

40862

2  
2ej

**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA**  
**DE MEXICO**

**ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS PROFESIONALES**  
**ARAGON**

**MODERNIZACION DEL MERCADO DE VALORES**  
**EN PARAGUAY**

**DIVISION DE ESTUDIOS DE POSTGRADO E INVESTIGACION**

**MAESTRIA EN ECONOMIA FINANCIERA**

**TESIS**

**IGNACIO RAMON SERVIAN RENNA**

**1995**



Universidad Nacional  
Autónoma de México



## **UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso**

### **DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis está protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

## INDICE

### INTRODUCCION

#### CAPITULO I      MERCADO DE DINERO Y CAPITALES

1.1	MERCADO DE DINERO Y CAPITALES . . . . .	1
1.2	MERCADO DE DINERO . . . . .	6
1.3	FORMACION DEL PRECIO EN EL MERCADO DE DINERO . . . . .	7
1.4	INSTITUCIONES QUE SE DESENVUELVEN DENTRO DEL MERCADO DE DINERO . . . . .	9
1.5	MERCADO DE CAPITALES . . . . .	18
1.5.1.	ADR (American Depository Receipts). . . . .	20
1.5.2.	Mercado de Derivados. . . . .	24
1.5.3.	Hipótesis de los mercados eficientes y los mercados de valores. . . . .	30

#### CAPITULO II      EXPERIENCIAS LATINOAMERICANAS

2.1	EL MERCADO DE VALORES EN CHILE . . . . .	33
2.1.1.	La Superintendencia de Valores y Seguros. . . . .	33
2.1.2.	Las Bolsas de Valores. . . . .	34
2.1.3.	Los Agentes de Valores. . . . .	35
2.1.4.	Los Corredores de Bolsa. . . . .	35
2.1.5.	Los Emisores de Títulos de Oferta Pública. . . . .	35
2.1.6.	Los Inversionistas Institucionales. . . . .	36
2.1.7.	Los Valores de Oferta Pública. . . . .	39
2.1.8.	Desenvolvimiento. . . . .	41
2.2	EL MERCADO DE VALORES EN MEXICO . . . . .	42
2.2.1.	La Bolsa de Valores. . . . .	44
2.2.2.	Los Emisores de Títulos de Oferta Pública. . . . .	45

---

2.2.3.	Los Valores de Oferta Pública. . . . .	45
2.2.4.	El Mercado de Capitales. . . . .	45
2.2.5.	El Mercado de Dinero. . . . .	46
2.2.6.	Mercado de Metales. . . . .	47
2.3	<b>OTROS PRINCIPALES CENTROS FINANCIEROS</b>	
	<b>LATINOAMERICANOS. . . . .</b>	<b>47</b>
2.3.1.	El Mercado de Valores en Argentina. . . . .	47
2.3.2.	El Mercado de Valores en Brasil. . . . .	49
2.3.3.	El Mercado de Valores en Colombia. . . . .	52
2.3.4.	El Mercado de Valores en Perú . . . . .	54
2.3.5.	El Mercado de Valores en Venezuela . . . . .	56

**CAPITULO III PROPUESTAS PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES EN PARAGUAY**

3.1	CONDICIONES ESTRUCTURALES Y COYUNTURALES. . . . .	58
3.2	ESTRUCTURA DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES Y FUNCIONAMIENTO DE LA BOLSA DE VALORES. . . . .	62
3.3	PROBLEMAS DE LA BOLSA PARAGUAYA DE VALORES . . . .	64
3.3.1.	Problemas Instrumentales dentro del Mercado. .	68
3.4	ESTRATEGIAS PARA ALCANZAR SU DESARROLLO Y CONSOLIDACION . . . . .	70
3.4.1.	Reestructuración e Institucionalización. . . .	70
3.4.2.	Creación de nuevos instrumentos financieros para el desarrollo del Mercado de Valores. . . . .	74
3.4.3.	Impulsar el Mercado de Dinero y de Capitales. .	83

**CONCLUSIONES**

**BIBLIOGRAFIA**

---

## INTRODUCCION

El gran crecimiento de los negocios internacionales, la expansión de las grandes empresas transnacionales y el proceso paralelo de globalización de los mercados de capitales, han hecho que las distintas economías del mundo se inter-relacionen unas con otras, conformando un verdadero mercado integrado e interdependiente. Los capitales pueden fluir libremente para establecerse en aquellos países, donde las condiciones económicas y financieras sean las más rentables. Esto ha despertado una gran competencia por parte de todas las economías del mundo para atraer el capital a sus mercados. Para ello, han buscado sanear sus respectivas finanzas públicas, reducir niveles inflacionarios, dotar a sus mercados financieros de una mayor desregulación y apertura. Ello en vista de lograr un mayor grado de garantía a las inversiones extranjeras, se incorporan sofisticados equipos de telecomunicaciones, que les permitan enlazar mercados financieros en latitudes distantes.

Es de especial importancia que los mercados financieros latinoamericanos no queden fuera de este proceso globalizador de la economía contemporánea, puesto que son los principales países con necesidades de fuerte inyección de capital extranjero.

---

Por ello el Paraguay, como país latinoamericano, necesita incorporarse a la mencionada globalización de los mercados financieros, a través de la modernización de su sistema económico y financiero. Entonces es cuando cobra vital importancia el rol de los intermediarios financieros, tanto bancarios como no bancarios, quienes serían encargados de movilizar el ahorro a las actividades de inversión.

La intermediación financiera no bancaria ha comenzado a desarrollarse en el Paraguay, la cual a pesar de contar con años de atraso, en relación a sus similares de países vecinos (Brasil y Argentina), nos demuestra la necesidad de los agentes económicos por acceder a nuevas fuentes de financiamiento para sus actividades productivas.

Es por ello que este trabajo de investigación tiene por objeto proponer la incorporación de nuevos instrumentos bursátiles, además de la creación de instituciones en el Mercado de Valores paraguayo que apoyen su desenvolvimiento y den a éste un carácter institucional.

Será analizado para ello, los mercados de dinero y como de capitales de países latinoamericanos que han alcanzado un grado de desarrollo importante. En este sentido podrían igualmente propiciar un desarrollo en el Mercado de Valores paraguayo, si no semejante, sí eficiente dentro del contexto en el cual le tocará desenvolverse.

---

Estos aspectos se mencionarán, a través de los capítulos siguientes:

En el Capítulo I, se abordarán aspectos genéricos sobre la importancia de intermediación financiera bursátil, en especial de los mercados de dinero y el de capitales, en lo que respecta a su utilización y los últimos adelantos en los principales centros financieros mundiales.

El Capítulo II, da un panorama del nivel de desarrollo del mercado de valores en Latinoamérica, muestra la estructura e instrumentos financieros bursátiles aplicados en las principales economías del continente.

Posteriormente, el Capítulo III señala específicamente el Mercado de Valores de Paraguay, donde se menciona la situación actual del país y de su mercado de valores de reciente establecimiento, así como la Bolsa de Valores y Productos de Asunción, S. A. Para luego realizar propuestas para lograr su desarrollo, mismas que van desde la implementación de instrumentos financieros, tanto del mercado de dinero como del mercado de capitales, además de la incorporación de instituciones de apoyo similares a los mercados de valores de los principales países latinoamericanos y en especial de aquéllos que han obtenido un desarrollo importante. Todo ello en vista a modernizar el Mercado de Valores paraguayo.

---

Para realizar esta investigación existieron serias limitaciones como la falta de información referente al Mercado de Valores de Paraguay en México.

Esta falta es debida a la carencia de difusión de documentos por la misma Bolsa de Valores de Paraguay a nivel internacional. Ello se evidencia al no encontrar textos en México en instituciones tales como: la Comisión Nacional de Valores de México, Biblioteca Especializada de la Bolsa Mexicana de Valores, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), Centro de Estudios Económicos para América Latina (CEPAL), todos ellos con sede en México, D.F.

---



## **CAPITULO I**

### **MERCADO DE DINERO Y CAPITALES**

#### **1.1 MERCADO DE DINERO Y CAPITALES**

Uno de los elementos fundamentales dentro de una economía lo constituye la formación de capital. Para ello intervienen agentes económicos como son: las inversiones realizadas por el gobierno, la elevación del ingreso de las empresas y el aumento del ahorro de las familias.

Así pues, la economía que logre una formación de capital importante y sostenida, está en condiciones de alcanzar un importante nivel de desarrollo económico.

Una de las vías para alcanzar tales metas, consistiría en la generación y asignación eficiente de los recursos a través de la utilización y desarrollo del mercado de capitales.

El proceso de formación de capital conlleva tres pasos definidos que son: a) el incremento del volumen de ahorro; b) la movilización del ahorro a través del sistema financiero; c) el acto por medio del cual

se pasa a incrementar la cantidad de capital ya existente, se le denomina inversión.<sup>1</sup>

Para que este proceso cobre fuerza es necesario que exista dentro de la economía un amplio número de inversiones, y posibilidades potenciales de inversión.

Es entonces cuando la intermediación financiera cobra una especial importancia, haciendo de nexo entre el ahorro y la inversión, ampliando las guías para el flujo de recursos financieros a las unidades deficitarias por parte de las superavitarias. Así se logra la institucionalización del rol de los mismos, en la creación y estructuración del mercado de capitales.

Los mercados de capitales revisten vital importancia por su capacidad de dotarle al sistema financiero de mayor liquidez, sin estimular la inflación, puesto que los instrumentos financieros no monetarios (valores), emitidos por las empresas, no son de carácter inflacionario, por lo que ayuda a reducir la inflación generada por exceso de liquidez en el sistema económico.

La tasa de interés es un factor fundamental para que la política monetaria apoye al desarrollo de los mercados de capitales. En este

---

<sup>1</sup> Véase: Olcese Fernández, Jorge. Intermediación Financiera y la Inversión Institucional (Ensayos), México, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), 1980, pág. 1.

---

sentido es conveniente que la tasa de interés sea flexible en su estructura, para que ésta se ajuste por sí sola a las restricciones del mercado, sin dejar de contar con un control por parte de la autoridad monetaria. Ahora bien, esta presencia reguladora de la autoridad monetaria debe darse, a través de su intervención en el mercado, afectando de esa manera la tasa de interés por el volumen de su participación, y no en forma unilateral.

Al mismo tiempo co-existen dos tipos de mercados dentro del mercado público de valores, como son el primario y el secundario. El primero hace referencia a la colocación de títulos-valor por parte de los entes emisores a los agentes colocadores (casa de bolsa y bancos); en tanto el mercado secundario se da cuando los intermediarios financieros, antes mencionados, logran colocar en el mercado de valores los títulos-valor adquiridos con anterioridad de los entes emisores o empresas.

El más importante de los mercados mencionados es el primario, porque permite dotar de recursos frescos a los emisores. No obstante, tanto el mercado primario como el secundario deben de estar íntimamente relacionados y complementados entre sí. Un mercado secundario será fuerte, dependiendo del nivel de desarrollo y tamaño de la economía en la cual le toca desenvolverse y en parte de los ajustes que se den en el mercado primario a las expectativas, fluctuaciones y ciclos económicos.

Los mercados de valores benefician a las economías al disminuir el endeudamiento externo (privado y público) en moneda extranjera, y permiten que estos entes se financien dentro de la misma economía doméstica.

En lo que atañe al financiamiento, el mercado de valores ofrece sustanciales ventajas a las empresas que cotizan en "bolsa", pues a través de él es posible superar límites máximos de apalancamientos, restricciones de acceder a créditos las cuales pueden ser ocasionadas por falta de liquidez en el mercado, o por el corto plazo para reembolsarlo, además de considerar el alto riesgo que ello implica para las empresas al manejarse con altos niveles de apalancamiento.<sup>2</sup>

La reducción de distinciones entre inversionistas nacionales y extranjeros entre instituciones nacionales y extranjeras o entre bancos comerciales o casas de bolsa, es otra de las características de la desregulación y globalización de los mercados financieros. Así como la formación de mercados de valores a través de la reducción del crédito bancario por la emisión de valores de preferencia de grandes empresas, y la comercialización de activos que antes no eran comercializados como son los créditos bancarios, las hipotecas, las cuentas por cobrar de una empresa; en donde los bancos comerciales han desarrollado un papel importante. También aparecen nuevos productos financieros como son las operaciones financieras, futuros, warrants, swap tanto de moneda como

---

<sup>2</sup> Véase: Marmolejo González, Martín. *Inversiones*, Instituto Mexicano Ejecutivo en Finanzas, A.C., México, 1985, págs. 430 - 431.

---

de tasa de interés, que dan mayor protección al inversionista. Haciendo así, que estos inversionistas u operadores institucionales diversifiquen sus carteras de inversión con valores extranjeros, con lo que se ha incrementado la internacionalización de los activos de los fondos.

A la par del desarrollo de estos grandes centros financieros internacionales, surge la presencia de economías emergentes, que son: mercados nuevos que sin consolidarse aún como grandes centros financieros ofrecen buenas posibilidades de inversión, y tasas de retorno nada despreciable. Estos mercados emergentes se dan, por lo general, en países en desarrollo, asiáticos y latinoamericanos como es el caso de México, Chile, Brasil y Argentina. Así surgen múltiples propuestas de captación de inversiones extranjeras para las naciones antes mencionadas.

Gran parte del desarrollo de estos centros financieros se enfocan en la movilización de recursos a través de los intermediarios financieros, los cuales se les ha dotado de una gama de innovaciones tecnológicas, en lo referente a comunicaciones e informática (telemática). Esto ha contribuido al desarrollo de enlaces entre diferentes mercados ubicados a distintas latitudes del globo, generando el único mercado intercomunicado.

Este fenómeno en particular es fácil de apreciar, sobre todo en los intermediarios financieros no bancarios, quienes han absorbido en gran parte esta tecnología de punta, para el desempeño de sus actividades.

Esta modernización del mercado de valores, llega a abarcar en todos sus aspectos, tanto en el corto plazo (mercado de dinero) como en el largo plazo (mercado de capitales). Mercados que se encuentran interrelacionados entre sí y enlazados con el mundo las 24 horas.

A continuación serán descritos ambos mercados, la importancia para el financiamiento de los distintos agentes económicos y la movilización de los recursos financieros.

## 1.2 MERCADO DE DINERO

El mercado de dinero es la instancia donde concurren oferentes y demandantes de dinero en el corto plazo, desarrollan las actividades de intermediación financiera, captación de recursos o fondos y oferta, comercialización de deuda o de pasivos documentados como títulos y reconocidos como instrumentos del mercado de dinero. El mercado de dinero posee cinco elementos, los cuales constituyen elementos base de su funcionamiento. Estos elementos son:

1) **Oferentes:**

- Unidades superavitarias
- Unidades con excedentes monetarios
- Inversionistas potenciales (personas físicas, morales, extranjeras, públicas, privadas y Gobierno).

2) **Demandantes:**

- Unidades deficitarias
- Unidades con necesidad de financiamiento de sus capitales de trabajo.
- El Gobierno

3) **Intermediarios:**

- Casas de Bolsa
- Especialistas bursátiles
- Intermediarios financieros bancarios
- Intermediarios financieros autorizados

### 1.3 FORMACION DEL PRECIO EN EL MERCADO DE DINERO

El precio en el mercado de dinero está determinado por las fuerzas de la oferta y la demanda. Las fuerzas de la oferta de la demanda deben ser estudiados desde dos puntos de enfoque como son el del dinero y el del papel.

**A) El punto de vista del dinero:**

El dinero es analizado el dinero como una mercancía más, lo cual posee un valor en el mercado que es la tasa de interés. En tanto los instrumentos financieros, son la contrapartida del mismo, siempre y cuando no sea intercambiado por otro tipo de bien.

**B) El punto de vista del papel o instrumentos de inversión:**

Siempre una demanda de dinero es influida por una oferta y, una oferta de dinero estará representada por una demanda de papel o instrumentos. Esto representa el fundamento de las negociaciones en el mercado de dinero.

También existen otros factores que influyen en el precio en el mercado de dinero como son el riesgo y el plazo de las inversiones. El plazo juega un papel preponderante, tiende a afectar el precio y las decisiones de inversión, según se presenten las perspectivas a futuro, como la inflación, o intervenciones en el mercado de las autoridades monetarias a través de operaciones de mercado abierto, afectando así los agregados monetarios.

En los principales centros financieros mundiales, las tasas de rendimiento a largo plazo tiende a ser menor que el corto plazo, debido a los bajos riesgos y estabilidad económica de estos centros, siendo así la antítesis de los mercados inestables de los países en desarrollo.



### Los Rendimientos.

Se entiende por rendimiento el beneficio obtenido por unidad de inversión, al cabo de cierto período de tiempo, constituye un factor vital para la toma de decisión del individuo.

En todo ello el costo de oportunidad juega también un papel no menos importante, puesto que al decidirse por un tipo de inversión en particular, y desecha las demás posibles inversiones incurre en lo que llamamos un costo de oportunidad.

Por estas razones es que el costo de dinero no es todo por el monto o cantidad sino en el que se recibe o desembolsa. Esto toma vital importancia en época de inflación en que cada minuto que pasa, se va reduciendo el poder adquisitivo de la moneda.

#### 1.4 INSTITUCIONES QUE SE DESENVUELVEN DENTRO DEL MERCADO DE DINERO

En la actualidad los principales participantes del mercado de dinero son la Tesorería o Ministerio de Hacienda de un país, actuando el Banco Central como agente de la Tesorería emitiendo deuda, y lleva a cabo operaciones de "mercado abierto". También el Banco Central participa en los mercados de dinero internacionales.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Mansell Carstens, Catherine. Las Nuevas Finanzas en México, Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas, A.C. e Instituto Tecnológico Autónomo de México, A.C., México, 1993. (Véase capítulo Mercado de dinero), págs. 135-149.

---

Entre los principales participantes del mercado de dinero encontramos:

**A) Ministerio de Hacienda:**

Para darle un marco institucional es fundamental la participación del Estado en el mercado de dinero.

El gobierno, por lo general, solicita préstamos cuando por diversas razones, sus ingresos no le permiten cubrir sus egresos. Por ello el Ministerio de Hacienda emite documentos a corto plazo, siendo el Banco Central quien como agente financiero de la Tesorería, convoca a una oferta pública primaria, donde son subastados los documentos a un valor inferior a su valor nominal (descuento), el cual es traducido luego a una determinada tasa de interés.

**B) Banco Central:**

Actúa como agente colocador de la Tesorería y a su vez hace de institución de depósito para, posteriormente, desembolsar los depósitos en función de los requerimientos del gobierno. A su vez el Banco Central controla la oferta monetaria nacional a través de la compra y venta de estos instrumentos, manejando así la tasa de interés a lo baja o a la alza, en lo que se denomina "operaciones de mercado abierto".

Es por ello relevante el mercado de dinero, puesto que a través de ello y con la utilización de los CETES como instrumento en el caso de

---

México, el Banco Central puede determinar la tasa de interés, en conformidad con el juego de la oferta y la demanda, y de ese modo sanear y dar confianza al mercado financiero. Puesto que de no respetar dichas fuerzas de oferta y demanda en la determinación de la tasa de interés, distorsionaría el mercado de dinero y la economía en general, ocasionando una fuga de capitales o el desplazamiento a otros instrumentos no regulados.

El Banco Central realiza operaciones de mercado abierto, en el mercado primario y en el secundario. El mercado primario es agente colocador de papel o comprador para su propio portafolio. El mercado secundario realiza la mayoría de las operaciones de Open Market (mercado abierto).

En el caso mexicano, el principal instrumento con el cual se realizan las operaciones de mercado abierto son los CETES, y es a su vez la espina dorsal del mercado de dinero. Este instrumento es colocado por el Banco Central a descuento en una subasta primaria.

**C) Empresas:**

Las empresas también participan en el mercado de dinero, en forma de inversionistas y de prestatarios. Las empresas cuentan con una cierta cantidad de activos líquidos resultado de sus diversas actividades. Estos activos líquidos pueden ser invertidos por las empresas en el mercado de dinero, para la obtención de rendimientos a

una tasa de interés dada con menos riesgos y a corto plazo. También se dan casos en que las empresas necesitan financiarse, en forma rápida y a corto plazo. Por lo general en instituciones bancarias, representaría recurrir a un préstamo caro, mientras que en el mercado de dinero las empresas pueden emitir papel comercial a tasas no muy altas.

Un factor muy importante para las empresas es la capacidad de disponer en forma rápida recursos para hacer frente a eventualidades, situaciones que poseen inversiones en activos no líquidos puede ser catastrófico, puesto que se verían obligados a tomar préstamos, mientras poseer inversiones en el mercado de dinero, otorga a su poseedor la capacidad de obtener liquidez en forma casi inmediata.

También es posible para grandes empresas ya arraigadas en el mercado nacional como internacional, la posibilidad de emitir deuda en los mercados internacionales de corto plazo ("off shore"), lógicamente denominados en moneda fuerte pudiendo ser dólar estadounidense, marco alemán o yen.

**D) Bancos comerciales y otras instituciones financieras:**

Por lo general, es la banca de inversión la encargada de intermediar títulos, en lo referente a la suscripción de títulos, a la distribución y corretaje de valores. Son denominados Bancos Universales, los que aglutinan las funciones de banca comercial y de

inversión, comunes en Europa continental. En el caso mexicano los grupos financieros se aproximan al concepto de Banca Universal.

Los bancos comerciales y otras instituciones financieras participan como compradores y vendedores en el mercado de dinero por razones se mencionan a continuación: obtener un mayor interés posible a un nivel dado de riesgo, obtener financiación a menor costo posible y mantener un nivel de:

D.1) Obtención de mayor interés para un determinado nivel de riesgo:

Se puede dar el caso de que un banco comercial, llegue a colocar un certificado de depósito a "x" tiempo y tasa de interés. Por lo tanto, obliga a la institución a colocar en el mercado el importe de dicho certificado. En caso de que no pueda hacerlo por causas diversas del mercado, esta institución podría acceder al mercado de dinero comprando instrumentos que devenguen una tasa de interés superior a la cual se comprometió a pagar (es lo que se da en llamar riesgo de tipo de interés).

D.2) Obtención de préstamos baratos:

En el caso de que una institución bancaria hace la colocación de efectivo a una determinada tasa de interés y plazo, necesita fondearse con depósitos que al cual pague con la tasa menos a la colocada. Si se diera el caso de que no pudiera obtener un depósito

similar, la institución financiera prestamista puede recurrir al mercado de dinero y fondearse vía certificados de depósitos negociables.

Al poseer mayores alternativas de fondeo debido a la diversidad de instrumentos al mercado de dinero, lo que puede ayudar a reducir costos.

**D.3) Obtención de liquidez:**

La liquidez es un factor vital para la banca en general, si se carece en un momento determinado de ella podría verse imposibilitada de hacer frente a sus obligaciones a corto plazo, como son retiros inesperados de depósitos. Cuando un banco se encuentra con baja liquidez, éstos pueden acudir al mercado de dinero y obtener préstamos para cubrir su falta de liquidez.

En caso de que la institución financiera sea capaz de tener fácil acceso a mercados de dinero internacionales "off shore", pues sus posibilidades de fondeo serán mayores.

**E) Casas de bolsa:**

Estas son las encargadas de la suscripción, distribución, corretaje y administración de los fondos de inversión o sociedades de inversión. Estos pueden ser tanto de los mercados de dinero como de capitales.

Las suscripciones de los instrumentos financieros, en especial del papel comercial en el mercado de dinero se realiza de 2 maneras, en firme o bajo el menor esfuerzo. En el primer caso el suscriptor o casa de bolsa adquiere la totalidad de la emisión de una determinada empresa en el mercado primario y luego colocarlo a sus respectivos clientes. Obteniendo ganancias por el descuento recibido en la subasta primaria más el precio en el cual coloca al inversionista.

En tanto la suscripción al menor esfuerzo, el suscriptor o casa de bolsa, sólo se limita a colocar el documento a sus clientes al mejor precio posible, sin adquirir un riesgo específico, en este caso quien adquiere un mayor nivel de riesgo es el emisor, puesto que el monto y el precio de los documentos quedan a merced del mercado y las ganancias del suscriptor son obtenidas por las cuotas cobradas al emisor.

En el caso de México las suscripciones se realizan por lo general en firme prefiriendo que el suscriptor absorba todo el riesgo que implica la colocación en el mercado secundario de los mencionados instrumentos, y las empresas invitan a las casas de bolsa y bancos a participar de sus suscripciones.

**F) Distribuidores (Dealers):**

Estas instituciones financieras operan en el mercado de dinero comprando y vendiendo instrumentos, y obtienen beneficios por el diferencial entre el precio de compra y el de venta. Esta modalidad es

muy utilizada en los Estados Unidos, en donde cuenta con distribuidores en el mercado primario y el secundario. Los "dealers" del mercado primario operan directamente con la Tesorería de la Reserva Federal en las operaciones de mercado abierto.

Los "dealers" del mercado secundario sólo se limitan a comprar y vender títulos del Gobierno de los Estados Unidos, tanto entre ellos mismos, los del mercado primario y también con los inversionistas.

En México la Secretaría de Hacienda le otorga a las casas de bolsa y bancas de inversión la posibilidad de participar directamente en el mercado primario.

G) Los Corredores (Broker):

El corredor es la persona encargada de intervenir en la compra y venta de valores. En la actualidad, el nombre es más utilizado por personas morales que físicas y el término es muy utilizado para operadores de piso y rara vez se le llama al promotor o asesor de inversiones.

Existe una diferencia importante entre el corredor y los "dealers", puesto que los dealers (distribuidores), mantienen un acervo importante de documentos en su poder, mientras que los corredores, sólo se encargan de poner en contacto a compradores y vendedores sin tomar una posición en el mercado; y sus utilidades recaen el diferencial



entre el precio de compra y el de venta en el mercado secundario. Estos Broker, facilitan a los poseedores de documentos el poder conseguir rápidamente compradores para sus instrumentos, sin tener que salir a buscarlo en el mercado. En el caso mexicano esta función la realizan las casas de bolsa.

**H) Sociedad de inversión:**

Otro importante medio de movilización de instrumentos del mercado de dinero es el que realizan las casas de bolsa y bancos, al constituir fondos de inversión o sociedades de inversión. Dichos fondos se conforman como portafolios de inversión, en donde se encuentran varios tipos diversificados de instrumentos. Permite al inversionista pequeño el acceder al mercado de valores, además del hecho de poder gozar de una diversidad de instrumentos y tasas de interés más altos, lo que se le dificultaría al invertir en un solo instrumento, y afrontando un alto riesgo de una escasa diversificación del mismo.

Algunas instituciones financieras bancarias logran colocar en dichos fondos dinero de sus clientes corporativos vía cuenta de cheque con los mismos. Esto le posibilita a las empresas el poder ganar mayor interés sobre sus tenencias o excedentes de efectivo, resultado de sus diversas operaciones.

## 1.5 MERCADO DE CAPITALS

Los mercados de capitales son aquellos mercados de instrumentos negociables con participaciones de capital, bonos, debentures, tanto a largo como a corto plazo, y también incluye instrumentos no negociables como son los depósitos bancarios. Incluso existen algunos investigadores, que afirman que el concepto de mercado de capitales puede ampliarse aún más y abarcar todo tipo de inversiones en las cuales se encuentre latente algún tipo de riesgo, como ejemplo se podrían citar: las inversiones en bienes raíces, el oro, algunos instrumentos no financieros como los sellos, obras de grandes pintores, esculturas y vinos añejos. Esta sugerencia, en la realidad no es del todo fuera de lugar o desatinada, puesto que se ha observado que con frecuencia ciertas instituciones financieras, desde la década de los 70 ha comenzado a realizar estos tipos de inversiones con el fin de protegerse mejor de influencias inflacionarias. Es lo que se da en llamar "inversiones alternativas".

En su aspecto más específico y pragmático, se entiende que el mercado de capitales, es un mercado donde participan diversos tipos de instrumentos financieros, como son bonos, acciones, letras, etc., donde todos ellos llevan por característica fundamental una fecha de expedición ubicada cronológicamente en el largo plazo.

Los empresas y el gobierno acceden a dinero fresco y barato a largo plazo, para sus respectivos financiamientos, y que estos recursos sean destinados posteriormente por las unidades económicas en la adquisición de capital fijo con el cual aumentan su capacidad productiva y aprovechan en forma rápida y eficiente las oportunidades que el mercado presenta.<sup>4</sup>

El mercado de capitales entendido en su forma no muy genérica, más específica y referente a los valores cotizables en las Bolsas de Valores, vemos que es diferente del mercado de dinero, el cual es un mercado de corto plazo en el cual se dan con más fuerza factores de tipo emocionales, o de expectativas, reforzado o retroalimentado por condiciones de carácter coyunturales. En tanto que en el mercado de capitales, intervienen otras variables de carácter económico y político. En especial de carácter macro-económico que nos da la pauta del futuro desenvolvimiento de la economía como un todo. Estas variables macro podrían ser: comportamiento de la demanda agregada, políticas presupuestales, tipo de cambio, tasa de interés esperada; crecimiento o disminución del producto interno bruto y niveles inflacionarios esperados.

Es importante el considerar todos estos aspectos porque nos dan el marco económico de referencia en el cual tendrán que desenvolverse las

---

<sup>4</sup> Kitchen, Richard L. Financiamiento para los Países en Desarrollo. México, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), 1990, págs. 33 - 35.

---

distintas unidades económicas, puesto que bajo condiciones económicas adversas estas unidades económicas se pueden ver afectadas en el desenvolvimiento de los mercados y en los procesos de producción, además de la posible caída o alza de sus acciones en los mercados secundarios, tanto nacionales como internacionales.

Cuando nos referimos a mercados secundarios internacionales, hacemos referencia de los ADR y GDR (American Depositary Receipts y Global Depositary Receipts, respectivamente), que constituyen una nueva e importante alternativa de financiamiento para las empresas de cierta envergadura, que a través de estos medios, les es posible acceder a financiamiento fuera de sus propias fronteras, para incrementar el capital de trabajo y financiar sus proyectos de desarrollo y crecimiento.

#### 1.5.1. ADR (American Depositary Receipts).

El gran desarrollo que han alcanzado, los mercados de valores internacionales, han motivado la creación de más y mejores tecnologías, para la realización y mejor desenvolvimiento de sus actividades.

Este desarrollo de los mencionados mercados, sumados al avance de la tecnología en las comunicaciones y la informática, lleva sin lugar a dudas a la globalización de los servicios financieros, en vista a la ampliación de los mercados más allá de las fronteras nacionales, que consolidan la internacionalización de los mismos.

La necesidad de las empresas de financiarse con recursos provenientes de otras fronteras, es lo que en esencia ha dado origen a los (ADR), éstos constituyen un certificado negociable, que opera y cotizan en el mercado accionario de los Estados Unidos de América, donde la empresa emisora deberá pertenecer en forma mayoritaria a inversionistas no estadounidenses.

Los ADR, ofrecen una serie de beneficios de toda índole como son, el facilitar a los inversionistas extranjeros el que sus adquisiciones en acciones estén respaldadas por instituciones jurídicas y garanticen confiabilidad de los instrumentos. Además los ADR amplían y diversifican las posibilidades de las empresas de adquirir capitales para financiar sus proyectos.

Existen dos tipos de ADR los cuales pueden ser: ADR no patrocinados (Un-sponsored) y ADR patrocinados (Sponsored), donde la principal diferencia radica en las bases de la celebración de un contrato de los servicios. En el caso de los ADR no patrocinados, no existe acuerdo entre las empresas emisoras y las instituciones depositarias, puesto que éstos son emitidos directamente por los bancos de inversión norteamericanos que poseen las acciones extranjeras y que pueda avalar su colocación. Esta institución bancaria, maneja los ADR como un instrumento más de portafolio para sus inversionistas.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Véase: Asociación Mexicana de Intermediación Bursátiles, A.C., Operaciones del Mercado de Valores en México, págs. 113 - 114.

---

En el caso de los ADR patrocinados, sí existen acuerdos entre la empresa emisora y las instituciones depositarias el cual se ampara bajo un contrato (Acuerdo de Depósito o Contrato de Servicios), entre las empresas no norteamericanas deseosas de cotizar sus acciones y una institución bancaria norteamericana. En este caso la emisión se realiza con dirección e iniciativa de la empresa emisora, la cual además deberá disolver todos los costos administrativos y comisiones que generen la colocación. En este caso no necesita cubrir todas las regulaciones y requisitos de la (S.E.C.) "Securities and Exchange Commission", la cual se encarga del control de las figuras jurídicas en las operaciones de ADR.

Existen 3 niveles de ADR patrocinados: el 1er. nivel implica requisitos de riesgos mínimos y se comercian en el mercado extra bursátil; el 2º nivel, están ya más sujetos a registrar por parte de la (S.E.C.), y además de poder cotizarse en el mostrador, también la pueden hacer en la Bolsa de Valores de E.U.A.; el 3er. nivel, ya están sujetos a requisitos tanto de información como de registro más estricto, y son más utilizados para obtener capital fresco.

El gran auge que han tenido los ADR, ha sido vital para muchas empresas en búsqueda de financiamiento. Hoy sobrepasan las novecientas cotizaciones, los cuales provienen de 31 países.

Es menester el mencionar la existencia de GDR (Global Depositary Receipts), los cuales son similares a los ADR. A diferencia que estas, son acciones colocadas en otros mercados distintos a los de los Estados Unidos, (generalmente en los mercados europeos). Muchas veces se hacen colocaciones simultáneas tanto en ADR como en GDR, con el fin de darle más penetración a las emisoras y prestigio internacional.

Además de los mencionados ADR y GDR existen otros instrumentos similares a los anteriores, como son los ADRs y los GDRs. Estos instrumentos ofrecen la ventaja de poder hacer colocaciones primarias como secundarias de acciones, contando con un número menor de requerimientos en información financiera que sus similares ADR y GDR. En contrapartida, son exigidos para los participantes a estos mercados, el que sean inversionistas únicamente institucionales y del país de donde provengan, cuenten con un mercado de valores institucionalizado y tecnificado.<sup>6</sup>

Es importante destacar que en los ADR y GDR pueden participar inversionistas institucionales como personas físicas mientras que en los ADRs y los GDRs sólo pueden tener parte inversionistas institucionales como ya fue mencionado previamente.

---

<sup>6</sup> Para mayor información al respecto, véase la Regla 3 y la Regla 166-A, Ley del Mercado de Valores de los Estados Unidos de Norteamérica.

---

### 1.5.2. Mercado de Derivados.

Los mercados de derivados ofrecen una serie de instrumentos para su configuración; como lo son las Opciones, Warrant y Futuros. Los cuales se derivan de otros instrumentos del Mercado de Valores como las acciones y los bonos. Así tenemos:

#### A) Opciones:

Por opción entendemos al derecho, mas no la obligación de comprar o vender una determinada cantidad de un bien (una acción, divisas, instrumento financiero, etc.) a un precio preestablecido (el precio de ejercicio), dentro de un período predeterminado. Existen dos tipos de opciones: opción de compra (call option) y opción de venta (put option). En los mercados financieros internacionales se utilizan para acciones, divisas, tasas de interés, contratos de futuro e índices. Las principales Bolsas en las cuales se cotizan, son las de Chicago Board Options Exchange, Chicago Board of Trade y Philadelphia Stock Exchange. Además podemos mencionar a instituciones bancarias más prestigiosas de países como E.U.A., Europa, Japón, quienes también lo utilizan para adaptarlos a sus necesidades de coberturas de riesgos tanto en tasas de interés como en tipo de cambio.<sup>7</sup>

El desarrollo de las opciones hoy adquiere tal dimensión que diariamente 200 opciones sobre acciones se registran en la Chicago Board of Trade, además de las opciones sobre índices de la "Standar and

---

<sup>7</sup> Mansell Carstens, Catherine. op. cit. pág. 327.

---



Poor's 100 índice", también dados en llamar "blue chip" que cotizan como acciones selectos en el New York Stock Exchange (Bolsa de Valores de Nueva York).

Las operaciones con opciones, son totalmente independientes de las empresas emisoras, puesto que dichas operaciones se realizan exclusivamente en los mercados secundarios.

En las opciones de compra (call option), ésta otorga a su proveedor el derecho a comprar acciones a un precio predeterminado, días antes de la fecha de expiración especificada en la opción.

Por otro lado, en las opciones de venta (put option), le confiere a su tenedor el derecho de vender acciones a un precio predeterminado días antes de la expedición de la opción.

Por lo general, el inversionista no adquiere las acciones, sólo especula con las alzas y las bajas de las mismas comprando opciones "call" y "put" respectivamente, siguiendo la tendencia del mercado.

Como se mencionó con anterioridad, existen varios instrumentos sobre los cuales se aplican las opciones, entre ellos el más importante es el de tasa de interés, puesto que permite una especulación con

certificados gubernamentales y una tasa de interés tanto a corto como a largo plazo.<sup>1</sup>

En México sólo se operan a través de corredores en el mercado internacional, entre ellos encontramos a BANAMEX, Banca CREMI, quienes operan con contratos a futuro. En Paraguay no existen, pero podrían tener en un futuro y con proyección sobre todo las opciones sobre el índice de cotizaciones.

**B) Warrant:**

Son valores convertibles creados por las mismas empresas emisoras. Los Warrant son muy similares a las opciones de compra (call put). Lo que equivale a decir que un Warrant es un compromiso del tenedor, a adquirir acciones a un precio preestablecido en dicho Warrant.

Los Warrant poseen la peculiar característica de que son emitidos exclusivamente por casas de bolsa, instituciones financieras y empresas, y no son creados por inversionistas. Además los Warrant son: instrumentos específicos, no posee varias modalidades, como otros instrumentos del mercado de derivados; los Warrant, forman parte integral de bonos y obligaciones, lo cual hace subir el precio de los bonos y obligaciones aunque pueden venderse por separado según las circunstancias del mercado.

---

<sup>1</sup> Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles, A.C., Operación del Mercado de Valores en México, págs. 220 - 222.

---

Por lo general, se utilizan la relación de 1 a 1, o sea una acción por Warrant.

En general, el precio de ejercicio del Warrant, excede al precio de mercado de las acciones en cuestión en el momento de la emisión del Warrant.<sup>9</sup>

C) Futuros:

Los contratos de futuros no son otra cosa que un contrato adelantado que se comercia en la bolsa. Es, por lo general, utilizado para realizar especulaciones como para realizar coberturas sobre precios y tasas de interés, en un mercado mundial cada vez más volátil.

Los futuros comenzaron a tomar un gran desarrollo, a mediados de los ochenta, cuando se dio un gran auge en la creación de nuevas bolsas de futuros, siendo las más importantes: Chicago Board of Trade y el Chicago Produce Exchange, posteriormente llamado Chicago Mercantile Exchange (es importante mencionar que el mercado de futuros nació en Chicago). Otras bolsas de futuro importantes son: London International Financial Futures Exchange, (L.I.F.F.E.), Singapore International Monetary Exchange (S.I.M.E.X.).

En el caso japonés, se puede observar cómo los mismos introdujeron nuevos contratos a futuro que fueron negociados en las Bolsas de

---

<sup>9</sup> *Ibidem.*, pág. 233.

Valores de Tokio y Osaka, tomando como parámetro el índice "Nikkei" sobre depósitos en Euroyenes y Eurodólares.<sup>10</sup>

Además se crearon otros como el Deutsche Terminborse (D.T.B.) en Frankfurt y el Marché à Terme des Instruments Financiers (M.A.T.I.F.) en París.

La gran competencia desarrollada por los distintos mercados de futuros internacionales, han favorecido el desarrollo de la tecnología incorporadas a los mismos, es así que se creó el Chicago Mercantil Exchange y Renters, lanzaron un nuevo proyecto en 1989, llamado "Globex", el cual permitirá operaciones a través de la telemática, fuera del horario del piso de remate.

Para el manejo de los futuros, es importante el tener en cuenta que existen elementos fundamentales en un desenvolvimiento como:

C.1) El Contrato:

Es un acuerdo entre 2 partes donde se establece una promesa de adquisición o venta de un bien en el futuro a un precio predeterminado.

Los contratos a futuro, pueden ser utilizados como pólizas de seguros, contra cualquier variación en el precio. Por lo general, estos

---

<sup>10</sup> Mansell Carstens, Catherine. *op. cit.*, pág. 280.

contratos no llegan a efectivizarse, puesto que por lo general al sufrir variación de precios o expectativas a futuros, éstos son cancelados con contratos opuestos sobre el mismo instrumento o bien.

C.2) El proceso de Cámara de Compensación:

La realización en efectivo o la cancelación por posiciones opuestas se llevan a cabo en una cámara compensadora parecida a los de los bancos y casas de bolsa. En forma similar a las Bolsas de Valores, también existen bolsas de futuros, el cual posee su propio local en el que se desarrollan las operaciones de compra venta de futuros (piso de remate), en el cual se subastan los contratos de futuros, por agentes, los cuales deben estar debidamente reconocidos.

C.3) Compra venta de contratos:

Para realizar la compra-venta de contratos a futuros, es requisito que las partes interesadas realicen un depósito que oscila entre el 5% y 20% del valor del contrato (Margen Inicial).

Sobre estos depósitos mencionados no se pueden realizar giros, así como tampoco solicitar préstamos utilizando estos contratos como depósitos, además éstos no ganan intereses.

1.5.3. Hipótesis de los mercados eficientes y los mercados de valores.

Se entiende por un mercado eficiente aquél en la que toda la información del mercado es comprendida por los participantes, y se incorpora inmediatamente al precio del mercado.

En suma, la teoría de los mercados eficientes sostiene que los precios del mercado ya contienen toda la información existente y por lo tanto resultaría inútil el tratar de obtener información pasada en los registros.

En esta teoría se supone que todos los hechos predecibles ya están incluidos en los precios, pero no puede llegar a ocurrir lo mismo con los impredecibles.<sup>11</sup>

Esta nueva teoría está estrechamente ligada con otra; la de "Las Expectativas Racionales", propuesta por Milton Fridman al cual denominó "M.E.R.". Según esta teoría (M.E.R.), se podría llegar a comprender mejor a la economía si consideramos que todas las economías son eficientes. Así pues, cualquier política predecible ya estaría incorporada a los precios, y no tendría ningún efecto sobre la política económica. Sólo las políticas nuevas e impredecibles pueden llegar a afectar la producción y los precios.

---

<sup>11</sup> Véase: Samuelson, Paul A. y William D. Nordhus, Economía, México, McGraw-Hill, 1989, pág. 345.

---

Se han realizado numerosos estudios en mercados eficientes como el de Nueva York, para medir la velocidad a la cual se ajuste la información al precio, y se calcula que es en un plazo máximo de 30 segundos.

En síntesis según la misma teoría no es posible vencer al mercado, puesto que todos poseen las mismas informaciones lo cual es libre y además todos aceptan un determinado nivel de riesgo según las expectativas de ganancias, y para ello propone como solución la diversificación de las carteras de inversiones, con instrumentos de poco riesgo con instrumentos de un riesgo mayor.

Pero en el mundo real vemos, que los mercados no son perfectamente eficientes, y hay posibilidades de obtener grandes ganancias, con base a informaciones internas de las empresas, o bien por el arte de identificar rápidamente imperfecciones del mercado, que otros no los distinguan.

Esta teoría fue desarrollada primeramente por Fama (1970) y más recientemente por Samuels (1981). El autor concluye que no existe mercado perfectamente eficiente pero entre los que más se acercan a la eficiencia como el de Nueva York, en lugares posteriores a los de Londres, Tokio, y de los otros mercados solamente el de Frankfurt.

Ahora bien, cuando aplicamos la misma teoría de los mercados eficientes a países en desarrollo, lógicamente las condiciones cambian, pues éstos adolecen de graves problemas que lógicamente los llevan a ser ineficientes. En primer lugar estos mercados, por lo general, tienden a ser pequeños, con una limitada cantidad de instrumentos, los cuales no les permiten crear carteras diversificadas de inversión, además una regulación del mercado y de los estándares de información, lo que hace que se consiga información y otros no lo poseen, haciendo posible de esa manera vencer fácilmente al mercado y obtener ganancias. Otra ineficiencia importante constituye el hecho de las diferentes percepciones del riesgo y en las percepciones de los inversionistas. Esta es una característica de los mercados emergentes o nuevos los cuales no poseen mucha experiencia y conocimiento del mercado.<sup>12</sup>

No obstante, la teoría de los mercados eficientes tiene cierta validez en las economías en desarrollo, puesto que permiten analizar y explicar ciertos fenómenos que se suscitan en el mercado de valores, y la variación de los precios que se dan en los mismos.

---

<sup>12</sup> Kitchen, Richard L. op. cit. pág. 61 - 65.

---



## CAPÍTULO II

### EXPERIENCIAS LATINOAMERICANAS.

En este capítulo pasaremos a analizar algunas experiencias del Mercado de Valores en los principales centros financieros de Latinoamérica. Es por ello que se hace mayor hincapié en aquellos mercados emergentes del continente que han logrado un mayor tamaño, en cuanto a su nivel de capitalización. Entre esta categoría de mercados, se destacan en especial dos, los cuales lo constituyen el Mercado de Valores, de Chile y de México. Mercados que se disputan los primeros puestos entre los Mercados Emergentes del Mundo. De ello surge la importancia de su especial consideración, como lo haremos a continuación.

#### 2.1 EL MERCADO DE VALORES EN CHILE

El Mercado de Valores chileno presenta la siguiente estructura orgánica:

##### 2.1.1. La Superintendencia de Valores y Seguros.

Es una entidad autónoma que se relaciona con el gobierno a través del Ministerio de Hacienda, y que tiene por objeto fiscalizar las siguientes instituciones: emisores de títulos de oferta pública,

---

sociedades anónimas abiertas, agentes de valores, corredores de bolsa, fondos mutuos, sociedades administradoras, fondos de inversión, compañías aseguradoras y reaseguradoras. El rol de esta institución es velar porque estas instituciones cumplan con las disposiciones legales y reglamentarias que le son aplicadas.

La Superintendencia dispone de facultades que le permiten normas, absorber consultas, peticiones e investigar las denuncias, reclamos formulados por accionistas, evacuar informes que los requiera los tribunales y examinar todas las operaciones, bienes, libros, cuentas, archivo, etc.

#### 2.1.2. Las Bolsas de Valores.

Son entidades que tienen como objeto promover a sus miembros la implementación necesaria para que puedan realizar eficazmente las transacciones de valores por mecanismos continuos de subasta pública.

Debe constituirse con un mínimo de 10 accionistas y disponer de un capital pagado no inferior a 30.000 UF (unidades de fomento), equivalentes a unos 600 mil dólares.

Cuando se trata de acciones no inscritas, la tasa máxima puede llegar al 0.75%. Pero en operaciones con renta fija con instrumentos inscritos, la tasa máxima será del 0.015% en remates habituales.

2.1.3. Los Agentes de Valores.

Son intermediarios de valores que operan fuera de una bolsa de valores. Realizan, generalmente, las siguientes operaciones: compra y venta de títulos financieros, compra de títulos con pactos de retroventa, emisión y colocación de bonos y efectos de comercio, asesoría e ingeniería financiera. Los agentes de valores (casas de bolsa), operan tanto en el mercado primario como secundario. Actualmente son 16 y sus activos llegaban a 324 millones de dólares.

2.1.4. Los Corredores de Bolsa.

Son intermediarios de valores adscritos a una bolsa de valores y realizan las siguientes operaciones: compra venta de acciones, derechos preferentes de suscripción de acciones, dólares, oro, instrumentos de renta fija, servicios de custodias de acciones y títulos en general, cobro de dividendos y administración de carteras, así como asesoría financiera y colocación de acciones.

Por estas operaciones los corredores cobrarán comisiones que fluctúan entre el 0.01 y el 3.0% del volumen transado.

2.1.5. Los Emisores de Títulos de Oferta Pública.

Los emisores de oferta pública en el mercado de valores, son las sociedades anónimas, las administradoras de fondos mutuos, fondos de inversión, las sociedades anónimas inmobiliarias, el Banco Central, la Tesorería de la República y otras reparticiones del Estado.

**2.1.6. Los inversionistas institucionales.**

**1) Los fondos de pensión privados:**

Son patrimonio constituidos por las cotizaciones provisionales y los otros aportes de sus afiliados, administrados por sociedades anónimas, denominadas administradoras de fondos de pensión (AFPs). Los afiliados son los trabajadores dependientes e independientes.

Los fondos se constituyen de los siguientes aportes: las cotizaciones provisionales obligatorias (10% de la remuneración bruta), destinada a financiar la pensión para la vejez, las pensiones provisionales contra invalidez, sobrevivencias y pensiones voluntarias.

Los recursos de los fondos pueden ser invertidos en los siguientes instrumentos financieros: títulos del Banco Central, depósitos a plazo, letras de crédito y títulos garantizados de instituciones financieras, bonos de empresas públicas y privadas. Cuidando siempre la calificación de dichas carteras.

Los fondos deben ser invertidos de manera a obtener una adecuada rentabilidad y seguridad. Con el objeto de cautelar el cumplimiento de los objetivos, los fondos están sometidos a criterios límites de inversión, por instrumento y por emisor.

**2) Las Compañías de Seguros:**

Constituyen un grupo muy significativo de inversionistas institucionales. Existen algunas dedicadas al rubro de seguros generales y otras de seguros de vida.

Las compañías de seguros están autorizadas para mantener inversiones en los siguientes instrumentos: valores emitidos por el Estado o Banco Central, depósitos y captaciones de sociedades financieras, letras de crédito, pagarés y debentures de empresas privadas, acciones de sociedades anónimas abiertas, bienes raíces, valores emitidos por instituciones internacionales y bancos extranjeros.

**3) Fondos Mutuos:**

Son patrimonios integrados por aportes de personas naturales y/o jurídicas para su inversión en valores de ofertas públicas, administradas por sociedades anónimas, denominadas Sociedades Administradoras, que actúan por cuenta y riesgo del apoderado.

Los aportes recibidos por los fondos mutuos son expresados en cuotas iguales, las que se valoran por la rentabilidad obtenida en la inversión. El beneficio neto se obtiene por la diferencia entre el valor de adquisición de las cuotas a su valor al momento del rescate.

**4) Fondos de Inversión de Capital Extranjero:**

Estos son patrimonios formados por aportes realizados fuera del territorio nacional, para su inversión en valores de oferta pública emitidos en Chile. Los fondos captan recursos en el extranjero mediante la colocación de cuota de participación (ADR), las que deben de ser no redemontable. Lo que significa que no pueden efectivizarse hasta después de su vencimiento.

Los fondos están sujetos a determinadas restricciones:

Las inversiones no pueden exceder de un 5% del capital social con derecho a voto y no podrán exceder del 25% de las acciones emitidas por una misma sociedad anónima. Además, al final del tercer año, el 80% deberán estar invertidas en instrumentos de largo plazo.

**5) Fondos de Inversión:**

Son patrimonios integrados por aportes de personas naturales o jurídicas para su inversión en determinados valores y bienes, los cuales son administrados por sociedades anónimas, por cuenta y riesgo de sus participantes. Los aportes son expresados en cuotas de participación, las que sólo pueden ser rescatadas en el momento de la liquidación de los fondos.

Estos fondos a su vez se clasifican en:

a) Fondos de inversión mobiliaria: por lo general lo constituye títulos de la Tesorería de la República, títulos de entidades financieras y bonos de empresas públicas y privadas.

b) Fondos de inversión inmobiliaria: son inversiones en bienes raíces urbanos ubicados en el país, hipotecarios y acciones de sociedades anónimas inmobiliarias.

c) Fondos de capital y riesgo: en ellos se puede invertir en una amplia gama de los fondos ya mencionados. Además de títulos de deuda cuya emisión no esté registrado en la superintendencia, y sirvan para financiar proyectos empresariales, con la excepción de aquéllos que sean de carácter inmobiliario.

#### 2.1.7. Los Valores de Oferta Pública.

Los valores o instrumentos de oferta pública, en el mercado de valores chileno, se pueden clasificar en tres grupos: a) acciones, b) instrumentos de renta fija y c) instrumentos de intermediación financiera.

##### a) Acciones:

Son los derechos representativos del capital social de las sociedades anónimas. Pueden ser ordinarias o preferentes. Las acciones preferentes pueden ser emitidas sin derecho a voto como con derecho a voto.

De las 213 sociedades registradas, las correspondientes al sector servicios representan el 54% del total; la industria el 30%; las agropecuarias y mineras el 9% y las pertenecientes al sector bancario y financiero excluyendo seguros el 7%.

**b) Instrumentos de renta fija:**

Son títulos representativos de obligaciones de mediano y largo plazo, emitidos por empresas privadas, instituciones bancarias, el Banco Central. Su plazo, por lo general, oscila entre 3 a 20 años.

Las operaciones en renta fija son de las más importantes considerando su monto negociado. En 1989, las operaciones en renta fija representaron el 54.1% del total, las acciones el 3.8% y los de intermediación financiera el 42%.

El Banco Central es un importante emisor de este tipo de instrumento. Entre sus emisiones se encuentran: Pagarés Dólar Preferencial, Pagarés Portador Banco Central, Pagaré de Tasa Flotante, Certificado de Ahorro Reajutable.

Los títulos emitidos por sociedades financieras, son por lo general, letras de crédito hipotecario, bonos bancarios. Los emitidos por entidades no financieras, son los bonos cuyo vencimiento oscila entre 4 y 15 años.



**c) Instrumentos de intermediación financiera:**

Estos instrumentos son representativos de obligaciones generalmente a corto plazo. Son emitidos por el Banco Central, instituciones bancarias y las empresas no financieras. Su plazo de vencimiento es por lo general de 1 año.

Entre estos instrumentos se encuentran: los Pagarés Reajustables y descontables del Banco Central (PRBC y PDBC), Pagarés de instituciones financieras y Pagarés de la Tesorería.

Los PDBC y los PRBC son emitidos por el Banco Central con el propósito principal de efectuar operaciones de mercado abierto y regular así la oferta monetaria.

A partir de 1990 se han incorporado operaciones monetarias que incluyen transacciones de oro y divisas.

**2.1.8. Desarrollo.**

Existen tres bolsas de valores en Chile que son:

- a) Bolsa de Santiago de Chile (la más activa del mercado)
- b) Bolsa Electrónica de Santiago de Chile
- c) Bolsa de Valparaíso

Existen, actualmente, 253 listados en la Bolsa de Santiago de Chile. Los valores además de ser cotizados en estas bolsas, también son

negociados en el "OTC" (Over The Counter), el cual está regulado por la Superintendencia de Valores y las empresas que no están listadas en el mercado de valores, también se negocian en el "OTC" sin estar reguladas estas operaciones.

Las compensaciones a través de depósitos en el Banco Central, Bancos Comerciales, intermediarios o a veces los inversionistas mismos. O sea, el mercado chileno no cuenta con un depósito central de valores.<sup>13</sup>

## 2.2 EL MERCADO DE VALORES EN MEXICO

La Comisión Nacional de Valores es una entidad autónoma que se encuentra subordinada con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, y órgano de consulta descentralizado al Banco de México.

La Comisión Nacional de Valores consta de los siguientes órganos como: A) La Junta de Gobierno, que funge como órgano máximo, el cual está integrado por representantes de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Secretaría de Comercio y Fomento Industrial, Banco de México, Comisión Nacional de Seguros y Fianzas; B) La Presidencia; C) Un Comité Consultivo, integrado por: la Asociación Mexicana de Casas

---

<sup>13</sup> Marshall, Enrique. El Sistema Financiero y el Mercado de Valores en Chile. México, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), 1991, págs. 66 - 125.

---

de Bolsa, A. C.; la Confederación Nacional de Cámaras Industriales; la Confederación Nacional de Cámaras de Comercio; la Asociación Mexicana de Instituciones de Seguros.

Los puntos anteriores se coordinan para organizar las actividades concernientes a la Comisión Nacional de Valores. De esta forma, se trata de que las actividades reguladoras respondan a las necesidades y características de los mismos.

La Comisión Nacional de Valores tiene, entre otras, las siguientes facultades: inspeccionar y vigilar el funcionamiento de las casas de bolsa y bolsa de valores; inspeccionar y vigilar a los emisores de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e intermediarios; dictar medidas de carácter general a los agentes y bolsa de valores para asegurar operaciones sanas en el mercado; ordenar la suspensión de cotizaciones de valores cuando, en el mercado existan condiciones desordenadas; actuar como árbitro en conflictos entre clientela y casa de bolsa; ser órgano de consulta del Gobierno Federal y de los organismos descentralizados en materia de valores.

Estos y otros son las principales actividades desarrolladas por la Comisión Nacional de Valores en México.

2.2.1. La Bolsa de Valores.

De acuerdo a lo dispuesto en el mencionado artículo 4º de la Ley del Mercado de Valores, el objetivo principal de las bolsas de valores consiste en facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado respectivo, a través de una serie de actividades tales como: Establecer locales, instalaciones y mecanismos, que faciliten las relaciones y operaciones entre la oferta y demanda de valores; proporcionar, mantener a disposición del público información sobre los valores inscritos en bolsa, sus emisores y las operaciones que en ella se realicen; velar por el estricto apego de las actitudes de sus socios a las disposiciones que le sean aplicables; certificar las cotizaciones en la bolsa, realizar aquellas otras actividades análogas o complementarias a las anteriores que autorice la SHCP, siguiendo los lineamientos marcados por la CNV. En tanto, lo que respecta a su constitución podemos mencionar los siguientes requisitos: la duración de la sociedad o bolsa podrá ser indefinida, el capital autorizado no será mayor del doble del pagado, las acciones sólo podrán ser subscriptoras por casas de bolsa o especialistas bursátiles, cada socio sólo podrá tener una acción, el número de socios de una bolsa de valores no podrá ser inferior a veinte, el número de sus administradores no será menor de cinco y actuarán constituidos en consejo de administración.

### 2.2.2. Los Emisores de Títulos de Oferta Pública.

Los emisores de títulos de oferta pública en el mercado de valores se encuentran las sociedades anónimas abiertas, los bancos comerciales, ya sean como grupos financieros o por institución financiera por separado, el Banco de México, la Tesorería de la Federación, el Gobierno Federal, Petróleos Mexicanos, Nacional Financiera.

### 2.2.3. Los Valores de Oferta Pública.

Los valores de oferta pública negociados en el mercado de valores mexicano, se pueden clasificar de acuerdo al riesgo y plazo de vencimiento dividiéndolos en 3 ramas como son los mercados de dinero, capitales y metales.

### 2.2.4. El Mercado de Capitales.

Permite la concurrencia de los fondos procedentes de personas físicas y morales, con los demandantes de dichos recursos, empresas o instituciones que lo solicitan normalmente para la formación de capital fijo. La principal característica de este mercado es que es de largo plazo (mayor a 1 año). A su vez, este mercado se subdivide en Renta Fija y Renta Variable según se mencione con anterioridad a su adquisición los rendimientos esperados de los valores. En otras palabras, los valores de renta fija son aquéllos que proporcionan rendimiento a un plazo determinado. Pero cabe mencionar que dichos rendimientos pueden ser fijos y variables. En tanto los de renta variable poseen un plazo prácticamente indefinido.

Dentro del mercado de capitales de renta fija encontramos los siguientes instrumentos: bonos de indemnización bancaria, bonos de renovación urbana, bonos, CPI's (Certificado de Participación Inmobiliaria), pagarés mediano plazo, obligaciones.

En renta variable encontramos los siguientes instrumentos: CAP's (Certificado de Participación Patrimonial), acciones y de sociedad de inversión.

#### 2.2.5. El Mercado de Dinero.

Es la actividad crediticia a corto plazo (menor a un año, y en ocasiones menor al mes), donde los oferentes invierten sus fondos con la expectativa de recuperarlos rápidamente. Los títulos operados en este mercado son, en el subsistema bancario, los documentos comerciales a corto plazo, como: pagarés y letras de cambio, préstamos bancarios, descuentos, etc. En las instituciones bursátiles, los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), Papel Comercial, Aceptaciones Bancarias y Pagarés de la Tesorería de la Federación.

Es importante el destacar que con los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), se inicia el mercado de dinero de México. Los CETES, son los principales instrumentos con que cuenta el gobierno para la regulación del medio circulante.

### 2.2.6. Mercado de Metales.

Este es un mercado de renta variable, que involucra operaciones realizadas con metales amonedados, como son: los Centenarios de Oro, Onza Troy de Plata y documentos respaldados por alguno de ellos, como los Certificados de Plata (CEPLATA).<sup>14</sup>

## 2.3 OTROS PRINCIPALES CENTROS FINANCIEROS LATINOAMERICANOS.<sup>15</sup>

### 2.3.1. El Mercado de Valores en Argentina.

La CNV de Argentina es la encargada de realizar las labores de supervisión y vigilancia, de las actividades bursátiles que se desarrollan, en este país. Bajo las mencionadas actividades realizadas por la CNV Argentina, se encuentran la Bolsa de Valores y los intermediarios bursátiles. La CNV posee como órgano de control y consulta al Banco Central. Posee 3 bolsas de valores en Buenos Aires, Rosario y Córdoba.

#### - Liquidación:

La liquidación se efectúa en el período T3  
T + 0 - Las acciones son cargadas electrónicamente a la cuenta del vendedor.

---

<sup>14</sup> Véase: Instituto del Mercado de Capitales, A.C., Inducción al Mercado de Valores, 1992, pág. 22.

<sup>15</sup> Véase: Material informativo de la Bolsa de Mexicana de Valores. Dirección General Adjunta Internacional.

---

T + 1 - La Compensación.- las acciones son abonadas a la cuenta del comprador (vía sistema Caja de Valores).

T + 2 - El proceso de liquidación se efectúa a través de la Caja de Valores, quien informa a la Bolsa de Valores de Bs. As.

T + 3 - El proceso de liquidación se efectúa a través de Caja de Valores, quien informa a la Bolsa de Valores de Bs. As., quien se encarga de efectivizar vía el Banco de Valores, que maneja cuenta de efectivo con cada participante.<sup>16</sup>

**- Depósitos:**

La Caja de Valores, S.A. es la única institución que provee servicios de depósitos y custodia de valores de acuerdo a disposiciones de la CNV.

No obstante son legibles de ser depositados en la Caja de Valores todos aquellos instrumentos cuya oferta pública esté autorizada por la CNV.

**- Compensación:**

Esto funciona como un sistema de depósito colectivo y cumple funciones muy semejantes a la de INDEVAL en México.

- Los avisos de asambleas son así como los resultados de éstas, son publicados en El Semanario de la Bolsa y el Boletín Oficial.

---

<sup>16</sup> Entiéndase por T + 0, liquidación de documento el mismo día; T + 1, liquidación 24 horas, y así sucesivamente.



**- Instrumentos:**

El mercado de capitales argentino posee los siguientes instrumentos, tales como:

- 1) Mercado de capitales
  - Acciones
- 2) Mercado de Derivados
  - Futuros
  - Warrant
- 3) Renta Fija
  - Bonos del Tesoro
  - Obligaciones
  - Certificado de Depósitos
- 4) Mercado de Dinero
  - Bonos del Banco Central
- 5) Mercado de Metales
  - Certificados de oro y plata

**2.3.2. El Mercado de Valores en Brasil.**<sup>17</sup>

La Comisión Nacional de Valores Mobiliarios del Brasil es el órgano máximo para la regulación, supervisión y vigilancia de los valores dentro del sistema financiero. Esta posee como organismo de asistencia y consulta al Banco Central, en la misma línea jerárquica orgánica. A su vez son dependientes de la CNV, la Bolsa de Valores, los "Over The Counter" (OTC) y las casas de compensación.

---

<sup>17</sup> **Ibidem.**

Valores de Sao Paulo, Bolsa de Valores de Río de Janeiro, Bolsa de Valores de Santos, Bolsa de Valores Regionais, Bolsa de Valores de Pernambuco e Paraíba, Bolsa de Valores de Paraná, Bolsa de Valores de Minas Gerais, Espírito Santo e Brasília, Bolsa de Valores del Extremo Sul, Bolsa de Valores de Bahía.

De estas bolsas, las de mayor actividad son las siguientes:

La Bolsa de Río de Janeiro, la cual tiene listado 550 empresas. Principalmente operan: acciones, futuros y opciones.

La Bolsa de Sao Paulo, tiene listado a 570, sus principales operaciones son en acciones, opciones y futuros. Ambas bolsas están electrónicamente enlazadas y ambas concentran el 80% del total de las operaciones negociadas.

- Compensación:

Ambas Bolsas de Valores cuentan con un departamento de compensación (clearing houses) que les permite a los bancos realizar transferencia de valores, así como la liquidación entre éstos.

- Liquidación:

Las acciones son liquidadas en el periodo T + 3 de acuerdo a la siguiente tabla:

T + 0 - Las acciones son cargadas a la cuenta del vendedor electrónicamente.

T + 1 - Compensación.- Las acciones son abonadas a la cuenta del comprador.

T + 3 - Se efectúa la liquidación.

**- Depósitos:**

Los depósitos se realizan en la misma Bolsa de Valores, puesto que no existe un depósito central en el Brasil. Las bolsas en su papel de depositario de los títulos tienen la capacidad de ejercer los derechos de los títulos a nombre del inversionista (representación de inversionistas extranjeros), y agregar los créditos respectivos a las cuentas de los clientes, tan pronto los haya recibido.

**- Instrumentos:**

- 1) Mercado de Capitales
  - Acciones
- 2) Mercado de Derivados
  - Warrants
  - Opciones
  - Futuros
- 3) Renta Fija
  - Bonos del Tesoro Nacional
  - Obligaciones
  - Certificados de Depósitos Bancarios

- 4) Mercado de Dinero
  - Bonos del Banco Central
  - Certificado de Depósitos Interbancario
- 5) Mercado de Metales
  - Certificados de oro y plata

### 2.3.3. El Mercado de Valores en Colombia.<sup>11</sup>

El caso colombiano está regulado por tres figuras principales, quienes en orden jerárquico se encuentran regulando por una institución llamada bancos, seguros y bolsa de valores. Estas figuras jurídicas son: el Poder Legislativo, el Poder Ejecutivo y el Banco Central. A su vez, de los Bancos, Compañías de Seguro, Bolsa de Valores, dependen dos superintendencias como son: la de Valores y la Bancaria. Existen de 150 a 200 valores operados en Bolsa. También posee tres principales bolsas, como son las de Bogotá, Medellín y Occidente.

#### - Negociación:

Existen 2 tipos de negociación.

- 1) Operación a viva voz, para acciones (en el piso de remates).
- 2) Operaciones electrónicas para el resto de los instrumentos.

#### - Compensación:

La compensación es realizada en la misma Bolsa. Entre las funciones de compensación se pueden mencionar la de distribuir y

---

<sup>11</sup> Ibidem.

---

administrar los Valores y el dinero resultado de la liquidación. Así como la compensación y registro.

La compensación también puede ser efectuada por otras instituciones financieras como son: bancos, sociedades fiduciarias, corporaciones financieras y compañía de financiamiento comercial.

Para las emisiones del Banco Central, existe un depósito central de valores, que fue recientemente creado.

Se prevé también el servicio de representación para inversionistas extranjeros, para tener derecho a voto en las asambleas. Los avisos de asamblea son publicados por medios periodísticos y boletines informativos.

**- Liquidación:**

Los instrumentos del Mercado de Dinero, son liquidados el mismo día, los valores son recogidos en las oficinas del vendedor contra el pago de los mismos (cuando la operación no se efectúa en Bogotá). La transferencia electrónica de fondos, no es practicada todavía. Las acciones se liquidan en T + 2.

**- Depósitos:**

No existe en Colombia Depósito Central de Valores. Los valores son guardados por diferentes instituciones (banco, sociedades fiduciarias, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial).

**- Instrumentos:**

- 1) Mercado de Capitales
  - Acciones
- 2) Mercado de Derivados
  - Warrants
- 3) Instrumentos de Derecho
  - Bono de Deuda
  - Cédula Hipotecaria
- 4) Mercado de dinero
  - Aceptaciones Bancarias
  - Papel Comercial
  - Certificados de Depósitos
  - Fondos Mutuos

**2.3.4. El Mercado de Valores en Perú.<sup>19</sup>**

En el Perú, encontramos que la CNV, se encuentra regulado por su máximo organismo el Ministerio de Finanzas (Ministerio de Hacienda), organismo del cual depende la Comisión Nacional Supervisora de Valores,

---

<sup>19</sup> *Ibidem.*

de ésta a su vez, el Sistema de Intermediación Directo (Casas de Bolsa) y el Mercado de Valores.

La Bolsa de Valores de Lima cuenta actualmente con 150 empresas listadas, de las cuales el 10% son las más negociadas en OTC (Over The Counter), cuyo volumen es tres o cuatro veces mayor que el operado en la misma Bolsa.

- Compensación y Liquidación:

La compensación y liquidación es realizada en la Bolsa de Valores, la cual cuenta con un departamento llamado Caja de Valores (CAVAL). Esta a su vez, está conectada con la Caja de Valores para su liquidación. De esta manera, se aseguran ambos procesos. Pero esta liquidación es realizada por los bancos, a través nuevamente de brokers compradores y vendedores.

No se practica la modalidad de entrega contra pago, ya que los valores son transferidos en T + 1 y la liquidación es efectuada en T + 2.

- Depósito:

Los depósitos son efectuados en la Caja de Valores (CAVAL) y posee el 25% de los valores operados en el mercado.

**- Instrumentos:**

- 1) Mercado de Capitales
  - Acciones
- 2) Renta Fija
  - Bonos
  - Obligaciones
- 3) Mercado de Dinero
  - Pagaré
  - Aceptaciones Bancarias
  - Certificado de Depósitos
  - Papel Comercial

**2.3.5. El Mercado de Valores en Venezuela.**<sup>20</sup>

La Ley del Mercado de Capitales, éste regula todos los aspectos concernientes a valores de deuda y acciones. Esta ley fue creada por la CNV, la cual supervisa a la bolsa de Valores de Caracas y aprueba las operaciones de la misma. La Bolsa de Valores de Caracas, no ha sido desarrollada completamente, además no tiene captación extranjera. En la Bolsa de Caracas están listadas 127 empresas y su valor de capitalización es de 9 millones de dólares.

**- Compensación:**

No existe una agencia o departamento de compensación. Este proceso se lleva a cabo manualmente entre emisoras, brokers y bolsa.

---

<sup>20</sup>

**Ibídem.**



- Liquidación:

La liquidación es efectuada por la bolsa, los Bonos son liquidados en el periodo  $T + 3$ , mientras que las acciones no tienen un periodo fijo de liquidación, por lo que en muchas ocasiones se disparan, y se realizan por lo general en el periodo  $T + 5$ .

La liquidación de participantes extranjeros la controla el City Bank.

- Depósitos:

No existe un depósito central de valores por lo que éste se puede llevar a cabo por la bolsa, bancos, brokers, emisoras, etc. Para efectuar movimiento, los valores son intercambiados físicamente.

- Instrumentos:

- 1) Mercado de Capitales.
  - Acciones
- 2) Renta Fija
  - Instrumentos Gubernamentales (Bonos).

**- Liquidación:**

La liquidación es efectuada por la bolsa, los Bonos son liquidados en el período T + 3, mientras que las acciones no tienen un período fijo de liquidación, por lo que en muchas ocasiones se disparan, y se realizan por lo general en el período T + 5.

La liquidación de participantes extranjeros la controla el City Bank.

**- Depósitos:**

No existe un depósito central de valores por lo que éste se puede llevar a cabo por la bolsa, bancos, brokers, emisoras, etc. Para efectuar movimiento, los valores son intercambiados físicamente.

**- Instrumentos:**

- 1) Mercado de Capitales.
  - Acciones
- 2) Renta Fija
  - Instrumentos Gubernamentales (Bonos).

### CAPTULO III

## PROPUESTAS PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES EN PARAGUAY

#### 3.1 CONDICIONES ESTRUCTURALES Y COYUNTURALES.

El Paraguay está ubicado en el corazón de América del Sur, es una nación de dimensiones relativamente pequeña en comparación de sus similares países vecinos (Argentina, Brasil y Bolivia), alcanzando una población de 4.6 millones de habitantes en 1993.

Por sus condiciones naturales y geográficas, el Paraguay es un país eminentemente agrícola y ganadero. Constituyendo de estos dos rubros los principales renglones de exportación e ingresos de divisas al país. Por otra parte, por su condición de país en desarrollo cuenta con un amplio comercio tanto regional con los países vecinos como con otros restantes continentes. Obteniendo un movimiento comercial del 29%<sup>21</sup>, respecto al producto interno bruto en 1993.

En lo que respecta a las finanzas públicas esta ha arrojado para el mismo año un déficit de 18,831 millones de guaraníes.<sup>22</sup> Por otra

---

<sup>21</sup>  $\frac{X + M}{PIB} \times 100 =$  Fórmula a través de la cual se obtuvo el movimiento comercial

<sup>22</sup> Banco Central del Paraguay. Síntesis de la economía paraguaya. 1991-1993, pág. 3.

---

parte, la balanza de pagos mostró un déficit de 606.9 millones de dólares <sup>23</sup>, pero la cuenta de capital para el mismo periodo fue de 265.5 millones de dólares y las reservas internacionales cayeron a 87.0 millones de dólares. Ello trajo aparejado una pérdida del valor de la moneda nacional (el guaraní), pasando de 1,352 guaraníes por dólar en 1991 a 1880 guaraníes por dólar para 1993 (mercado libre fluctuante). Como consecuencia de ello, la inflación fue de 18.3%, la tasa de interés pasiva fue de 22.10% y la tasa de interés activa fue de 30.7%. No obstante, el ahorro financiero fue de 1,173,987 millones de guaraníes, lo que significa una cantidad importante que podría ser canalizada a la inversión productiva, facilitando así la formación de capital en la economía, además de contar con una penetración financiera relativamente elevada del 33% con relación al producto interno bruto.<sup>24</sup>

Por otro lado, el Paraguay se encuentra inmerso en un bloque comercial que lleva por nombre Mercado Común del Sur (MERCOSUR). Tratado este que se propone consolidar una zona de libre comercio entre los países componentes (Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay), como forma de poder realizar un intercambio comercial más fluido y equitativo. En la actualidad dicho tratado comercial ya posee un arancel externo común y se planea su plena puesta en vigencia para el próximo 1º de enero de 1995.

---

<sup>23</sup> Estadística Financiera del Fondo Monetario Internacional (FMI).

<sup>24</sup> 
$$\frac{\text{cuasi dinero} + \text{bonos}}{\text{PIB}} \times 100$$
 Fórmula para obtener la penetración financiera.

Es importante destacar que en 1993 las exportaciones FOB al MERCOSUR fueron del 40% y las importaciones a la misma zona fue del 39%, obteniéndose así un superávit comercial con la mencionada zona del 1%.<sup>25</sup> En tanto la deuda externa en 1993 ascendió a 1217.5 millones de dólares.

En lo referente específicamente al Mercado de Valores, el cual ya se ha mencionado reiteradamente, se encuentra aún en un proceso de arranque; de ahí la escasez de información al respecto. Como se ha mencionado, la Bolsa de Valores y Productos de Asunción, S.A. es nueva, comenzó sus operaciones con muchos años de retraso a la de sus similares de los países vecinos. Tal es así que abre por primera vez sus puertas en octubre 11 de 1993, prácticamente a finales del mencionado año e iniciando el año de 1994. No obstante, en la actualidad, los instrumentos que operan en el Mercado de Valores paraguayo son principalmente: los bonos, papeles comerciales, acciones y certificados de depósitos negociables, certificados de llamados a mesa de dinero (call money) y tipos de cambios a futuro. Así pues para finales de 1993 se han dado las siguientes condiciones: en lo que corresponde a mercado de futuros (guaraní/dólar) el volumen operado fue de 1 239 800 000 títulos, en renta fija el volumen fue de 1 194 324 000 títulos, en renta variable fue de 5 739 005 382 títulos, arrojando un volumen total 8 170 120 382 títulos. Sin contar los bonos colocados por bancos del gobierno como privados a tasas del 28% y 30%

---

<sup>25</sup> Banco Central de Paraguay. *op. cit.* pág. 2.

respectivamente. Entre las instituciones emisoras de acciones aparecen preponderantemente bancos, como son: Banco Unión de Inversión y Fomento, S.A.; Banco Nacional de Fomento; Banco Unión, S.A.; Banco Continental, S.A.; Cupar, S.A.; C.I.I.A. (siendo la única no bancaria); Financiera Asunción, S.A.<sup>26</sup> Como se puede apreciar las emisoras en su mayoría son bancarias, puesto que los intermediarios bancarios gozan de gran rentabilidad debido a que absorben la mayor parte de la intermediación financiera.

En tanto, las casas de bolsa, suman 14 de las cuales se encuentran activas sólo 9; de entre las activas sólo 3 cuentan con "mesa de dinero". En total las casas de bolsa según su razón social son las siguientes: Suma, Bolpar, Pallares, Guaraní/Velox, Mercotrading, Asunción, Chaco, Perea, Herrera, Corpus, Contibolsa, Corporación, Progreso, Sudameris.<sup>27</sup>

En vista a la información preliminar mencionada, es fácil apreciar el potencial que posee la Bolsa de Valores de Paraguay para su desarrollo dentro del sistema financiero, potencial que es fácilmente apreciado a través de los datos estadísticos precedentes. Como puede ser una elevada penetración financiera, así como un costo de intermediación financiera bancaria elevada, en contraste con el costo

---

<sup>26</sup> Informe Anual Bolsa de Valores y Productos de Asunción, S.A., 1993, autorizado por Consultores Internacionales para el Desarrollo, S.A., 11/2/93 - 29/12/93.

<sup>27</sup> Plan Estratégico Bolsa de Valores y Productos de Asunción, S.A., 31/1/94

---

de intermediación financiera no bancaria. Siendo la no bancaria del 2% y la bancaria 8.7%.

Por otra parte, el pronunciado déficit en las finanzas públicas, es reestructurado a través de la colocación por parte del Banco Central de Bonos de la Tesorería en el mercado secundario, ayudando así al financiamiento de la deuda interna, la regulación monetaria y fortaleciendo el mercado de dinero.

### 3.2 ESTRUCTURA DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES Y FUNCIONAMIENTO DE LA BOLSA DE VALORES.

La Comisión Nacional de Valores del Paraguay es una dependencia cuya relación con el Poder Ejecutivo se realiza a través del Ministerio de Industria y Comercio. A su vez, la citada Comisión cuenta con un órgano de administración y con un órgano de consulta denominado Comité Consultivo.

El Consejo de Administración se integra por representantes de las siguientes instituciones: Ministerio de Industria y Comercio, Ministerio de Hacienda, Federación de la Producción, la Industria y el Comercio (FEPRINCO) y un representante del sector financiero.

La presidencia de la CNV y el Consejo de Administración será ejercida por el representante del Ministerio de Industria y Comercio.

El Comité Consultivo, será órgano de consulta de las Autoridades, y estará integrado por las siguientes instituciones: Ministerio de Hacienda, Banco Central del Paraguay, Unión Industrial Paraguaya, Cámara de Comercio, Bolsa de Valores, Sector Financiero Privado.

A diferencia del Consejo de Administración, el Comité Consultivo no goza de asignación presupuestaria, y la presidencia del mismo es ejercida por el Ministerio de Hacienda.

**- Liquidación:**

Se liquidarán obligatoriamente a través de la Bolsa, todas las operaciones efectuadas en el recinto de las negociaciones. Para llevar a cabo la liquidación, la Bolsa, recibirá y entregará las especies negociadas o sin importes respectivamente, de acuerdo a los precios registrados en las operaciones que fije la junta operativa; o sea en el período T + 2.

**- La negociación y registro de operaciones:**

Las negociaciones en la bolsa se realizarán de dos maneras:

- a) a viva voz;
- b) por registro en puerto pertinente en el cual una vez registradas, en caso de interrupción de negociaciones, los efectos registrados podrán ser cancelados según el criterio del jefe de ruedas.



**- Depósito:**

Los depósitos, se realizan en una institución financiera (Banco Continental), quien puede abrir cuentas a nombre del contratante, y los valores se intercambian físicamente.

**- Instrumentos:**

- 1) Mercado de Capitales
  - Acciones
  - Bonos
- 2) Mercado de Derivados
  - Futuros (Dólar tipo de cambio adelantado)
- 3) Mercado de dinero
  - Obligaciones
  - Papel Comercial
  - Certificados de Depósitos
  - Bonos de la Tesorería

### 3.3 PROBLEMATICAS DE LA BOLSA PARAGUAYA DE VALORES

La Bolsa de Valores y Productos de Asunción es una bolsa a la cual le toca desenvolverse en un entorno económico de grandes cambios y reformas, en donde se deja ver un ambiente de estabilidad política poco confiable, además de una dolarización que acompaña a este tipo de situaciones. Situación no desconocida por muchos países en vía de desarrollo, donde no se poseen mercados financieros organizados, y la aproximación a mercados eficientes como la de los países desarrollados

---

está aún lejana. En estos países como el caso del Paraguay, la presión principal para ir al público es de parte del gobierno, para motivar a los inversionistas a la tenencia de acciones lo que algunos autores dan en llamar un empujón diplomático. Por todo ello el volumen de transacciones tiende a ser pequeño, representando una fracción muy pequeña del PNB, con excepción de los países en vía de desarrollo que ya pasan a conformar los mercados emergentes como los de México, Brasil, Chile, Colombia y los "Tigres asiáticos" que fácilmente superan el 30% de PNB y poseen más de 100 empresas listadas en bolsa.

Por otra parte, para los países con mercado de valores incipientes y en formación como el caso de Paraguay, su escaso volumen de operación indica la dificultad para que la información se incorpore al precio de las acciones de la manera más rápida posible, dando lugar así que el mercado pierda eficiencia. Esta principal causa de ineficiencia del mercado de valores, aunados a otras, tienden a fragmentar el mercado de capital, y perder homogeneidad por la información muchas veces manipulada por las emisoras, lo cual hace concebir la relación riesgo y rendimiento de forma desigual por los diversos inversionistas.

En los países en desarrollo y sobre todo en Paraguay se hace evidente la no organización del mercado de capitales (en un aspecto más genérico), puesto que dicho mercado está dominado por bancos, por lo general de inversión, los cuales toman títulos de empresas y las mantienen en su poder en lugar de negociárselas. Esto hace que la comercialización de acciones sea lenta y hasta rudimentaria, produciendo distorsiones en el mercado de valores, al no poder comparar

---

precios y ganancias, además de no poder hacerse una valuación precisa de oferta y demanda, pudiendo incurrir los inversionistas en una mala valuación del riesgo.

La aplicación de la teoría del mercado de capitales (también conocida como teoría moderna de la cartera de inversión; lo cual involucra rendimientos esperados y riesgo), no son del todo aplicables a países en vía de desarrollo o mercados de valores poco desarrollados, por su condición misma de poco eficientes (hipótesis de los mercados eficientes), puesto que en mercados pequeños como el caso del Paraguay, los inversionistas tienen pocos títulos como para poder realizar una diversificación dentro de sus carteras, es más, resulta dificultoso conformar un portafolio de inversiones. Esto coloca a Paraguay en horizonte todavía lejano para diversificación de carteras de países desarrollados, en el mercado de valores nacional. Sobre todo la que algunos autores llaman "represión de cartera", lo cual consiste en inestabilidad política y económica, además de políticas monetarias y fiscales que generan altas tasas de inflación e intereses así como elevado costo de transacción. Todo ello como consecuencia a que los mercados subdesarrollados son fragmentados, reprimidos e ineficientes.

No obstante, debemos recordar que el tener la eficiencia financiera no significa que un país se encuentra en un nivel de desarrollo óptimo sino que debemos de contrastar ésta con la eficiencia económica. Puesto que si se llegase a obtener una eficiencia financiera buena y una eficiencia económica mala, podría provocar una mala asignación de los recursos y disminuir los niveles de bienestar, puesto

---

que los recursos serían asignados a sectores ineficientes económicamente. Esta divergencia se hace más notoria en los países en desarrollo que los desarrollados. Bajo estas circunstancias, los gobiernos deberían tomar medidas para reducir las distorsiones, sin reprimir los mercados de capitales. Pero como es lógico, esto refleja a su vez divergencias entre sectores públicos y privados con base a análisis de costos y beneficio social.<sup>28</sup>

Desde estas coyunturas económicas y políticas, el mercado de valores tiende a volverse cortoplacista en exceso. Por lo tanto, el mercado de dinero es el que ha tenido mayor éxito, lo cual demuestra que sí existe una expectativa y cierta confianza por parte de los inversionistas, tal vez a la necesidad de este tipo de intermediación, así como el sentir el apoyo del gobierno al mencionado mercado, aunque éste sólo sea en forma política y de palabra. Hecho este muy interesante, puesto que sin la emisión de instrumentos de deuda a corto plazo por parte del gobierno, por lo general el mercado de dinero pierde credibilidad y fuerza, es más, pierde lo fundamental para el mercado de valores de cualquier país del mundo el cual es la institucionalización del mismo.

Por otra parte, las casas de bolsa, no han mostrado un gran dinamismo en sus operaciones, incurriendo la mayoría de ellas en pérdidas.<sup>29</sup> Esto no es más que el reflejo del escaso movimiento de la

---

<sup>28</sup> Kitchen, Richard L., *op. cit.*, págs. 77 - 78.

<sup>29</sup> *Ibidem.*, pág. 11.

bolsa, además del escaso y mal entendido funcionamiento de los instrumentos bursátiles, donde resalta la falta de ejecutivos y operadores capacitados en las casas de bolsa.

Los bancos pagan elevadas tasas de interés a sus ahorradores junto con las empresas financieras, los cuales se encuentran en gran cantidad para un mercado pequeño como el paraguay, utilizan la forma clásica de préstamos bancarios de diversos tipos. Esta forma de financiamiento está altamente institucionalizada en el Paraguay, lo cual hace sumamente difícil el cambio de mentalidad de los demandantes de dinero para inversiones, lo que impide que busquen o se interesen por otros tipos de financiamiento, que no sea el comúnmente utilizado por los mismos (bancos y financieras). Este caso se hace fácilmente visible cuando hablamos de los principales tomadores de préstamos como son los empresarios del sector exportador, con mayores recursos dentro de una sociedad donde el nivel de formación de ahorro es bajo. Esta falta de cultura financiera bursátil, resta importante fuerza al mercado de valores en Paraguay, y esto a su vez impide la modernización de todo el sistema financiero paraguayo.

### 3.3.1. Problemas Instrumentales dentro del Mercado.

El Mercado de Valores en Paraguay, es un mercado de muy corto plazo, donde el mercado de dinero es el principal protagonista del desenvolvimiento bursátil. En este mercado operan diversos instrumentos tales como los "call money" del mismo día hasta seis meses, como los certificados de depósitos de ahorro.

El mercado de capitales compuestos por acciones ha tenido poco desarrollo, puesto que la mayoría de las ofertas primarias de acciones son realizadas en forma privada, a excepción de algunas pocas empresas, por lo general bancarias, que han llegado a realizar subastas públicas. Es importante destacar la semejanza al mercado de valores mexicano en lo que respecta a que el total de las operaciones en el mercado secundario tanto de compra y corretaje, está en manos de las casas de bolsa, por decreto ley 94/93. No obstante las casas de bolsa no han tenido el éxito esperado, pues por la escasa dimensión del mercado, ante todo lo cual ha llevado a que muchas de las 14 casas de bolsa funcionen conjuntamente con otras actividades de tipo bancarias.

El mercado de valores cuenta algunos instrumentos financieros tales como bonos, certificados de depósitos negociables, acciones ordinarias, acciones preferentes y papeles comerciales. Este hecho crea confusión entre los inversionistas que no alcanzan a distinguir con claridad entre mercado de dinero y capitales en relación al tiempo, además de la no diferenciación entre renta fija y renta variable. También es importante destacar que las casas de bolsa no han sabido apoyar en este sentido al público inversionista del mercado secundario a través de una eficiente labor de corretaje, y tampoco ha podido asesorar a través de un departamento de finanzas corporativas, el financiamiento a través del mercado primario a las empresas deseosas de captar capital fresco a corto plazo (capital de trabajo), largo plazo (para adquisición de capital fijo). Para testificar la falta de operancia de las casas de bolsa, se puede afirmar que de las 14 casas

de bolsa habilitadas, solamente 8 tienen actividades y nuevamente de entre las cuales sólo una realiza su labor como tal.<sup>30</sup>

### **3.4 ESTRATEGIAS PARA ALCANZAR SU DESARROLLO Y CONSOLIDACION**

#### **3.4.1. Reestructuración e Institucionalización.**

El mercado de valores necesita para su mejor desenvolvimiento una estructura organizativa que le permita moverse dentro de ciertos niveles de eficiencia administrativa y operativa.

De esa forma, no sólo crear confianza en el público inversionista, sino además fortalecer el sistema financiero, ayudándolo a evitar la fragmentación del mismo. De esa manera los intermediarios financieros puedan desempeñar su función de intermediarios entre los ahorradores y los inversionistas o entre unidades superavitarias y unidades deficitarias, institucionalizando de esa manera este tipo de transacciones dentro del sistema financiero, con el objeto de canalizar el volumen potencial de ahorro real hacia las inversiones más convenientes.

Si el sistema financiero no se comporta eficientemente puede deberse a que existen deficiencias dentro de las políticas financieras formuladas, o de los instrumentos utilizados en ella. En las mencionadas condiciones, el sistema financiero reduce las posibilidades

---

<sup>30</sup> Plan Estratégico, Bolsa de Valores y Productos de Adquisición, S.A.,  
30/1/96., pág. 11.

---

de inversión y podría llegar a perder su carácter institucional factor fundamental para la consolidación de sus instituciones. Es por ello que en Paraguay, la Comisión Nacional de Valores debe tratar de consolidarse como organismo, adquiriendo los ordenamientos institucionales que le permitan proporcionar el desenvolvimiento y regulación del sistema financiero.

Es menester destacar al tocar el tema referente a estructuras, el considerar que el Mercado de Valores no sólo lo constituye la emisión y colocación de valores registrados en los Registros Nacionales de Valores, sino muchos otros aspectos donde juega un papel importante el conjunto de mecanismos que hace posible que todo este proceso sea llevado a cabo. Específicamente en el caso mexicano la estructura orgánica que interviene en el Mercado de Valores se le puede clasificar en tres grupos, como son: Las Entidades Reguladoras, las Operativas y las de Apoyo.

De estas entidades ya mencionadas encontramos que el Mercado de Valores de Paraguay carece aún de algunas de estas instituciones o entidades dentro de su estructura.

Así pues, dentro de las instituciones reguladoras no posee falencia alguna, puesto que estas instituciones ya existían desde antes de la puesta en operación de la Bolsa de Valores Paraguaya. En tanto, dentro de las entidades operativas faltarían las Operadoras de Sociedades de Inversión.



Se encuentran más carencias de instituciones en las entidades de apoyo como es la falta de un Instituto del Mercado de Capitales para el adiestramiento de personal dentro del área, así como un Instituto de Derecho Bursátil, un Fondo de Contingencia y una Asociación de Casas de Bolsa.

Todo este conjunto de instituciones que hacen posible la colocación y distribución de valores conforman en sí el mercado de valores. A su vez el buen desenvolvimiento e interrelación de los mismos depende del grado de desarrollo del mercado de valores, así como su institucionalización y modernización de todo el sistema financiero.

Es de suma importancia para el Mercado de Valores paraguayo que se busquen las formas de incorporar más instituciones como las ya mencionadas (Mercado de Valores mexicano), tendientes a consolidar el Mercado de Valores en Paraguay, para de esa manera dar mayor confianza a los inversionistas, tanto nacionales como extranjeros que buscan mercados bien organizados e institucionalizados que les dé confianza y reduzca el riesgo para sus potenciales inversiones.

No obstante, es menester comenzar a la brevedad, posibles cambios como los ya mencionados, en especial los referentes a su reestructuración, para que de esa manera los participantes del mercado de valores, se orienten y adquieran confianza en el mismo, hecho que a la par irá aumentando su cultura financiera, lo cual no se encuentra desarrollado en Paraguay. Estos factores mencionados, tanto de tipo institucional como cultural, una vez asimilados por los participantes

---

del mercado de valores, le dotaría a éste mayor fuerza y posibilidad para autorregularse por los mismos inversionistas en busca de obtener nuevos recursos para financiarse y tratar de proteger el valor de sus inversiones en el mercado secundario.

Por otra parte, una vez que el mercado de valores doméstico haya alcanzado un grado considerable de institucionalización, no sólo daría confianza a los inversionistas nacionales, sino que abriría nuevas oportunidades de potenciales inversiones extranjeras, en "bolsa" dentro del país.

Este hecho favorecería el ingreso de divisas al sistema financiero nacional creando así una fuente adicional de recursos para el desarrollo del mercado de capitales en su forma muy genérica, así estas inversiones van dirigidas al mercado accionario, o bien, un excelente medio de obtención de recursos por parte del gobierno, si este tipo de inversión es dirigida al sector público, vía adquisición de instrumentos gubernamentales.

Para atraer a la inversión extranjera en portafolio es menester, además de los factores antes mencionados, el contar con una legislación que permita niveles apropiados de desregulación y apertura. De esa manera las inversiones extranjeras se sientan seguras y puedan afianzarse dentro del territorio nacional, convirtiéndose en inversión extranjera directa, lo que no sólo aumentaría el acervo de capital fijo dentro del país, sino se convertiría en un importante factor de creación de empleos.

---

**1.4.2. Creación de nuevos instrumentos financieros para el desarrollo del Mercado de Valores.**

La experiencia que ha tenido el mercado de valores mexicano en los últimos años es digno de tener en consideración, ya que pocos países en Latinoamérica han llegado a registrar un alto grado de profesionalismo y velocidad con que se sucedieron los cambios en la política económica de este país. Hecho este que trajo aparejado un gran desarrollo y dinamismo del mercado de valores.

Por todo ello, el Mercado de Valores mexicano debe ser estudiado con todo detenimiento, sobre todo en sus legislaciones e instrumentos financieros bursátiles. Algunos de éstos podrían ser igualmente creados para el Mercado de Valores de Paraguay y lograr el desarrollo del mismo.

No obstante, existen instrumentos que han sido utilizados en el mercado mexicano con gran éxito, y los cuales, a pesar de tratarse de mercados financieros distintos podrían llegar a tener viabilidad en el mercado financiero paraguayo. Entre éstos encontramos instrumentos tales como los emitidos por las instituciones financieras en especial los bancos. Ellos realizan un rol más activo y preponderante en el mercado de dinero y de capitales en Paraguay. Es así que estas instituciones financieras podrían en realidad dar un gran impulso al mercado de valores doméstico, tanto por su grado de institucionalización, con todo lo que ello implicaría.

Esta participación de los bancos se puede dar a través de la creación de instrumentos, los cuales serían colocados a su vez por las casas de bolsa, tales como:

- **Las Aceptaciones Bancarias:** que son letras de cambio de corto plazo girados por empresas pequeñas y medianas, y aceptadas por las instituciones bancarias a su propio orden. Este instrumento podría llegar a tener gran viabilidad en el mercado de valores, puesto que gran parte del parque industrial del Paraguay los ocupan las pequeñas y medianas empresas. Estas han postergado su desarrollo por falta de financiamiento a corto plazo adecuado. De allí se desprenden sus grandes probabilidades de éxito de este instrumento, el cual es colocado por las casas de bolsa y garantizado por la solvencia del banco aceptante. Estos se venderán a descuento en el mercado primario y en el mercado secundario, su tasa dependerá del comportamiento del mercado.
  
- **Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento:** este instrumento de corto plazo, se constituiría en otra de las piezas fuertes de los bancos desplazando al financiamiento bancario vía telefónica (call money), por este nuevo instrumento que a su vez se constituiría en un fuerte factor de financiación de las operaciones activas de los bancos. Este instrumento sería colocado directamente por los bancos, quienes a su vez se hacen responsables de las garantías necesarias y el pago de los intereses o su vencimiento.

- **Sociedades de Inversión:** contienen títulos que representan una parte proporcional del capital de las mismas. Pudiendo ser constituidas carteras con valores de renta fija y renta variable, o bien una combinación de ambos, el objeto de ello es fomentar el financiamiento a largo plazo, así como fortalecer el mercado de valores, además de abrir el mercado a pequeños y medianos inversionistas. Estos serían colocados por bancos y casas de bolsa, obteniendo ganancias según el desenvolvimiento de las acciones.

Este tipo de instrumentos daría gran dinamismo al Mercado de Valores de Paraguay, pues con ello se abrirían más posibilidades para pequeños inversionistas. Así como el poder afrontar con menor riesgo las inversiones a través de la diversificación en carteras, puesto que aún son escasas las emisoras de acciones, su puesta en funcionamiento, con eficiencia tal vez demore algún tiempo.

No obstante, pueden ya ser incorporadas de inmediato, con la advertencia que por la escasez del número de emisoras, la diversificación del riesgo será aún difícil.

- **Bonos de Desarrollo del Gobierno (BONDES):** también son títulos de crédito a largo plazo que serían utilizados para el financiamiento de los proyectos del gobierno. Con este instrumento podría obtener recursos importantes para financiar, por lo general, obras de infraestructura, obteniendo fondos domésticos e evitando endeudamientos externos, sobre todo lo importante que los instrumentos del gobierno sean colocados por casas de bolsa, para de ese modo apoyar a la institucionalización de los mismos y la

del mercado de valores mismo. Su plazo sería de 2 años y pagaría intereses cada 28 días sobre el valor nominal del mismo.

- **Obligaciones:** este instrumento emitido por las empresas podría llegar a convertirse en otro elemento capaz de fortalecer el mercado de capitales por su duración de 3 a 7 años aunque en el caso paraguayo será más efectivo como máximo un plazo de 3 años, puesto que la economía de momento no soportaría un largo plazo. Este instrumento se convertiría en un importante instrumento de financiación sobre todo para empresas ya arraigadas en el mercado nacional e internacional, como son las empresas de características agropecuarias. Las obligaciones también serían colocadas por casas de bolsa, utilizándose garantías hipotecarias, quirografarias y convertibles, logrando la obtención de ganancias, por el diferencial entre el precio de compra y el de venta.
  
- **Certificados de Participación Inmobiliaria:** éstos son títulos de crédito nominativos emitidos por una institución fiduciaria quien otorga una parte o alicuota de los bienes inmuebles dados en garantía. Estos pueden ser amortizables o no. Estos instrumentos han tenido un gran desarrollo en el Mercado de Valores chileno y también podrían tener gran preponderancia en el Mercado de Valores paraguayo, sobre todo que la figura del fideicomiso sólo puede ser desarrollada por instituciones bancarias, por lo tanto, esto daría una vez más un papel preponderante a las instituciones financieras, las cuales ya cuentan con un grado óptimo de institucionalización, además de la gran cantidad de este tipo de

instituciones existentes dentro del mercado financiero paraguayo. Lo que les ayudaría además de obtener nuevas fuentes de ingreso, también ayudar la consolidación del mercado de valores. Los recursos obtenidos irían a parar a las empresas fideicomitentes, ya sean industriales o de servicios, sobre inmuebles fideicomitados a través de los bancos (fiduciarias) que emitirían los certificados, la garantía la otorgarían los bienes inmuebles de las emisoras y afectados en el fideicomiso. Este instrumento debe de poseer un plazo mínimo de 3 años para su efectividad.<sup>31</sup>

Es importante el destacar que debido a la inflación aún elevada de 2 dígitos en Paraguay, es necesario que existan instrumentos financieros que estén indizados al dólar o al índice de precios al consumidor, tales como los utilizados en México, como son:

- **Bonos de la Tesorería de la Federación:** son títulos denominados en monedas extranjeras, los cuales se pagarán sus equivalentes en moneda nacional.

Estos podrían ser colocados por casas de bolsa y bancos. Su rendimiento se obtendrá a través de una tasa de descuento y la cotización del dólar en ese momento, su plazo sería máximo de un año.

---

<sup>31</sup> *Ibidem*, págs. 83 - 87.

Este instrumento podría ser de suma importancia para dar fuerza al mercado de dinero.

- **Ajustabonos:** son títulos de largo plazo en el cual el gobierno se obliga a pagarlos en la fecha establecida. Estos instrumentos serían emitidos por el Banco Central, y sus rendimientos estarán dados por la tasa que devenguen en relación a su precio de adquisición, y además estarán ajustados al índice de precios al consumidor.

Se han propuesto varios instrumentos para el mercado de capitales paraguayo en párrafos anteriores que podrían llegar a tener éxito y por ende desarrollar el mercado de valores. Pero como también ha sido mencionado anteriormente, existen problemas de tipo cultural muy arraigados entre los inversionistas, problemas que podrían llegar a neutralizar la efectividad de cualquier instrumento. Uno de estos principales problemas son derivados de la falta de cultura financiera. Es el hecho que los principales inversionistas temen y ven con recelos el abrir sus empresas a nuevos accionistas que no sean familiares suyos, y mucho mayor temor les produciría la idea de la democratización del capital. Es por ello, una forma de romper con ese "cuello de botella", y a su vez determinar la "punta de lanza" para abrir el mercado de capitales en Paraguay, sería la incorporación de dos instrumentos tales como: Certificados de Participación ordinaria no amortizable (CPOS) y productos sintéticos.



Aunque en el mercado de valores paraguayo existan acciones preferentes y ordinarias, a los inversionistas no les ayuda el hecho de poseer acciones sin derecho a voto en las divisiones de las empresas donde tengan invertido parte de un acervo de capital; y por otra parte, como se explicó anteriormente, los empresarios se muestran reacios a abrir sus empresas a nuevos socios y muchos menos a entregarles a éstos con acciones ordinarias. Es por ello que los "CPOS", aplicados en el mercado de valores paraguayo podría ayudar a destrabar esta situación. Por ello con los "CPOS" se podrían crear fideicomisos con acciones ordinarias, las cuales podrían ser administradas por empresas financieras, en este caso bancos, por poseer las mejores condiciones para el efecto, por las condiciones ya mencionadas que éstas posee en el mercado financiero paraguayo. Con ello se lograría captar recursos por parte de los empresarios, a través de la emisión de acciones ordinarias, las cuales como pasarían a formar parte de un fideicomiso administrado por la empresa fiduciaria, no da derecho a votos a los accionistas en este caso los fideicomitentes, pero sí a retirar las utilidades estipuladas en el contrato. De esta manera los empresarios podrían abrir sus empresas y financiarse, sin temor a perder el poder sobre la misma.

Para el caso de las acciones preferidas, la solución sería más sencilla, puesto que se puede incentivar a los inversionistas a que los adquieran, con la aplicación de un premio, por su participación en ese tipo de documento.

En tanto en lo que respecta a la segunda opción, lo cual es la aplicación de instrumentos sintéticos, estos instrumentos podrían a la par que los CPOS, lograr dar mayor apertura al mercado de capitales y romper el pánico a la apertura de las empresas a los nuevos socios.

Pues bien, como su nombre lo explica, estos instrumentos sintéticos son transformaciones que sufren determinados instrumentos al ser cambiados o canjeados por otro de naturaleza distinta. Este tipo de instrumento puede favorecer la emisión de instrumentos de renta variable, primeramente con la emisión de bonos convertibles en acciones, puesto que con ellos los ingresos de la compañía llegan a crecer más rápidamente que en el pasado, esto impulsaría a la alza al precio de las acciones y hará más interesante para los posibles adquirientes de dichos bonos.

Los actuales tenedores se verían también beneficiados y no objetarían la incorporación de nuevos accionistas. Puesto que le convendría más a éstos darles acciones a los proveedores de bonos convertibles que entregarles parte de los dividendos de la empresa en cuestión, creando posibilidades de reinversión de utilidades.

En lo que respecta a instrumentos derivados como los Warrant, las opciones y los futuros, éstos todavía no están en condiciones de ser aplicados en el mercado de valores paraguayo, puesto que para su inclusión es necesario que dicho mercado alcance un grado de madurez muy superior al que se encuentra en este momento.

**Indice de Precios y Cotizaciones:** también es necesario incorporar un indice de precios y cotizaciones a la Bolsa de Valores de Paraguay, para de esa manera, los inversionistas puedan conocer el desenvolvimiento del mercado, y ser utilizados como elemento para su respectiva toma de decisiones en materia de inversión.

Así también a futuro una vez que el mercado de capitales haya logrado un nivel apreciable de madurez e institucionalización el cual sería hasta un periodo no menos a 5 años, a no ser que algunas variables "sucesos" puedan dar un giro positivo al mercado dándole otras características. Una vez que se haya consolidado el mercado accionario podría incluso tener gran factibilidad la creación de un Fondo de Inversión, similar al llamado Fondo México, el cual primeramente podría ser lanzado entre los países integrantes del Mercado Común del Sur (MERCOSUR), el cual lo componen Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay, y éstos a su vez puedan crear el mismo fondo y cotizarlos en mercados paraguayos. Lo que ayudaría a desarrollar al mercado de valores, no sólo en el Paraguay sino de toda la región que abarca el mencionado mercado del "Cono Sur".

En un momento posterior se podría hacer una evolución de dicho fondo, para analizar su grado de desenvolvimiento dentro del bloque económico. Si los resultados fueran positivos, se podría crear la formación de un fondo común "Mercosur", donde estarían las principales acciones de los mercados de valores de los países integrantes (acciones más bursátiles); los cuales podrían ser colocados en otros mercados internacionales extra regionales. Lógicamente esta forma de

---

fideicomiso, necesita la creación de una institución financiera regional que amalgame a los países miembros. En otra palabra, un banco formado por el bloque económico y con capital aportado por los países miembros. Dado el grado de avance del "Mercosur", la creación de bancos con las mencionadas condiciones no está muy lejano.

Otro mecanismo digno de ser considerado para la internacionalización del mercado de valores y su consiguiente consolidación a través de la misma, será la posibilidad a corto plazo, de utilizar productos derivados, sobre portafolio de acciones, cotizando en ADR (American Depositary Research), de empresas de los países vecinos, miembros del Mercosur. Estos productos derivados podrían ser Warrant y opciones, los cuales serían principalmente manejados por casas de bolsa, de manera que éstos vayan consolidándose en el mercado de valores tanto nacional como internacional, y de esa manera estén en condiciones de ofrecer oportunidades potenciales de inversión para sus clientes; además de lograr ellos mismos la modernización tecnológica necesaria para este tipo de operaciones y procurar el adiestramiento y mejoramiento de la capacitación del personal el cual desempeñe sus labores dentro de la misma, así puedan cumplir con eficiencia su función como tal, dentro de la intermediación financiera no bancaria.

### 3.4.3. Impulsar el Mercado de Dinero y de Capitales.

Para desarrollar un mercado tanto de dinero como de capitales, es necesario que en la economía doméstica se realice un financiamiento más generalizado de las inversiones de las unidades productivas, de manera

---

tal que el funcionamiento institucional llegue a representar un fuerte porcentaje de la inversión total dentro del país.

En lo que respecta al mercado de dinero o de corto plazo y de renta fija; el buscar un desarrollo se constituye en labor fundamental dentro del mercado de valores, puesto que a través de dichos mercados, tanto las empresas como las industrias pueden obtener fondos a bajo costo para sus respectivos capitales operativos y los bancos pueden encontrar formas seguras de colocación de excedentes.

En síntesis, el mercado de dinero es un elemento fundamental para otorgar liquidez a la economía o bien restarla con operaciones de "mercado abierto" realizado por la Banca Central a través de los instrumentos de deuda de la tesorería y cotizar en este mercado. Es por todo ello de gran importancia el desarrollo de este mercado de corto plazo en Paraguay, el cual por el periodo de maduración en el cual se encuentra, ha mostrado la necesidad de su desarrollo por parte de los inversionistas, puesto que aun sin la presencia de instrumentos de deuda del gobierno ha tenido cierto auge, lo que es fundamental para su institucionalización. Por ello, se hace necesario que para dicho mercado se comience ya con la emisión de deuda a corto plazo por parte del Estado, además de los instrumentos que se mencionaron precedentemente para el desarrollo de dicho mercado, para que este vaya cobrando fuerza y se convierta también a corto plazo en un medio barato y efectivo en que se encuentren unidades superavitarias y deficitarias y conformen un mercado que sea eficiente y rápido. Al referirnos al rápido, es menester que dicho mercado se mueva en base a un nivel

---

aceptable de avance en lo que respecta a informática y telecomunicaciones (telemática), que agilice las operaciones en las mesas de dinero tanto de los bancos como de las casas de bolsa, asegurando así operaciones rápidas y precisas, que permitan obtener ganancias rápidas en la compra y renta de instrumentos, tanto en los mercados nacionales como internacionales. En síntesis, aplicación de tecnología de punta para tal efecto.

En tanto el mercado de capitales, por sus características de largo plazo es el mercado más importante desde el punto de vista económico, puesto que el mismo permite el financiamiento basado a las industrias con el cual los sectores industriales, comerciales y de servicios, pueden adquirir activos fijos, para el desarrollo de sus actividades productivas respectivas. Este mercado por su característica de largo plazo, es sumamente vulnerable a las condiciones económicas del país y a la confianza que el inversionista pronostique para la misma.

En Paraguay este mercado no se ha desarrollado en forma eficiente, quizás por la falta de estabilidad política y económica en el largo plazo y la poca compensación que se ofrece al inversionista por el riesgo afrontado, y por otra parte la no apertura de las empresas de sus acervos accionarios es otro factor que impide el desarrollo de este mercado.

No obstante el gobierno podría comenzar a emitir bonos de largo plazo para su financiamiento, éstos indizados al dólar para evitar la

---

depreciación de los mismos ante niveles de inflación de 2 dígitos que aún prevalecen en Paraguay.

Estos bonos emitidos por el gobierno o se les podría incentivar a los empresario o emitir acciones o bonos de características semejantes del gobierno, aumentando de ese modo los instrumentos negociados en el mercado de capitales y diversificándolos en mercado de renta fija y variable según el tipo de instrumento negociado en la bolsa.

Pero puesto que tanto el gobierno con las empresas de envergadura considerables dentro del país son escasas y el nivel de financiamiento que necesitan no es de grandes proporciones, por condiciones estructurales de la misma economía, como la estrechez del mercado dentro de la economía.

Esta estrategia que podría dar grandes y sorprendentes resultados en Paraguay, consistiría en: realizar todo un proceso de privatización de los entes públicos, que por lo general, son muchos de ellos deficitarios y de dimensiones gigantescas para el mercado nacional o bien se encuentran compitiendo con la iniciativa privada. En este grupo se encuentran grandes y poderosas empresas estatales (elefantes blancos).

Estos entes podrían ser privatizados correctamente en subastas públicas; pero a través de acciones que posteriormente pasarían a la bolsa para su negociación en el mercado secundario, dando de esta forma al mercado de valores paraguayo la anhelada institucionalización, a la

---

vez de crear la concurrencia masiva de acciones que daría todo "bien" creando condiciones de eficiencia para la bolsa en sí y el mercado de capitales. Dándole a los inversionistas tanto individuales como institucionales confianza en dicho mercado y participación en el mismo, pudiendo crear portafolios de inversiones y más diversificación, los cuales podrían ser administrados por ellos mismos e instituciones financieras, ya sean bancos o casas de bolsa como el caso de las "sociedades de inversión". En síntesis, a este tipo de estrategia de privatización, como se ha demostrado en Chile, se convierte en una magnífica opción para la modernización y desarrollo del mercado de valores; sería vital para impulsar su despegue inicial en el que se encuentra y el acelerar su proceso de maduración e institucionalización dentro del sistema financiero paraguayo, el cual mejoraría la intermediación financiera y su eficiencia, facilitando así la movilización de capitales entre entidades superavitarias y deficitarias en forma rápida y eficiente.



## CONCLUSIONES

- Resulta de suma importancia la intermediación financiera realizada por las "casas de bolsa" a través del Mercado de Valores. Puesto que además de diversificar la fuente de financiamiento dentro de la economía, permite en forma barata vía "mercado de capitales" que las empresas puedan financiarse para la adquisición de activos fijos (maquinarias), con las cuales aumenten sus respectivas producciones de bienes. O bien, utilicen el "mercado de dinero" para realizar financiamientos a corto plazo por lo general, en vista a solucionar problemas de falta de liquidez dentro de sus empresas.

- Cuanto más instrumentos de deuda sean movilizados por intermediarios financieros, bancarios y no bancarios, más adelantado y eficiente será el rol que desempeñen en la formación de capital y el fortalecimiento de los mercados financieros.

- Los mercados de valores deben poseer tres caracteres fundamentales para su funcionamiento y consolidación, estos son: institucionalización, eficiencia y un aceptable nivel de riesgo.

Cuando nos referimos a institucionalización, es menester destacar que el mercado de valores no es sostenido únicamente por instrumentos financieros, sino también por el apoyo de instituciones que le den credibilidad. Estas instituciones serán normativas, operativas y de apoyo.

---

En lo que respecta a su eficiencia, los mercados de valores deben poseer cierto nivel de diligencia a sus transacciones, así como información homogénea para todos los participantes. Por último un riesgo país no muy elevado, es decir una nación donde no existan inestabilidades políticas o políticas arbitrarias sobre manejos fiscales y monetarios.

- En los últimos años los países latinoamericanos han experimentado gran desarrollo en lo que respecta al mercado de valores. De entre estos países existen algunos que han sobresalido por un alto grado de profesionalismo, tecnología y apertura financiera, constituyéndose en verdaderos "mercados emergentes", atrayendo a sus economías grandes flujos de capitales extranjeros. Los "mercados emergentes" a nivel latinoamericano que han obtenido mayor éxito encontramos a México, Brasil, Chile; y tal vez otros, pero en menor grado que los anteriormente mencionados.

- El Mercado de Valores de Paraguay, en este momento se encuentra, como se mencionó a lo largo de esta tesis, en un proceso de arranque. Razón por la cual adolece de algunas falencias típicas de su estado evolutivo, éstas son por lo general de tipo institucional por una parte, y por la otra, una falta de cultura financiera del público en general, y de los potenciales inversionistas.

A estas limitantes también se suma el hecho de que aún las corporaciones de todo tamaño se vean reacias a la apertura de sus empresas a nuevos socios inversionistas, evitando así la

---

democratización del capital y sus graves implicaciones para el mercado secundario.

- La experiencia de los países latinoamericanos, en especial aquéllos que han tenido un desarrollo importante, nos arrojan posibles soluciones que adaptadas al Mercado de Valores de Paraguay, y puedan acelerar su proceso de maduración.

Estas soluciones van desde una serie de propuestas a nivel institucional hasta la incorporación de nuevos instrumentos financieros bursátiles emitidos por el gobierno y las empresas en general. Para que de esa manera pueda lograrse una ampliación de las posibilidades de inversión, así como una mejor diversificación en las "carteras de inversión", que permita afrontar y valorar mejor el riesgo y la rentabilidad del mercado accionario paraguayo.

- Una vez aplicados los nuevos instrumentos propuestos, así como las instituciones necesarias para alcanzar su institucionalización, el Mercado de Valores paraguayo podrá, en mediano plazo, alcanzar un grado de desarrollo tal que le permita desenvolverse en forma eficiente como intermediario financiero no bancario.

La consolidación del Mercado de Valores además de modernizar todo el sistema financiero paraguayo, permitirá obtener nuevas fuentes de financiamiento tanto nacional como extranjero a la economía, aumentando así la formación de capital dentro de la misma.

## BIBLIOGRAFIA

- **Banco Central del Paraguay**  
Síntesis de la Economía Paraguaya  
1991 - 1993, Tríptico.
- **Best, John W.**  
Cómo Investigar en Educación  
Coordinación de Investigaciones Económico-Sociales I  
Selección de Lecturas  
Escuela Nacional de Estudios Profesionales Aragón  
Compilador Ronaldo Morgan Sanabria.  
México, 1985, 717 pp.
- Estadísticas Financieras del Fondo Monetario Internacional (FMI)  
1994, 150 pp.
- Inducción al Mercado de Valores  
Instituto Mexicano del Mercado de Capitales, A.C.  
1992, 119 pp.
- **Kitchen, Richard L.**  
Financiamiento para Países en Desarrollo  
México 1ª ed. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericano (CENLA), 1990, 457 pp.
- **Mansell Carstens, Catherine**  
Las Nuevas Finanzas en México  
Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas, A.C.  
e Instituto Tecnológico Autónomo de México, A.C.  
México 1ª ed., 1993, 535 pp.
- **Marnolejo González, Martín**  
Inversiones  
Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas, A.C.  
México 1985, 496 pp.
- **Marshall, Enrique**  
El Sistema Financiero y el Mercado de Valores en Chile  
México 1ª ed., Centro de Estudios Monetarios Latinoamericano (CENLA), 1991, 230 pp.
- Materiales de información interna de la Bolsa Mexicana de Valores.  
Dirección General Adjunta Internacional.  
20 pp.

- Olcese Fernández, Jorge  
Intermediación Financiera y la Inversión Institucional (Ensayos)  
México 1ª ed., Centro de Estudios Monetarios Latinoamericano  
(CENLA), 1980, 42 pp.
- Operaciones del Mercado de Valores en México  
Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles, A.C.  
1993, 232 pp.
- Penner, Reinaldo; Peña José María y Salinas Hugo  
Plan Estratégico: Bolsa de Valores y Productos de Asunción, S.A.  
20/I/94, 24 pp.
- Riehl, Heinz y Rodríguez M. Rita  
 Mercados de Divisas y Mercados de Dinero  
México 1ª ed., McGraw-Hill, 1990, 511 pp.
- Samuelson, Paul A. - Nordhaus William D.  
Economía, México, McGraw-Hill, 1989, 870 pp.
- Solnik, Bruno  
Inversiones Internacionales  
U.S.A. 2ª ed., Addison - Wesley - Iberoamericana  
1993, 457 pp.
- Weston, J. Fred y Brigham Eugene F.  
Fundamentos de Administración Financiera  
México 10ª ed. McGraw-Hill, 1994, 1147 pp.