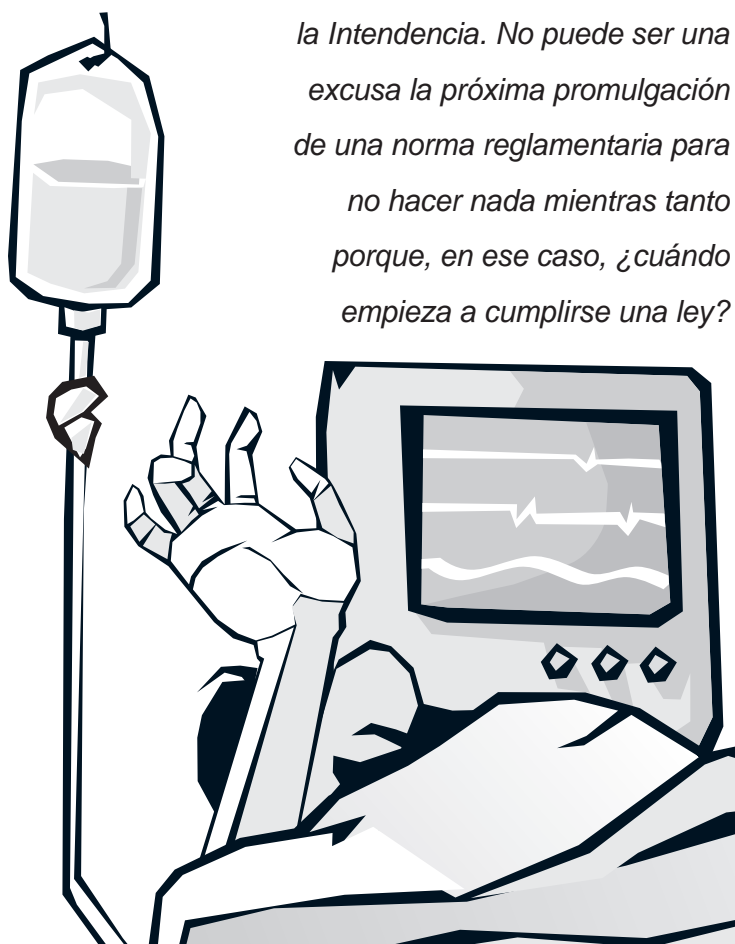


El Mercado Bursátil se encuentra enfermo

Alberto Bonadona Cossío

Existen asimetrías de información que, de acuerdo a la Ley, el mercado debe estar libre de ellas.

En el caso que existan, naturalmente quien debe hacer todo lo posible para eliminarlas es la Intendencia. No puede ser una excusa la próxima promulgación de una norma reglamentaria para no hacer nada mientras tanto porque, en ese caso, ¿cuándo empieza a cumplirse una ley?



Exactamente, tal como suena; el mercado bursátil se encuentra enfermo y, lo que es peor, quien se supone cuida su salud mira a otro lado. Así es, el Intendente de Valores, tal vez no sabe lo que pasa o, quizás, simplemente prefiere ocultar la gravedad de la enfermedad, pero no da explicación alguna de operaciones que, en cualquier otro mercado de valores que se respeta, pueden constituir serios delitos o, al menos, serias amenazas a la eficiencia del mercado. Por lo que hemos podido advertir, los síntomas son para preocuparse.

"Ventajas ilegítimas en operaciones de reporto"

En un artículo de Enrique Villanueva, titulado, Ventajas ilegítimas en operaciones de reporto, publicado en el No. 9 de ABC Economía y Finanzas, se analiza el caso de las operaciones dentro y fuera del ruedo de la Bolsa Boliviana de Valores. Se refiere principalmente a las Operaciones de Reporto que se realizan fuera del ruedo de la Bolsa, y que se denominan operaciones de Cruce de Registro. Recordemos que el reporto es la operación de venta con el compromiso de "recompra" dentro de un plazo establecido y que significó el 87% durante 1998, y 82% en el primer semestre de 1999, del conjunto de transacciones que se registran en la Bolsa de Valores.

Las operaciones de cruce de registro, en el conjunto de todas las operaciones de la Bolsa, significaron la mitad de esas operaciones en 1998 y 55% en el primer semestre de 1999. Por tanto, son relativamente significativas y, en este último periodo, equivalieron a más de \$us.1.077 millones. Sin embargo, estas operaciones se realizan a tasas de interés más bajas que las que se pueden obtener dentro del ruedo. ¿Por qué?

Se puede aducir que son operaciones resultado de pactos entre clientes y una agencia de bolsa, donde el punto más importante del pacto es la tasa de rendimiento. De la misma manera se puede argumentar que estas operaciones están transitoriamente reglamentadas por el Decreto Supremo N° 25022 y, de acuerdo al Intendente de Valores, (Véase recuadro con entrevista a esta autoridad) son de conocimiento de la Intendencia. ¿Será suficiente para que tales operaciones sean legales?

Bonus pater familias

¡Qué figura jurídica tan llena de contenido y sobretodo útil! Se encuentra en muchos cuerpos legales. Especialmente en los últimos tiempos juega un papel central en la legislación financiera, con acentuada importancia

en las normas que rigen el fideicomiso o cualquier figura jurídica que se le parezca. Sirve de medida ideal de lo que significa otorgar cuidado a la cosa ajena. Da un criterio para determinar el grado de culpa de acuerdo al grado de negligencia, si la hay, respecto a la preservación del interés ajeno comparándolo con el cuidado que uno da a lo propio. Al igual que un padre de familia que vela por lo propio del hogar, así se debe otorgar igual cuidado a la propiedad ajena que se pone bajo el cuidado de uno.

Un ejemplo que tenemos a mano, que viene muy a propósito al tema que estamos tocando, lo encontramos en la Ley del Mercado de Valores. La segunda parte de su artículo 103 dictamina: "...las agencias de bolsa y las sociedades administradoras de fondos deben evitar precios perjudiciales, quedando entendido por tales a aquellos precios de transacción en el Mercado de Valores, que no son aquellos que el comprador o vendedor, velando por su propio interés, pagaría o recibiría en un mercado abierto". Eh aquí la figura referida perfectamente introducida en la redacción de la Ley.

Sin embargo, el problema no está, al menos en este caso, en la redacción de la ley, sino en su aplicación o justa aplicación de la misma. Aparentemente el referido D.S. 25022 contradice lo que la Ley manda al permitir operaciones lesivas a los intereses de los inversores individuales. Posiblemente, estos no tengan conocimiento de lo que acontece al margen de la bolsa. Si efectivamente no lo saben, nuevamente la Ley no se cumple, no así el D.S. Pero la Ley está jerárquicamente por encima del D.S. ¿Qué hacemos señor Intendente?

Una estimación

Considerando únicamente el volumen de operaciones de cruce de registro digamos sólo para el mes de diciembre de 1998, y la tasa de interés mínima pagada dentro del plazo que más se repite, se puede estimar el premio mínimo que estas operaciones percibieron en ese mes. Al comparar este resultado, para el mismo mes, con el premio obtenido con la tasa mínima pagada en ruedo y, por diferencia de ambos premios, se obtiene una estimación del premio que se dejó de percibir por las operaciones fuera del ruedo bursátil.

De este modo, se toma 7,24% como tasa de interés mínimo para operaciones de cruce de registro y un plazo de nueve días para obtener un premio estimado de \$us. 501.351. Comparamos éste con el premio recibido por las operaciones dentro del ruedo, calculado con una tasa de interés de 9,38% también a nueve días, el cual alcanza a \$us. 649.540. La diferencia entre ambos valores es la pérdida o la "ventaja ilegítima" en el mismo mes de \$us148.189. Comparada con más de \$us. 1.000 millones de transacciones totales puede parecer una pérdida ridícula. Más aún si se la calcula por inversor individual pueden ser unos pocos dólares perdidos por cada inversor. Sin embargo, solamente multiplíquese por doce y calcúlese con mayor precisión sobre la información no publicada y tendrá magnitudes considerables. Sumando centavo a centavo se pueden hacer millones.

De centavo en centavo...

Esta viene a ser una estimación de la posible pérdida que estarían sufriendo los inversores individuales, sin ellos saber lo que está ocurriendo con sus recursos. O sea, existen asimetrías de información que, de acuerdo a la Ley, el mercado debe estar libre de ellas. En el caso que existan, naturalmente quien debe hacer todo lo posible para eliminarlas es la Intendencia. No puede ser una excusa la próxima promulgación de una norma reglamentaria para no hacer nada mientras tanto porque, en ese caso, ¿cuándo empieza a cumplirse una ley? La ley se cumple con o sin reglamento y no se puede aducir la existencia de un vacío legal porque, precisamente, la ley ya existe.

No solamente se trata de unos cuantos miles de dólares a los que me refiero, el aspecto central es la validez y solvencia que debe tener el mercado de valores. Esto es algo que debe preocupar a todos los

El Intendente de Valores aún no explica las ventajas ilegítimas de las operaciones de cruce de registro.

El intendente de Valores, Nabil Miguel se abstuvo de pronunciarse acerca de las implicancias que tienen las operaciones extrabursátiles de cruce de registro sobre la transparencia y eficiencia de este mercado.

En noviembre pasado, *ABC Economía y Finanzas* N° 9, publicó un artículo de Enrique Villanueva presentando un aspecto de una investigación y análisis mucho más detallado, realizado por el autor sobre las actividades bursátiles del país. De acuerdo al artículo los administradores de portafolios de inversión estarían obteniendo ventajas ilegítimas en desmedro de los intereses de los clientes que representan en los Fondos Comunes al negociar fuera del ruedo con operaciones denominadas "cruce de registro".

Los montos que se negocian de esta forma sobrepasaron un mil millones de dólares el primer semestre de 1999.

"En este momento no le puedo dar mayores explicaciones sobre el tema en cuestión, ya que en primer lugar debo conocer el contenido del artículo que publica su revista", dijo al respecto el Intendente cuando esta revista requirió de su criterio.

La operaciones

Según las investigaciones de Villanueva, durante el primer semestre de 1998, las operaciones de cruce de registro alcanzaron a 1.043.441.371 dólares norteamericanos. Estas operaciones representaron alrededor del 50 por ciento del total de las operaciones en la Bolsa.

Durante este año, en el primer semestre las operaciones bursátiles ascendieron a 1.963.578.306 dólares, de los cuales 1.077.776.035 dólares corresponden a operaciones extra bursátiles de cruce de registro. Monto muy significativo que representa el 55 por ciento del volumen agregado de operaciones en el mismo período.

Las contraversiones

Este escenario de operaciones contraviene, según las investigaciones del economista Villanueva, con el artículo 103 de la Ley de Mercado de Valores que textualmente indica: "Se entenderá como conflicto de intereses cualquier acto, comisión o situación de una persona natural o jurídica a consecuencia de la cual dicha persona pueda obtener ventajas o beneficios ilegítimos, para sí o para terceros mediante el uso de información, la prestación de servicios o la realización de transacciones en el Mercado de Valores".

Villanueva recuerda además que el artículo añade: "Las agencias de bolsa y las sociedades administradoras de los fondos deben evitar los precios perjudiciales, quedando entendido por tales aquellos precios de transacción en el Mercado de Valores, que no son aquellos que el comprador o vendedor, velando por su propio interés, pagaría o recibiría en un mercado abierto".

En la corta entrevista que concedió a esta revista, el Intendente Miguel explicó que las operaciones extrabursátiles son de conocimiento de la Intendencia y que transitoriamente están reglamentadas por el Decreto Supremo N° 25022.

"Este tipo de operaciones se reglamentará en detalle con la futura reglamentación de la Ley de Valores, cuya fecha de promulgación se estima para marzo del año 2000", dijo.

Después de esta explicación, el Intendente se abstuvo de entrar en detalles habiendo acordado con la revista *ABC Economía y Finanzas* responder un cuestionario sobre el tema en cuestión. El mismo que fue entregado a esa autoridad el 10 de diciembre, sin embargo, al cierre de la presente edición, la redacción de *ABC* no ha recibido aún las respuestas a las preguntas formuladas.

participantes del mercado de valores. No hacerlo significa, al menos, querer matar al enfermo. Lo cierto es que, frente a cualquier situación de ventaja ilegítima, real o potencial, especialmente por la precariedad del mercado de valores boliviano, la Intendencia de Valores, debería actuar de manera inmediata, rigurosa y pública. No es éste el caso en el tema de este artículo.

Ineficiencia económica

Hablar de ineficiencia en el contexto económico - financiero de Bolivia, como en otras latitudes también, puede desatar distintos tipos de reacciones debido a que es un concepto que acepta una variedad de acepciones. Algunas de ellas pueden incorporar una sinonimia con términos tales como incapacidad, dejadez, desidia o simple flojera. Sin embargo, en el léxico especializado de la economía su connotación, a pesar de mantener una carga negativa, no tiene la carga subjetiva de las acepciones mencionadas.

Cuestionario

Revista ABC (ABC). - A su criterio ¿Cuáles son las causas para el desarrollo de un enorme mercado extra bursátil donde se realizan operaciones de reporto con cruce de registro?

Eduardo Ayllón, Gerente de Inversiones de CAISA, Agente de Bolsa (E.A.). - Las operaciones de cruce de registro representan un promedio algo más del 50% del total de las operaciones registradas en bolsa. Su importancia, se debe, en primer lugar a que las regulaciones lo permiten y en segunda instancia a que el mayor volumen de estas transacciones (73%) las realizan las Agencias de Bolsa bancarias con sus bancos.

Finalmente como no son realizadas en el ruedo de la Bolsa de Valores, son más flexibles en tiempo, para su negociación y para efectuar su pago. No así las transacciones del ruedo de la Bolsa, donde se opera en horas establecidas y se tiene un plazo más restringido para su liquidación.

ABC.- Las operaciones de cruce de registro generan asimetrías de información y pueden provocar conflictos de intereses. En este sentido ¿qué medidas debería tomar la Intendencia de Valores para evitar estas asimetrías de información en las operaciones extra bursátiles?

E.A.- Debemos remarcar que para evitar conflicto de intereses, por iniciativa de las Agencias de Bolsa, se estaría considerando, a partir del próximo año, la obligatoriedad de realizar, también en bolsa, estas operaciones de reporto. Asimismo, esta iniciativa, aunque no es su objetivo principal, eliminará susceptibilidades como las que desprenden de los artículos recientes que se han escrito sobre este tema, los que pueden causar efectos negativos en el mercado.

ABC.- ¿Es posible realizar estudios técnicos para cuantificar las posibles pérdidas que sufren los inversionistas en las operaciones extra bursátiles de cruce de registro?

E.A.- La información sobre los términos y condiciones de estas operaciones está disponible en la Bolsa de Valores y es de dominio público, por lo tanto, se puede verificar cualquier hipótesis. Sin embargo, hay que tener en cuenta que las operaciones de cruce de registro, no se efectúan a discreción de los Agentes de Bolsa, sino que se toma como punto de referencia las tasas de interés de bolsa cuidando la transparencia del mercado.

ABC.- Tomando en cuenta las características del Mercado de Valores de Bolivia (Mercado monetario de corto plazo) ¿Se puede considerar la eliminación gradual de las operaciones extrabursátiles de cruce de registro para promover la transparencia en el mercado de valores y así generar desconfianza en el público inversionista?

E.A.- En primer lugar es necesario aclarar que nuestro mercado de valores, aunque poco desarrollado, tiene desde 1998 una Ley que la regula, lo que lo hace transparente. Asimismo, goza de la confianza del público inversionista, siendo la prueba de ello los US\$ 257 millones administrados por los Fondos Comunes de Valores y el volumen de operaciones bursátiles al que hemos llegado: más de US\$ 4.200 millones en 1998 que representaron un 46% de incremento respecto del año anterior.

En este sentido, si algún efecto podría causar en el mercado, el hecho de eliminar las operaciones de reporto extra bolsa, éste sería confirmar y reafirmar la transparencia del mismo.

La eficiencia es una característica de los mercados de competencia perfecta. Mercados que, en la realidad cotidiana y pedestre de la vida económica, no existen. Para alcanzarla es necesario, aunque no suficiente, que los mercados sean absolutamente transparentes. Transparencia que se alcanza, principalmente, como consecuencia de la información, también perfecta en cuanto a su calidad y cantidad, que fluye de todos y cada uno de los elementos, agentes, factores, funciones, que forman parte directa o indirectamente de una transacción.

A tal punto debe llegar la eficiencia de un mercado para ser considerado eficiente, que exige que todos los que participan en él concluyan sus operaciones absolutamente satisfechos, sin ningún resquemor de haber engañado o haber sido engañados. En mercados de este grado de eficiencia, los productos que compiten en su interior son idénticos, no reciben subsidio de ningún tipo, e incluso, nadie por sí solo, productor o consumidor, puede afectar el precio del artículo o servicio que es comerciado.

Tan eficiente es un mercado de competencia perfecta que nadie puede manipularlo. Cualquier predicción basada en un comportamiento registrado históricamente, digamos de los precios, está destinada a no cumplirse. Lógicamente, si todos los que participan del mismo mercado tienen acceso a la misma información, cualquier ventaja aparente que podría permitir mejorar la situación de un individuo, se desvanece al instante mismo que ésta se destaca, puesto que todos los individuos podrán verla al mismo momento y por los mismos medios. Así, un precio que baja, por ejemplo, abre la posibilidad de ventajas individuales si es uno o muy pocos individuos que se percatan del bajo precio. Pero si todos los que actúan en el mismo mercado, que son además un gran número, se percatan de ello, todos tratarán de obtener la misma ventaja, haciendo que el precio vuelva a su nivel normal.

Claramente, condiciones ideales, utópicas podríamos recalcar. Así es, el mercado de competencia perfecta, el único absolutamente eficiente, es una creación de la mente y sólo se encuentra descrito en los libros de teoría económica.

¿De qué sirve una construcción de esta naturaleza? De muchas cosas. Por ejemplo; ayuda a explicar la compleja y abigarrada realidad, simplificándola. También, entre otros aspectos útiles que ese ideal nos ofrece, está que nos permite establecer un patrón para medir la eficiencia. Cuanto más lejos estemos de la construcción teórica más ineficientes somos, o, por el contrario, si en algo nos acercamos a él, nos acercamos al ideal de la eficiencia. Eficiencia "paretiana" dirán los economistas, en honor de Vilfredo Pareto, el economista que introdujo el concepto a la ciencia económica en los términos explicados.

Este tipo de eficiencia, a todas luces, no se puede alcanzar. Por eso es que se debe definir un grado de eficiencia alcanzable, que nos aproxime a esa eficiencia perfecta, dentro de ciertas restricciones, que podemos considerarlas normales y que nos permite establecer un patrón mucho más ajustado a la realidad.

¿Es eficiente el Mercado de Valores boliviano?

Con esa idea en mente, lo cierto es que el mercado boliviano está muy lejos de ser eficiente. El logro de la necesaria eficiencia en los mercados financieros de Bolivia es un largo proceso. Requiere de la probidad de los operadores, de la estrictez de la Intendencia, de la estructuración de una red informacional sólida, de la profundidad del mercado que se alcance en la medida que logre incorporar un creciente y elevado número de títulos transados, y, entre otros elementos más, la clara y solvente definición de un marco jurídico que vele por los intereses de todas las partes y que éste se cumpla rigurosamente.

Asimismo requiere del desarrollo de una cultura bursátil entre las personas más proclives a realizar operaciones en la Bolsa. Esto a su vez supone

todo un proceso de divulgación y educación de una masa crítica de esas personas. Esta es una tarea de la que deben responsabilizarse la Superintendencia, la Bolsa Boliviana de Valores y los operadores de toda índole. La ganancia será para todos y por ello deben evitarse los comportamientos oportunistas de aquellos entes que no quieran participar.

No obstante, resultado del presente análisis, no es difícil observar que estamos frente a un mercado extremadamente ineficiente, donde algunos básicos principios, que conducen a una mayor eficiencia, dejan de cumplirse. Aspectos que no sólo se presentan en los Cruces de Registro sino en el conjunto de operaciones de la bolsa.

Existen operaciones vinculadas aunque, como señala E. Herrera, Presidente de Panamerican Securities, "no es similar al vínculo bancario que crea problemas de incumplimiento, sino de operaciones entre instituciones potencialmente vinculadas que pueden crear ciertos conflictos de intereses..."

Los conflictos de intereses en las operaciones bursátiles son más que una amenaza latente. Interesantemente, cuando ABC, Economía y Finanzas quiso indagar más acerca de las operaciones que muchos operadores realizan en bolsa y fuera de ella, hubo más de una expresión de temor, prefiriendo no hablar de ellas huyendo a un micrófono o eludiendo abordar temas cruciales.

Las transacciones de Cruce de Registro son sólo una hebra del ovillo, quizás la menos importante. Posiblemente estamos tocando una pequeña ventana de toda una compleja edificación. Los inversores grandes tienen posibilidades de afectar precios y condiciones en las transacciones de la Bolsa Boliviana dentro del ruedo, problema de eficiencia de mercado mucho más serio. La existencia de manipuladores del mercado u operadores apadrinados por grandes intereses, afecta la base misma del sistema.

Hay que lograr una relativa mayor eficiencia en el Mercado de Valores como tarea prioritaria. Se requiere, de manera inmediata, normas que favorezcan una mayor transparencia y uso mayor de los mecanismos abiertos. Asimismo, es necesario cumplir la ley, no obstante la ausencia de reglamentos específicos. Las leyes no pueden esperar de los reglamentos para su aplicación, aunque este vicio está muy difundido en nuestro medio.

Hay que infundir salud al sistema bursátil nacional pues constituye un pivote central de la institucionalidad financiera del país. Es imprescindible un rediseño de la estructura de este mercado. Hay que modificarlo antes que enferme más. La solidez de las empresas privadas bolivianas y las que quieran invertir en este país, puede depender de ello. Jueguitos de mínimas cantidades hoy, imperceptibles para el inversor individual, pueden ser los síntomas que exigen grandes medidas preventivas y curativas oportunas y prontas ■

Ineficiencias que estimulan las operaciones extrabursátiles

American Securit, Enrique Herrera

El presidente de la Agencia de Bolsa Panamerican Securities, Enrique Herrera sostuvo que la preferencia de los inversionistas por las transacciones extra bolsa está estimulada por la ineficiencia de los mecanismos de negociación que existe en el ruedo del mercado de valores.

ABC, Economía y Finanzas en su anterior número, en el artículo de Enrique Villanueva informa que las operaciones de reporto con cruce de registro extrabursátiles generan ventajas ilegítimas para los agentes de bolsa en perjuicio de los inversionistas.

LAS CAUSAS

Reponiendo a un cuestionario de ABC, Economía y Finanzas, Herrera explicó primero que los mecanismos extra bursátiles básicamente son las colocaciones de papeles de manera pactada con un cliente cautivo de una agencia de bolsa que no se los enfrenta al mercado. El cliente pacta con la agencia al igual que puede pactar con un banco una tasa de rendimiento y la agencia estructura - en base de esa expectativa del cliente- los contratos de compra y recompra de DPF o de cualquier otro instrumento de renta fija. Las operaciones extra bursátiles se estructuran de esta manera.

¿Por qué, los agentes económicos prefieren operar fuera de bolsa?, fue la interrogante. Y, según el entrevistado, el mercado extra bursátil de operaciones de cruce de registro se desarrolla por varias causas y la combinación de las mismas.

Primero, en el ruedo de la bolsa los agentes de bolsa, bancarios y no bancarios quieren controlar de antemano la tasa a la que van a colocar sus papeles. Lo que es posible porque en el mercado

-por el hecho que hay operadores que disponen de muchísima liquidez como los grandes bancos- las tasas pueden ser distorsionadas según el criterio de ciertos jugadores.

Segundo, debido al tamaño de nuestro mercado valores y la cantidad de los jugadores que existen, no es nada fácil erradicar esas distorsiones.

Hay trece agentes de bolsa. Entre ellos ocho pertenecen a entidades bancarias con una lógica distinta de operación y que tienen un conflicto obvio además de manejar la cuenta de su principal accionista que es el banco.

Tercero, por otra parte, las operaciones en el mercado se ejecutan en el día y no se permite mayores plazos, por lo que las operaciones no reflejan la tasa de mercado sino que se subordinan a la capacidad de liquidez de los grandes jugadores.

Cuarto, esas distorsiones no ocurren en el mercado extra bursátil. Este es el aspecto positivo de las transacciones fuera del ruedo. Es una especie de protección de los operadores pequeños, porque, efectivamente, en el mercado bursátil, los grandes jugadores pueden tomar discrecionalmente ciertas operaciones con el fin que el mercado se comporte de una u otra manera. Además las operaciones fuera del ruedo se transan a cualquier hora del día.

El presidente de Panamerican reconoció que -obviamente- en las transacciones extra bolsa, como operaciones aisladas, acontecen muchas ineficiencias que favorecen a terceros. Incluso pueden observarse operaciones vinculadas, aunque no pueden compararse con los créditos bancarios vinculados. Sin embargo, la existencia de las operaciones extra bolsa obedecen a las

ineficiencias generalizadas que ocurren al interior del ruedo de la bolsa de valores.

CENTRO Y PERÍMETRO

En este contexto, refiriéndose al artículo de ABC Economía y Finanzas, Herrera opinó que el análisis es perimetral. Perimetral, porque enfoca las ineficiencias existentes en las negociaciones fuera de bolsa sin relacionarlo con las actividades del centro; es decir, en el ruedo del mercado de valores.

Para el presidente de Panamerican, lo primordial es eliminar las ineficiencias generalizadas existentes en las negociaciones del ruedo del mercado de valores. "Desde el momento que la tasa del ruedo a mí no me parece transparente, porque creo que hay actores que la manipulan, es preferible operar allí. Si el centro se resuelve, el perímetro dejará de existir", afirmó.

¿CÓMO LOGRARLO?

Según Herrera, la Superintendencia de Valores, Pensiones y Seguros, de manera de facto permite las operaciones extrabursátiles, hasta que los agentes económicos se adecúen a la Ley de Valores. Plazo de adecuación que vencerá el 19 de febrero del año 2000.

Sin embargo, en criterio suyo la futura disposición que obligará a los agentes económicos a transar en el ruedo será insuficiente. No se trata de ordenar, sino de crear las condiciones plenas que estimulen a las inversiones para operar en el centro del mercado de valores y no en el perímetro.

Para tal efecto, es imprescindible estructurar un sistema electrónico y anónimo de negociaciones que impida la manipulación de las tasas y que puedan transparentar las operaciones ■