

I. Origen y objetivos del estudio

La divulgación de información veraz, completa y puntual sobre las empresas cuyos títulos vayan a estar o estén admitidos a negociación en un mercado bursátil es un elemento básico en la toma de decisiones de inversión por parte de los diferentes agentes del mercado, desde intermediarios financieros al público en general. La mejora de la transparencia ha tomado en los últimos tiempos una importancia crucial, como parte esencial que es de la protección de los inversores y del aumento de la eficiencia de los mercados, tal y como se ha puesto en evidencia tras las recientes turbulencias financieras¹.

En toda Iberoamérica se han realizando esfuerzos por normar las obligaciones de información de los emisores de valores al objeto de propiciar el adecuado funcionamiento de sus mercados. Así la información contenida en los prospectos o folletos de emisores prácticamente no difiere, en lo esencial, de unas jurisdicciones a otras. Sin embargo, la realización de un estudio sobre las

¹ Extracto del Documento final de la cumbre de G-20, celebrada en Washington en noviembre de 2008...: “Nos comprometemos a poner en marcha políticas con los siguientes principios reformistas en común:

- **Fortalecer la transparencia y la responsabilidad:** reforzaremos la transparencia en los mercados financieros, incluyendo la mejora de los productos financieros complejos y asegurando la completa y adecuada revelación de las empresas y sus condiciones financieras. Los incentivos deben ser alineados para evitar excesivos riesgos.
- **Mejora de la regulación:** nos comprometemos a fortalecer y examinar prudentemente nuestros regímenes regulatorios según convenga. Ejercitaremos una fuerte vigilancia sobre las agencias de crédito, con el desarrollo de un código de conducta internacional. También haremos regímenes regulatorios más efectivos a lo largo del ciclo económico, mientras que nos aseguramos de que la regulación es eficiente, sin ahogar la innovación, y anima el crecimiento del comercio de productos financieros y servicios. Nos comprometemos a evaluar de forma transparente nuestros sistemas regulatorios nacionales.
- **Promover la integridad de los mercados financieros:** nos comprometemos a proteger la integridad de los mercados financieros del mundo reforzando la protección del inversor y el consumidor, evitando conflictos de intereses, previniendo la manipulación ilegal del mercado, las actividades fraudulentas y avisos y protegiendo contra los riesgos financieros ilícitos procedentes de jurisdicciones no cooperativas. También promoveremos el intercambio de información, incluyendo las jurisdicciones que se han comprometido con los estándares internacionales respecto al secreto y la transparencia bancarios.
- **Fortalecer la cooperación internacional:** llamamos a nuestros reguladores nacionales y regionales a formular sus reglas y otras medidas de cooperación a través de todos los segmentos de mercados financieros, incluyendo los que afectan al movimiento de capitales entre fronteras. Los reguladores y otras autoridades relevantes deben fortalecer la cooperación en la prevención, gestión y resolución de crisis.”

obligaciones de información de los emisores de valores, los estándares internacionales —cuáles son los aspectos más importantes, su trascendencia y alcance—, las consecuencias jurídicas de la difusión de informaciones engañosas en los mercados, las responsabilidades, etc., puede servir de herramienta no sólo a los supervisores, sino a todos aquellos que deseen conocer e identificar la información útil y relevante sobre los emisores de valores existente en la región.

El Consejo del Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, en la IX Reunión de Autoridades celebrada en Panamá el 22 de noviembre de 2007, consideró potenciar la realización de estudios comparativos que permitieran evaluar futuras reformas regulatorias para la modernización y desarrollo de los mercados de capitales. A tal fin, se propuso como uno de los posibles temas el de la transparencia de emisores, entendiendo como tal, el conjunto de obligaciones de información que los emisores de instrumentos financieros cotizados tienen que cumplir, en virtud de la legislación vigente en cada país, en relación con las autoridades públicas, los organismos rectores de los mercados, los accionistas titulares de los valores, los intermediarios financieros y el público en general. Dicha propuesta fue presentada al Patronato del IIMV, aprobándose su ejecución en sesión celebrada el 18 de diciembre de 2007.

Esta publicación —auspiciada y financiada por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera del Ministerio de Economía y Hacienda de España— ha contado para su elaboración con la colaboración de las Comisiones y Superintendencias de Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, España, México, Panamá, Perú, Portugal, República Dominicana, Uruguay y Venezuela. También han participado muy destacadamente en su redacción el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), AIAF Mercado de Renta Fija / SENAF del Grupo Bolsas y Mercados Españoles, y la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores (FIAB).

II. Consideraciones iniciales

La importancia de la transparencia. La protección del inversor. La asimetría de la información

Las recientes turbulencias financieras internacionales han puesto de manifiesto la importancia de la transparencia. En la declaración final de la última reunión del G-20 se decía: “la transparencia de los mercados financieros es uno

de los compromisos básicos de los dirigentes mundiales, que mejorarán los mecanismos de supervisión y regulación de los productos financieros complejos y garantizarán la ‘completa y exacta transparencia’ de las empresas en lo que respecta a su situación financiera para evitar riesgos excesivos”.

Por tanto, la información se considera uno de los principales instrumentos para alcanzar los objetivos de eficiencia del mercado y protección del inversor. De ahí que las disposiciones normativas en Iberoamérica recogen obligaciones relativas a la información junto con otras normas para favorecer la solidez, seguridad y eficiencia del mercado de capitales.

Sin embargo, no podemos olvidar que la información atenúa los riesgos pero no los elimina. Por ello es fundamental que, por parte de los inversores, se tenga un conocimiento del nivel de riesgo que están asumiendo en sus inversiones. Es decir, la información debe ser oportuna y suficiente, pero además debe ser útil, clara y concisa acerca de las características del producto financiero y la exposición al riesgo que implica dicha inversión.

Pero ¿qué se entiende por transparencia? Podemos definirla como la presencia de información relevante y fidedigna sobre las empresas emisoras y sus emisiones, sobre los intermediarios y los productos o servicios que ofrecen. Un sistema de información obligatoria, acompañado de un régimen de supervisión y registro de información, es el instrumento más idóneo para corregir las carencias y desigualdades en la distribución de la información o asimetría informativa² (los fallos en distribución de información o situaciones de asimetría pueden ocasionar que el precio del valor no refleje su valor real).

Adecuada supervisión que no impida desarrollo del mercado. Transparencia vs. liquidez

Tal y como se ha apuntado, la transparencia informativa está basada en dos aspectos. Por un lado, debe existir un conjunto de informaciones obligatorias por parte de emisores y demás participantes, que sean suficientes, veraces, actualizadas, continuadas y equitativas. Pero también y no menos importante,

² “La liquidez en los mercados financieros: repercusiones de la crisis crediticia”, Nuria Tobar. Monografía CNMV nº 32, 2008, p. 20: “En un mercado ‘perfecto’, toda la información está disponible para todos los participantes del mercado, los activos se negocian según su valor fundamental y los riesgos son incorporados en los precios y distribuidos entre aquellos inversores más preparados para soportarlos. Sin embargo, normalmente existen asimetrías informativas entre los emisores de valores y los inversores”.

tiene que haber un sistema de verificación de información por parte de un organismo supervisor, que garantice la difusión de la información entre todos los inversores.

Los marcos regulatorios de la región se basan en el principio de revelación de toda la información necesaria para que el público inversor pueda tomar decisiones de inversión informadas. Esto se logra con la información que el emisor proporciona al momento de registrar sus valores, con los informes periódicos que la regulación requiere, y con los informes sobre hechos de importancia o relevantes.

Desde esta perspectiva, el papel del supervisor del mercado de valores, como garante del cumplimiento de la normativa aplicable a los emisores, es fundamental para su buen funcionamiento, pero adicionalmente es necesario que por parte del propio mercado (bolsas de valores) se propicien normas de conducta internas entre sus miembros que den confianza al inversor que desea participar en él. Es decir, es importante contar con una adecuada combinación entre la regulación de la transparencia por parte de las autoridades competentes y la autorregulación del mercado.

Sin lugar a dudas, la crisis financiera va a dar lugar a una profunda revisión de la supervisión y regulación a medio/largo plazo. Toda crisis comporta cambios y, en este caso, las modificaciones en los sistemas regulatorios y en los estándares de supervisión se orientan en la actualidad en la propuesta de supervisión efectiva de ciertos intervinientes (Agencias de Calificación o Rating), y en la mejora de la información financiera (implementación de las normas contables, IFRS).

El objetivo será proporcionar a los inversores una mayor calidad de información y evitar excesos regulatorios que puedan frenar el desarrollo del mercado (aumento de la transparencia debería pasar por un riguroso análisis coste-beneficio que garantice que no se perjudica la liquidez de los mercados).

Pero, ¿podemos relacionar la transparencia con el aumento de liquidez del mercado?³. En efecto, el aumento en el nivel de transparencia, en la medida en

³ "Stock Exchange Disclosure and Market Liquidity: An Analysis of 50 International Exchanges", Carol Frost, Elizabeth Gordon y Andrew Hayes, working paper, Ohio State University.2002. En este estudio se analizaron 50 mercados pertenecientes a la Federación Mundial de Mercados Bursátiles (WFE) utilizando una metodología basada en el análisis de regresión y de correlación entre distintas variables. Los autores observaron una relación directa entre aquellos mercados que mayor esfuerzo hacen en una buena distribución de la información y la liquidez de los mismos. Esta correlación positiva puede ser utilizada para que la liquidez global de un mercado se vea incrementada. Una mayor liquidez podría animar a nuevas empresas a utilizar el mercado de capitales, lo que aumentaría el acceso a los inversores a nuevas oportunidades. Una buena distribución de la información en cuanto a tiempo y credibilidad aumentaría la confianza de los inversores que participarían así de forma más activa en el mercado. Como resultado, la actividad podría verse favorecida y la formación de capital incrementada.

que sea percibido como que cualquier participante en el mercado puede acceder a un grado de información similar, despertará el interés por operar en él, convirtiéndose en un efectivo instrumento promotor de dicho mercado, lo que de hecho conducirá a un incremento de la liquidez del sistema y a una reducción del coste de capital de las sociedades emisoras.

III. Desarrollo del estudio

El estudio se divide en dos partes. En la primera se tratan los **aspectos generales de la regulación y supervisión de la transparencia**, analizando la información a través del proceso que sigue en los mercados financieros, desde su originación, su difusión y transmisión, hasta su análisis y utilización. Así el Capítulo 1 está dedicado a los **requisitos informativos para la emisión y admisión de valores a negociación**. Desde el estudio de los elementos principales del contenido del prospecto o folleto informativo hasta el proceso de aprobación y registro de documentos. El Capítulo 2° trata las **obligaciones de información no periódica de los emisores**, esto es, hechos relevantes, información sobre estructura de propiedad, gobierno corporativo, etc. **Las informaciones financieras del emisor** están recogidas en el Capítulo 3°. Todo lo relativo a la **supervisión de las informaciones** (facultades de supervisores, régimen de sanciones, etc.) se recoge en el Capítulo 4°. El Capítulo 5°, denominado **información generada o difundida en los mercados**, trata, entre otros aspectos, el papel de las bolsas como difusores de informaciones reguladas para los inversionistas. Finalmente, el **análisis de información útil y relevante para la toma de decisiones** por parte de los analistas profesionales lo encontramos en el Capítulo 6°.

En la segunda parte del estudio, se exponen en detalle las **principales tendencias regulatorias y de mercados**, tales como la regulación de las **agencias de rating**, las **remuneraciones de consejeros y directivos de sociedades cotizadas** en mercados de valores, y los **cambios del marco regulatorio contable**. Asimismo, y teniendo en cuenta que los mercados de Iberoamérica se caracterizan por el escaso peso de la renta variable, se ha incluido un apartado bajo la denominación **mercados de activos financieros distintos de la renta variable**, en el que se analizan tanto los mercados de renta fija, como los mercados no organizados y los instrumentos OTC.