locales.

Se considera que muchos países no cuentan con la infraestructura física, reglamentaria o financiera mínima ni con la masa crítica de emisores e inversionistas privados como para que un mercado organizado sea útil.

En los países con bajo desarrollo económico, social y político, el establecimiento de un mercado de valores es una situación complicada, ya que la poca consolidación de industria y empresas de gran capacidad en el mercado no dan la medida que se necesita para implementarlo, fortalecerlo y hacerlo perdurable.

Como es fácil comprender el reto anterior, es verdaderamente importante y de fondo ya que requiere una labor de justificación misma de la razón de existir del regulador y no solo el regulador *per se*, sino el sector que se regula, es decir el mercado de valores, que no se puede olvidar que es lo realmente importante.

Este reto es o puede ser inimaginable para un mercado desarrollado que conoce perfectamente la importancia del mercado de valores y además tiene claro que sería imposible para ciertas economías funcionar sin un mercado de valores bien regulado y supervisado.

Nuevamente la educación al inversionista (en sentido amplio ya que incluye a la clase política) sobre las bondades, ventajas y cualidades del mercado de valores deben ser el norte, sólido y a largo plazo de las actuaciones para fortalecer al regulador.

### **III. Conclusiones**

Si la meta de desarrollar un mercado de valores sólido, con su correspondiente y necesario regulador, es percibida como importante y un reto para la sociedad y si esta meta es compartida entre los miembros claves del sector público y del sector privado, el proceso de fortalecimiento del regulador será satisfactorio y sin mayores problemas.

Si por el contrario no se deposita suficiente confianza en las personas que trabajen en la organización del mercado de valores y el regulador y no se les brinda suficiente autonomía para trabajar, el proceso de fortalecimiento sufrirá dificultades.

Una vez culminados los procesos iniciales, el regulador de valores debe establecer el proceso de auto

renovación a lo largo de la vida de la institución. La prueba más crítica de fortalecimiento es si el o los líderes individuales que conforman el regulador de valores están en disposición de retirarse de la organización que ha sido capaz de transformar en una institución.

El regulador de valores fortalecido y que sigue los estándares internacionales, y en especial de un mercado emergente, puede y debe ser motor de cambio. Los principios que guían al mercado de valores como son la libre competencia, la protección del inversionista, la libre y correcta formación de los precios, la promoción de elevados estándares de contabilidad y auditoría y el buen gobierno de las sociedades, así como los constantes avances en la tecnología que afectan la forma como se intercambian valores tienen un impacto no solo en el mercado de valores y sus actores principales, los mismos trascienden y pueden influir en el resto de las prácticas y valores del resto de una sociedad mejorando así los estándares y calidad de vida de todos.

El regulador de valores de un mercado emergente debe encontrar el necesario balance entre fomentar y fortalecer las condiciones para que dicho mercado de valores prospere sanamente con la necesaria protección de los inversionistas sin los cuales, junto con los emisores, no hay mercado de valores.

**Carlos A. Barsallo P.**  
**Comisionado Vicepresidente**  
**Comisión Nacional de Valores de Panamá (CNV)**