

LA TRANSPARENCIA INFORMATIVA COMO CAMINO HACIA LA EFICIENCIA EN EL MERCADO DE VALORES

IGNACIO ARAGONE RIVOIR
ELSA RIVANERA DE PAIS

1. PLANTEO GENERAL DEL CONTENIDO DE LA EXPOSICIÓN

Los mercados de valores -al igual que los demás mercados financieros- ocupan una posición fundamental en el sistema económico de los distintos países, en la medida que, entre otras funciones básicas posibilitan, a través de los valores negociados, la canalización de ahorro público (recursos financieros) desde las denominadas unidades superavitarias -o "*surplus economic units*"- (esto es, los oferentes de dinero efectivo y demandantes de instrumentos de inversión) hacia las denominadas unidades deficitarias -o "*deficit economic units*"- (esto es, los oferentes de valores o activos financieros y demandantes de fondos). Por dicha razón, casi sin excepción, las modernas leyes regulatorias de la actividad, de modo explícito o implícito, destacan la necesidad de promover y fomentar la canalización directa del ahorro a la inversión productiva, con las ventajas que de ello se derivan tanto para los emisores (básicamente, en términos de plazos, montos y costos financieros) como

para los inversores (básicamente, como consecuencia de una ampliación de la oferta de instrumentos de inversión y expectativas de mejores retornos).

La mera existencia de un mercado no basta, de por sí, para presuponer que la inversión a través del mismo efectivamente tendrá lugar, pues el ahorro de los inversores estará disponible para ser canalizado hacia los emisores de valores en la medida en que se verifiquen, en el ámbito del mercado, una serie de requisitos o condiciones básicas, tanto desde el punto de vista de las características intrínsecas de los instrumentos o valores negociados, como del funcionamiento de dicho mercado. En relación a este último aspecto, el requerimiento básico de los inversores consiste en que el mercado funcione en forma eficiente.

Una de las vías a través de las cuales se procura la eficiencia en el funcionamiento del mercado ha consistido en el establecimiento de un marco normativo protector de los inversores, considerados desde el punto de vista económico, como la parte más débil de la relación financiera "emisor-inversores". Por cierto que aún cuando todos los inversores entran dentro de la categoría "consumidores" y son, por ende, merecedores de la tutela legal, los destinatarios básicos del marco protector son los denominados "pequeños inversores" o "inversores minoristas", con las salvedades que más adelante se realizan¹.

En el caso del Uruguay, al igual que muchos otros países que han seguido el exitoso modelo de regulación norteamericana², se pro-

¹ La protección de los inversores, como principio rector reconocido en diferentes marcos normativos de los mercados de valores, -y dentro de ellos, de nuestra LMV- se traduce en una serie de disposiciones regulatorias que, con diferente alcance y objetivos, tienden a proteger la débil posición que tienen los inversores frente a los emisores e instituciones intermediarias en las relaciones contractuales que motivan una operación financiera (en el caso, compra o venta de valores); cumpliendo, por tanto, una función niveladora de las posiciones de las partes, y en sentido concordante con las regulaciones protectoras de los derechos de los usuarios/consumidores en diferentes ámbitos de actividad. En consecuencia, bajo ningún concepto debiera entenderse como una protección general de los inversores frente a cualquier tipo de riesgo que puedan afectar sus respectivas inversiones, lo cual es de esencia de la operativa como contracara de los retornos financieros ofrecidos en cada caso según sea el tipo de valor negociado.

² La normativa básica regulatoria de las ofertas públicas de valores en el mercado norteamericano fue establecida en pleno auge del "New Deal", para restablecer la confianza de los inversores, quebrada tras el "crack bursátil" de 1929, y está conformada, fundamentalmente, por a) la "*Securities Act*" de 1933, b) la "*Securities Exchange Act*" de 1934, c) la "*Public Utility Holding Company Act*" de 1935, d) la "*Trust Indenture Act*" de 1939, e) la "*Investment Company Act*" de 1940, f) la "*Investment Advisers Act*" de 1940, y g) la "*Securities Investor Protection Act*" de 1940. Adicionalmente, cabe tener presente las regulaciones propias de los mercados formales donde los valores públicos van a cotizarse, tales como la NYSE

cura la protección de los inversores a través de una “batería” de disposiciones normativas tendientes a fomentar, preservar y defender la “transparencia” del mercado, tanto en su vertiente informativa como operativa, contenidas básicamente en la Ley N° 16.749 de Mercado de Valores y Obligaciones Negociables de fecha 31/5/96 (LMV), su Decreto Reglamentario N° 344/996 de fecha 22/8/96 (DR), y las circulares bancocentralistas contenidas en la Recopilación de Normas del Mercado de Valores (RNMV) del Banco Central del Uruguay (BCU).

La *transparencia informativa*, alude a la posibilidad de garantizar a cualquier inversor el acceso a toda la información esencial o relevante acerca de los valores negociados en dicho mercado, de la situación jurídica, económica y financiera de sus emisores, del sector de actividad al que estos pertenecen, del mercado en general, de los aspectos básicos de las operaciones realizadas en el mismo, y de la economía en su conjunto, de modo tal que, a partir de la misma, puedan formarse una opinión fundada acerca de las particularidades que reporta cada diferente alternativa de inversión en términos de rentabilidad, riesgo, liquidez y seguridad jurídica. Tienden a fomentar la misma las disposiciones normativas que establecen las condiciones en que debe presentarse por los emisores la información esencial respecto de sí mismos, de los valores ofrecidos, y de las condiciones de la oferta.

Por su parte, la *transparencia operativa* refiere a la posibilidad de garantizar a los inversores el funcionamiento adecuado del mercado así como el comportamiento leal y legítimo de sus respectivos agentes en lo que atañe al uso y divulgación de información. Tienden a fomentar la misma las disposiciones que establecen requerimientos mínimos para desarrollar la operativa en el mercado, y regulatorias de aquellas conductas o prácticas fraudulentas, abusivas o desleales, que impliquen la manipulación de información o uso de información privilegiada. De los señalados tipos de transparencia, esta presentación se centra básicamente en la primera; esto es, en la denominada transparencia informativa.

Ahora bien, si los mercados de valores funcionaran de forma absolutamente eficiente, éstos ofrecerían estímulos a las entidades

(“New York Stock Exchange”) y AMEX (“American Stock Exchange”), y la NASDAQ (“National Association of Securities Dealers Automated Quotation System”) (este último, si bien es un mercado informal, no es estrictamente abierto, e impone requisitos de admisión); así como también las reglas propias de la “National Association of Securities Dealers” (conocidas bajo la sigla “NASD”), y las regulaciones propias de los diferentes Estados de dicho país conocidas como las “blue sky laws”.

emisoras y diferentes agentes operadores para revelar, en forma veraz (esto es, que no sea total o parcialmente falsa), suficiente (esto es, que sea completa) y oportuna (esto es, que no sea desactualizada o extemporánea) y con carácter general (esto es, que sea igual para todos), toda la información esencial o relevante vinculada a los instrumentos financieros negociados en dichos mercados. En estos casos, siguiendo los conocidos desarrollos de la "hipótesis de los mercados eficientes"³, se parte de la base que los precios de los valores negociados incorporan toda la información relevante que esté disponible para los agentes -aún cuando no para todos ellos, e independientemente de la valoración de la misma que haga cada uno de ellos- que participan en el mercado.

No obstante, los mercados en general -y, dentro de ellos, los de valores- no funcionan eficientemente de modo natural; presentan "fallos" o disfuncionalidades de variada índole, que requieren de la intervención estatal para ser corregidos. En este escenario, dicha intervención se desarrolla a través del ejercicio de potestades regulatorias, de control y sancionatorias; en el caso del Uruguay, por parte del BCU (artículos 22 y 23 de la LMV). La importancia del interés público en juego, así como la "vulnerabilidad" consustancial a los mercados financieros en general, justifica una intervención administrativa mucho más intensa que en otros tipos de mercados, en aras de propender al funcionamiento eficiente del mercado.

En definitiva, sobre esta base, para corregir los denominados "fallos de información" -básicamente, configurados a partir de la existencia de "asimetrías informativas" (esto es, cuando la información suministrada al mercado por los emisores es insuficiente o incompleta, por lo que la información relevante que maneja el emisor, es de mayor amplitud que la que se suministra a los inversores) o bien, de manipulación o utilización abusiva/fraudulenta de información, deviene necesaria la intervención administrativa a fin de: a) regular el alcance de la información que debe brindarse al mercado, así como el régimen al que debe sujetarse su divulgación y uso, b) de controlar el

³ Los análisis y desarrollos teóricos y empíricos de la "*efficient capital market hypothesis*" han abundado entrados los años 70, a raíz de los trabajos seminales de Paul SAMUELSON (en "*Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly*", publicado en "*Industrial Management Review*", N° 71, págs. 41 y ss., 1965) y Eugene FAMA (en "*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*", publicado en "*Journal of Finance*", N° 25, págs. 383 y ss., 1970), si bien los desarrollos iniciales de la teoría tuvieron lugar a partir de los años 30.

cumplimiento de dichas disposiciones por los diferentes agentes del mercado, y c) sancionar o reprimir los supuestos de prácticas fraudulentas o abusivas en la manipulación de información o utilización de información privilegiada, que impidan, falseen o dificulten la correcta formación de precios en el mercado de valores.

Si bien existe consenso respecto a que la información que con carácter general debe requerirse, es aquella considerada relevante o esencial para que una persona de una diligencia media –vale decir, un inversor no especializado- pueda adoptar una decisión fundada de inversión, en los hechos, al momento de regular los requerimientos en materia de presentación de información, se plantean dudas acerca de los aspectos cuali-cuantitativos que deberá revestir la misma; en otras palabras, cuál es el contenido de la información que debiera requerirse sea presentada a efectos de satisfacer las expectativas mínimas de los inversores, y bajo qué formalidades, por qué vías y con qué periodicidad, de modo tal que sea asequible a los inversores en general.

Dicha consideración no es para nada banal, toda vez que si los requerimientos impuestos –por ejemplo- en materia de suministro de información regular al mercado por parte de los emisores son excesivos, ello se traducirá en sobre costos innecesarios que deberán incurrirse por parte de éstos, así como por la entidad pública a la que compete velar por su cumplimiento (y constituyendo, en definitiva, factores de ineficiencia en la mecánica de “fondeo” de los emisores a través del mercado de valores), o bien, en determinados casos, podrán afectar la libertad de acceso de las empresas emisoras al mercado para la captación de ahorro público; y si, por el contrario, son demasiado laxos, y los mecanismos de control inadecuados, en mercados de escaso desarrollo como el uruguayo, podrá llegar a producirse un menoscabo de los derechos de los inversores, minándose la “confianza” de éstos en las estructuras y funcionamiento del mercado, con todo lo que ello implica para la economía del país.

Está entonces el dilema en la búsqueda del punto de equilibrio por parte del ente regulador, entre el derecho y libertad de acceso de los emisores al mercado, y los derechos de los inversores –como consumidores- a obtener información acerca de los productos (vale decir, los valores) que les son ofrecidos, para lo cual deberá: a) tener un conocimiento cabal de la realidad económico-social –siempre cambiante- sobre la que recae la aplicación de la regulación y, consecuentemente, que tendrá que revisarla en forma periódica para determinar

si continúan vigentes los objetivos perseguidos en su día; b) tener presente que más allá de reconocerse la aplicabilidad de disposiciones de incuestionable validez con carácter general, cabe tener en cuenta que la regulación que al respecto se emita no puede desconocer la realidad económica subyacente y propia de cada país; c) comprender que tendrá que moverse entre intereses de diferente tipo que deberán ser adecuadamente sopesados a la hora de regular las cuestiones que se vienen de enunciar, siempre en procura de maximizar el bienestar general; y d) tener presente que la regulación, a la par que reporta un beneficio como consecuencia de alcanzar un determinado objetivo perseguido, también implica un costo para los destinatarios de la misma; razón por la cual, estará justificada toda vez que los beneficios alcanzados a través de su dictado sean superiores a los costos derivados de su aplicación. Cuando la regulación es correcta y equilibrada en lo que respecta a los diferentes intereses legítimos en juego, se generan entornos confiables para los distintos agentes y participantes del mercado, lográndose un efecto beneficioso para toda la economía del país.

2. LA EFICIENCIA EN EL FUNCIONAMIENTO DE LOS MERCADOS DE VALORES

Conforme a lo previsto en el artículo 20 de la LMV, compete al BCU -en su carácter de ente regulador y de control en la materia-, velar por el efectivo cumplimiento de este principio.

La literatura económico-financiera sobre el tema identifica, al menos, 3 tipos de eficiencia, los cuales se refieren a continuación. Al respecto, corresponde señalar que los distintos tipos de "eficiencia" que se enunciarán, en principio, son independientes unos de otros, si bien existe una ostensible interrelación entre ellos. Así pues, por ejemplo, el hecho de que un mercado sea eficiente desde el punto de vista jurídico-institucional, no significa que también lo sea desde el punto de vista operativo y/o informativo o a la inversa.

- A. *Eficiencia jurídico - institucional*: implica la existencia de reglas de juego claras y estables -fundamentales para recrear la confianza de los inversores, que constituye una condición indispensable para el fortalecimiento de la demanda de instrumentos de inversión-, acordes con las prácticas internacionales y la evolución e innovaciones en este tipo de operaciones de merca-

dos de valores, así como la existencia de instituciones y mecanismos de supervisión efectiva de la operativa desarrollada en ellos, a través de un cuerpo de contralor con capacidad para prever y detectar situaciones irregulares (uso de información privilegiada, prácticas abusivas en la obligación de suministrar información, divulgación de información falsa o tendenciosa, manipulación de precios, incremento artificial de volúmenes negociados, etc.).

- B. *Eficiencia operativa*: implica la existencia de mecanismos ágiles y eficaces para una fluida negociación y procesamiento de las órdenes de realizar operaciones con valores (celeridad en la transmisión de las órdenes, escasa probabilidad de errores en las comunicaciones, rapidez en la ejecución y confirmación de las órdenes, etc.); a lo que ha contribuido significativamente —así como a reducir los costos de transacción— el desarrollo creciente de los sistemas informáticos.
- C. *Eficiencia informativa*: significa que los precios de los valores negociados en el mercado reflejan por completo, en un momento determinado, toda la información disponible de carácter esencial —tanto sobre los valores objeto de negociación como sobre sus respectivos emisores, el sector de actividad al que éstos pertenecen, el mercado en general, y la economía en su conjunto— para la adopción de una fundada decisión de inversión. La mayor o menor “eficiencia informativa” que pueda tener un determinado mercado, depende de una serie de factores, pero fundamentalmente, de las características del marco jurídico-institucional del mercado de valores. Al respecto, suelen distinguirse las siguientes tres modalidades de eficiencia informativa⁴:
- a. *forma débil*, esto es, cuando los precios del mercado reflejan por completo toda la información histórica de precios y volúmenes,
 - b. *forma semifuerte*, esto es, cuando los precios reflejan por completo toda la información pública, y
 - c. *forma fuerte*, esto es, cuando los precios reflejan por completo toda la información, tanto pública como privada o confidencial.

⁴ Al respecto véase KOLB, Robert L. en *Inversiones*, págs. 520 y ss., Ed. Limusa, México D.F., 1993.

3. TRANSPARENCIA Y EFICIENCIA EN EL MERCADO DE VALORES

3.1. *Transparencia y confianza en el funcionamiento del mercado*

Los sistemas financieros en general, y dentro de ellos, los mercados de valores, basan su funcionamiento en la confianza de los inversores; operando por ello -entre otras razones-, casi sin excepciones, en un precario equilibrio. Cuando en un determinado mercado se produce un hecho que "lesiona" esa confianza, usualmente repercute en el funcionamiento de todo el mercado (y no sólo respecto de los inversores con posición en los valores directamente afectados por tal hecho) - a veces, colapsándolo, según las características del evento- y, en definitiva, en el resto de la economía, tal como enseña la experiencia.

Así pues, en un mercado de valores, los inversores estarán dispuestos a canalizar ahorro a través del mismo si confían en: a) recibir en el momento oportuno -y más allá de los riesgos sistemáticos y no sistemáticos⁵ correlativos a la inversión realizada-, la correspondiente contraprestación de parte del emisor (llámese dividendos en caso de inversión en acciones, intereses en caso de inversión en bonos u otros valores crediticios, etc.); b) en la idoneidad, solvencia y profesionalismo de los agentes intermediarios del mercado, cuyo estatuto profesional debe estar adecuadamente regulado; c) en que toda la información relevante o esencial acerca de los valores y sus emisores, así como de los elementos básicos de las operaciones realizadas en el mercado, es suministrada en forma veraz, suficiente, oportuna y con carácter general; y d) que se hayan previsto normativamente mecanismos eficaces y eficientes para evitar -y eventualmente sancionar- prácticas abusivas o fraudulentas de manipulación de la información o utilización de información privilegiada con el fin de obtener beneficios a costa de vulnerar los legítimos intereses de otros inversores del mercado.

Por el contrario, cuando el sistema jurídico-institucional no es capaz de garantizar determinadas condiciones o requerimientos mínimos de los inversores, éstos se autoexcluyen del mercado, con las consabidas consecuencias: al mismo tiempo que se produciría una disminución del nivel de ahorro canalizado (y, por tanto, el volumen

⁵ O "no diversificable", como también se le llama a estos últimos, al tratarse del riesgo inherente al propio mercado en que se opera y a las actividades que en él se desarrollan y, por ende, no mitigable o eludible a través de la diversificación.

de transacciones realizadas) a través del mercado, los inversores tenderán a exigir una remuneración superior por su capital en carácter de “prima de riesgo”.

En definitiva, la confiabilidad del mercado va de la mano de su transparencia. Utilizando una metáfora, podría decirse que el mercado debe ser como una copa de cristal: transparente por donde se lo mire. Y con el mismo celo con que su dueño cuida la copa para evitar que se rompa o resquebraje, deberá el regulador cuidar de las estructuras del mercado.

3.2. *Protección de los inversores a través del sistema de la transparencia: ¿es una herramienta realmente útil en su concepción actual?*

De acuerdo a lo antes expresado, si bien todos los inversores en general son destinatarios del marco tuitivo de referencia, no todos se encuentran en la misma situación, razón por la cual, existe consenso en cuanto a que no todos requieren del mismo grado de protección jurídica.

En un mercado de valores, junto a los inversores particulares (“*retail investors*”) conviven los denominados inversores institucionales (“*institutional investors*”). Dado que, en general, las habilidades, capacidad, destrezas y pericia de éstos últimos se consideran suficientes para una adecuada defensa de sus intereses, se parte de la presunción de la existencia de un equilibrio contractual entre éstos y los emisores, asumiéndose que podrán realizar inversiones sin necesidad de mayores informaciones. Por dicha razón, en determinados países funcionan regímenes diferenciales según la oferta pública de valores sea dirigida al público en general (inversores particulares e institucionales), o exclusivamente a determinados tipos de inversores institucionales, estableciéndose en estos casos menores requerimientos en materia de suministro inicial y regular de información⁶. No es este el caso del Uruguay donde, por el contrario, para determinados inversores institucionales (Entidades de Intermediación Financiera y Admi-

⁶ En este sentido, a vía de ejemplo, en el ámbito de la Unión Europea, las emisiones realizadas al amparo del régimen de excepciones correspondientes previsto en el artículo 2.1 de la Directiva 89/298/CEE de fecha 17/4/89; y en el ámbito del mercado estadounidense, las emisiones realizadas al amparo de la “*Regulation D*” (1982) y de la Sección 4 (2) de la “*Securities Act*” en los Estados Unidos, las cuales, a partir de la entrada en vigencia de la *Rule 144 A* de fecha 19/4/90, cuentan con un mercado secundario para la reventa de tales valores a los denominados “*Qualified Institutional Buyers*” (cualquier institución que posee por lo menos US\$ 100 millones o corredor de valores que posee por lo menos US\$ 10 millones de ciertas clases de títulos especificados en dicha Reglamentación).

nistradoras de Fondos de Ahorro Previsional) los requerimientos informativos son superiores; si bien por otro tipo de razones que no es del caso considerar aquí.

En relación al punto, las diferencias notorias entre uno y otro tipo de inversores reside en la capacidad de búsqueda y acceso a la información esencial, así como en lo que atañe a su procesamiento para la adopción posterior de una decisión de inversión. En efecto, en tanto los inversores institucionales cuentan con suficientes posibilidades y aptitudes para acceder rápida y ágilmente a la información esencial, así como con un staff de profesionales de alta especialización para procesar debidamente dicha información y evaluar el grado de riesgo implícito a los valores en los cuales toman posición o intermedian en su colocación, los inversores particulares, por el contrario, acceden básicamente a la información proporcionada por los intermediarios y demás agentes del mercado -en algunas pocas ocasiones, a la proporcionada directamente por los emisores-, con las conocidas deficiencias en cuanto al alcance y celeridad con que dicha información -en muchos casos- es proporcionada (téngase presente el viejo dicho de que "todo el mundo siempre está vendiendo algo", y con más razón, aplicable a los casos en que quienes prestan el asesoramiento bursátil, además de actuar en el mercado en carácter de "brokers", también lo hacen en calidad de "dealers"), ni tampoco -como regla general- con la experiencia, capacidad y medios necesarios para procesar adecuadamente la información obtenida y, sobre dicha base, evaluar los parámetros de liquidez, rentabilidad, seguridad jurídica y riesgo, de una determinada alternativa de inversión. Es más, con mayor frecuencia de la que se piensa, adoptan decisiones de inversión en base a informaciones incompletas y/o asesoramientos poco especializados, desconociendo importantes aspectos de la operativa de valores y de las características de las "mercancías" negociadas en el mismo.

Es precisamente sobre la base de dicha constatación fáctica, que se ha cuestionado el sistema de la transparencia como mecanismo realmente eficaz y eficiente de tutela de los derechos de los inversores. En efecto, por un lado, se ha alegado por varios autores⁷ -en argu-

⁷ En este sentido, entre otros, ALONSO ESPINOSA, Francisco en *Mercado Primario de Obligaciones Negociables*, pág. 36; Ed. J. M. Bosch Editor S.A., Barcelona, 1994; ALPA, Guido en *La informazione del risparmiatore*, en *Banca, Borsa e Titoli di Crédito*, pág. 481; Ed. Giuffré, Milán, julio-agosto de 1990; y VALENZUELA GARACH, Fernando en *La información en la sociedad anónima y el mercado de valores*, pág. 244; Ed. Cívitas, Madrid, 1993.

mento plenamente compartible por nosotros- que no obstante sus ventajas, dicho modelo descansa en la presunción de que si al inversor se le suministra toda la información esencial, están en condiciones de procesar adecuadamente la misma para adoptar, sobre dicha base, una decisión fundada de inversión; supuesto que, como se ha visto, lejos está de la realidad. En consecuencia, se ha señalado que como mecanismo tutelador de los inversores, la transparencia por sí misma no es suficiente, y que los “*defaults*”, incumplimientos y renegociaciones de adeudos emergentes de emisiones de valores crediticios que han existido en varios mercados (y dentro de ellos, el uruguayo, acaecidos la mayoría de ellos en situaciones, en principio, insospechadas para la generalidad del público inversor) justifican la adopción de algún tipo de medidas complementarias que, sin impedir el acceso de emisores al mercado, tiendan a “traducir” a un lenguaje sencillo y comprensible la información suministrada al mercado.

Por otro lado, ligado a lo anterior, se plantea frecuentemente por la comunidad emisora la necesidad de reducir los requerimientos en materia de suministro de información, en la medida en que, cuando son excesivos, resulta que la información no sólo es innecesaria (puesto que los inversores prestan escasa atención a aquella que se obliga a los emisores a revelar) sino también costosa, tanto para los emisores que deben prepararla de acuerdo a los requerimientos normativos de cada país, como para las entidades de control, que deben contar con las estructuras necesarias para verificar su estricto cumplimiento por parte de los correspondientes agentes del mercado⁽⁸⁾. Y en determinados casos, sobre todo en países de escasa dimensión como el uruguayo, ese mayor costo podría representar una barrera que impida la libertad de acceso a empresas de reducido porte para financiarse en el mercado de valores; complicándose aún más la situación si se trata de empresas con capacidad limitada para acceder al mercado crediticio local.

Por último, ligado a ello, también se ha planteado que en la medida en que el fenómeno de la “institucionalización del ahorro” ha derivado en que cada vez menos sean los inversores minoristas que acudan directamente al mercado de valores, optando por hacerlo a través de determinados inversores institucionales (fondos de inversión, fondos de pensión, etc.), cabría replantear los requerimientos en mate-

⁸ Al respecto, STIGLITZ, Joseph en *La Economía del Sector Público*, pág. 83; Ed. J. M. Bosh Editor S.A., Barcelona, 1999.

ria de suministro inicial y regular de información para acercarse, en la medida de lo posible, más a las exigencias básicas de los inversores especializados que de aquellos que no lo son⁹.

3.3 *La transparencia informativa como sistema de protección de los inversores en el marco normativo uruguayo*

El principio de la transparencia es uno de los pilares del régimen normativo uruguayo, correspondiéndole al BCU velar por su efectivo cumplimiento (artículo 20 de la LMV).

En materia informativa, el artículo 5 de la LMV impone a los emisores de valores objeto de oferta pública la obligación de divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna toda la información esencial respecto de sí mismos, de los valores ofrecidos y de la oferta; considerándose tal, *“aquella información que una persona diligente consideraría relevante para sus decisiones de inversión”* (artículo 10 inciso 2 de la Ley N° 16.774 de fecha 27/9/96).

Tal cual surge del ámbito del Decreto N° 344/96 y de la RNMV, el contenido básico o mínimo de dicha información debe ser el relativo a la situación jurídica, económica y financiera del emisor, y de los valores objeto de oferta pública.

La LMV, el DR y la RNMV hacen referencia a las oportunidades en las que corresponde efectuar la divulgación de la información por los emisores que, básicamente, son las siguientes:

- a. en oportunidad de solicitar la autorización al BCU para efectuar una oferta pública (artículo 4 de la LMV y 11 y 12 del DR);
- b. al divulgar públicamente el prospecto de emisión en oportunidad de realizar una oferta pública de valores (artículo 15 y 16 del DR);
- c. tratándose de emisores inscriptos en el Registro del Mercado de Valores del BCU, los mismos quedarán obligados a presentar en forma semestral, como mínimo, durante todo el período que dure la oferta pública de sus valores, la información relativa a la situación jurídica, económica y financiera

⁹ Refiriéndose al mercado norteamericano, señala URETA DOMINGO que “es difícil cuantificar esta tendencia, pero se ha afirmado que en 1929, las pequeñas transacciones de inversores individuales representaban alrededor del 20% del volumen de la Bolsa de New York, en tanto que por ejemplo, en 1981, dicho porcentaje no llegaba al 2%”; en *Las instituciones del mercado: brokers y dealers*, pág. 273; trabajo que forma parte de la obra colectiva *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*; Ed. Ariel Economía, Barcelona, 1996.

- del emisor, y a los valores objeto de oferta pública, con la finalidad de mantener actualizada la información de los inversores (artículo 17 del DR); y
- d. en caso de producirse hechos o situaciones circunstanciales que, por su importancia, pudieran afectar positiva o negativamente el desenvolvimiento de sus negocios, sus estados contables o la cotización u oferta de sus valores, el emisor deberá informarlo por escrito al BCU en forma inmediata, veraz y suficiente, quién podrá ordenar a los emisores de valores y a cualquier entidad relacionada con los mercados de valores, que procedan a poner en conocimiento inmediato del público, tales hechos o informaciones significativas que puedan afectar la negociación de tales valores (artículo 18 del DR).

De acuerdo a lo previsto en la normativa de referencia, los estados contables presentados por los emisores, deberán estar acompañados del correspondiente informe de auditoría externa.

Asimismo, si bien la normativa vigente no prescribe la calificación de riesgo por una entidad autorizada a tales efectos como requisito de cumplimiento obligatorio en cualquier caso de realización de emisiones públicas de valores, sea cual fuere la naturaleza de éstos, existen algunos tipos de emisiones respecto de las que se ha previsto la obligatoriedad de la misma, a saber, a) emisiones de valores crediticios por un monto superior a los US\$ 3 millones o su equivalente; b) emisiones de obligaciones negociables realizadas por entidades de intermediación financiera; y c) emisiones de certificados de depósito a plazo fijo realizadas por entidades de intermediación financiera; ello, sin perjuicio de que conforme a su régimen estatutario, la Bolsa Electrónica de Valores Sociedad Anónima haya dispuesto que las emisiones de valores crediticios que se hagan a través de la misma deberán contar con el dictamen de una Agencia Calificadora de Riesgos actualizable semestralmente. Por otra parte, para determinados casos de inversiones realizadas por inversores institucionales como Entidades de Intermediación Financiera y Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional, también se requiere que los valores crediticios en que tomen posición tengan riesgo calificado, actualizable, como mínimo, anualmente.

En forma concordante al régimen de transparencia que instituye el marco regulatorio de la actividad en Uruguay, ante la solicitud de autorización para la realización de una oferta pública de valores, al

momento de otorgarla o denegarla el BCU se funda, pura y exclusivamente, en aspectos normativos-formales: en otras palabras, basta el cumplimiento de los requisitos impuestos por la normativa para la realización de una oferta pública de valores para que corresponda el otorgamiento de la autorización correspondiente, y sin que, por ende, puedan alegarse aspectos sustanciales o económico-financieros relativos a los valores cuya inscripción se solicita (por ejemplo, el elevado riesgo implícito) o a su respectivo emisor, para denegar la solicitud oportunamente planteada (sin perjuicio de ello –y aún sin disposiciones normativas puestas “en blanco y negro”, la Bolsa de Valores de Montevideo y la Bolsa Electrónica de Valores S.A. analizan los aspectos de fondo de la emisión, rechazando aquellas que se consideren de alto riesgo de incumplimiento o exigiendo, en su caso, colateralizaciones o garantías complementarias). En el mismo sentido, el artículo 13 del DR prevé que la inscripción que en tal caso se efectúe en el Registro del BCU sólo significa que la emisión ha cumplido con los requisitos establecidos por la normativa, y sin que, en consecuencia, constituya un juicio de valor acerca de la emisión ni sobre el desenvolvimiento futuro de la entidad emisora.

Ahora bien, al respecto proceden los siguientes comentarios acerca del régimen que a tales efectos prevé el sistema normativo uruguayo:

- A. El régimen vigente en materia de transparencia informativa hace, desde nuestro punto de vista, una adecuada simbiosis de los intereses –o derechos- de los emisores de acceder al mercado de valores para la captación de fondos con destino a sus respectivas actividades, y de los inversores a obtener información esencial vinculadas a las distintas alternativas de inversión que se le ofrecen, así como a escoger entre la más variada gama posible de instrumentos con diferentes perfiles de riesgo y rentabilidad asociada; pues aún tratándose de instrumentos de alto riesgo, en la medida que lleven asociada una rentabilidad acorde al mismo, podrán existir inversores interesados en tomar posición en dichos instrumentos¹⁰. Lo que sí es claro que deben contar con información para decidir fundadamente sobre una determinada alternativa de

¹⁰ Para ello, basta tener presente el importante mercado secundario existente en torno a los denominados “junk bonds” o “high yield bonds” (“bonos basura” o de “alto rendimiento”) en los Estados Unidos.

inversión; particularmente necesaria en estos casos a efectos de apreciar el llamado “diferencial de calidad” (“*quality spread*”) existente entre los diferentes tipos de valores.

- B. Los requerimientos impuestos en materia de suministro de información no parecen para nada excesivos (es más, en algunos casos serían, incluso, insuficientes); tanto considerando la realidad del mercado nacional, como ponderándolos respecto de las exigencias establecidas al respecto por la legislación de otros países.

Podrá aducirse, por ejemplo, que la exigencia de la calificación de riesgo¹¹ impone elevados costos a los emisores (más aún cuando se trata de emisiones de reducidos montos realizadas por pequeñas y medianas empresas), y que en determinados casos pueden llegar a traducirse en barreras de entrada al mercado; pero por otro lado son tan evidentes las ventajas que de ello se derivan para los inversores, que sería poco atinado suprimir dicho requerimiento. Más allá de las críticas que puedan hacerse a la actuación de dichas entidades, es claro que los dictámenes emitidos constituyen una guía simplificada y fácilmente comprensible de información de enorme importancia para los pequeños inversores, de tal manera que sin proceder ellos mismos a un riguroso análisis de la inversión, a partir del *rating* asignado a una determinada emisión (que, sencillamente, constituye una opinión acerca de las posibilidades de pago por parte del emisor –en el caso de un instrumento de deuda- del servicio de deuda y de su amortización en las condiciones pactadas), obtienen información sumamente útil sobre el riesgo asociado a la inversión a realizar. Por otra parte, analizando la situación del mercado local frente a las exigencias normativas previstas en otros mercados extranjeros, se aprecia que es por demás razonable el requerimiento de una sola calificación, actualizable según los casos, a los 6 meses o 1 año, frente a casos en los que se exige una doble calificación (Estados Unidos, Argentina y Perú, entre otros), y revisiones de los *ratings* asignados con una mayor periodicidad.

¹¹ Aún cuando de la mera lectura de las disposiciones normativas citadas en relación a la calificación surja que se exige la misma a partir de emisiones de determinado monto (lo cual deja al margen a las emisiones de pequeñas dimensiones, permitiéndole a los emisores reducir importantes factores de costo), es claro que si para acceder al sector del mercado inversor que representan las Entidades de Intermediación Financiera y las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional, se requiere que los instrumentos emitidos estén calificados, serán pocos los emisores que, en definitiva, no opten por calificar sus respectivas emisiones, además de por las obvias desventajas que se encontrarán frente a otros emisores cuyos valores estuvieren debidamente calificados.

dad (por ejemplo, en forma cuatrimestral).

Las críticas en este sentido vienen, por lo general, del sector de las PYMES, con escasa o nula tradición bursátil, usualmente conformadas a partir de una estructura familiar, sin adecuados cuadros gerenciales, y poco proclives a "abrir su empresa" suministrando información al mercado. Acceder al mercado de valores requiere un cambio de "mentalidad" de la empresa emisora, fundamentalmente cuando hasta ese entonces ha venido funcionando como una entidad "cerrada". En efecto, en primer lugar, tales empresarios deberán asumir que en caso de realización de emisiones públicas de valores sus respectivas empresas -en mayor o en menor medida, según los casos- se vuelven "públicas" ("*to go public*", como dicen los estadounidenses) como consecuencia de la periódica, amplia y completa información que deben suministrar (lo que, por cierto, puede llegar a insumir un compromiso considerable de tiempo de parte de funcionarios de diferente nivel jerárquico, sin mencionar los gastos adicionales). Por otra parte, deberán tomar conciencia de que necesitarán contar con una gerencia altamente capacitada, y que decisiones que antes se tomaban en forma unilateral, deberán adoptarse en reuniones formales del órgano de administración de tales entidades (por ejemplo, el Directorio) documentadas en las actas correspondientes.

No obstante, para las empresas que no están dispuestas a suministrar amplia información, su situación también es complicada en el tradicional sistema bancario, en donde al igual que en bursátil, la solitud de garantías complementarias es el instrumento más ampliamente utilizado para superar los problemas derivados de la existencia de asimetrías informativas, de los altos costos de búsqueda de información, y de las dificultades adicionales que representa la determinación del riesgo crediticio en tales casos. Y en este escenario, las empresas que no sean capaces de proveer las colateralizaciones requeridas para garantizar el financiamiento que requieren, a pesar de contar con proyectos de igual o superior rentabilidad y riesgo que los correspondientes a otras empresas de mayor porte y/o con mejores garantías crediticias, no podrán acceder a adecuadas fuentes de financiamiento para sus actividades. Si como usualmente se dice, la esencia de una operación de mercado de valores es el cambio de "crédito por información", es claro que si esta no es confiable o de difícil accesibilidad, los proveedores de financiamiento tenderán a exigir un mayor retorno en carácter de cobertura.