

**UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERIA**  
**FACULTAD DE INGENIERIA ECONOMICA Y**  
**CIENCIAS SOCIALES**



**LA TRANSPARENCIA DE INFORMACION EN**  
**EL MERCADO DE VALORES PERUANO**

INFORME DE SUFICIENCIA

PARA OPTAR EL TITULO PROFESIONAL DE :

**INGENIERO ECONOMISTA**

POR LA MODALIDAD DE ACTUALIZACION DE  
CONOCIMIENTOS

ELABORADO POR:

**JORGE OSWALDO ORBEGOSO YZQUIERDO**

LIMA - PERU

2001

*A mi familia,  
por su apoyo*

# **I. CURRICULUM VITAE**

## **II. INFORME DE SUFICIENCIA**

## ÍNDICE

<b>INTRODUCCIÓN</b>	pg. 1-3
<b>CAP. I. LA TEORÍA DE LA INFORMACIÓN EN LOS MERCADOS</b>	pg. 4-15
La información en los mercados financieros	pg. 9-15
<b>CAP II. LA TRANSPARENCIA DE INFORMACIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES</b>	pg. 16-18
<b>CAP. III. EL MERCADO DE VALORES PERUANO Y LA TRANSPARENCIA DE LA INFORMACIÓN</b>	pg. 19-26
Características del mercado de valores peruano	pg. 19-24
El marco legal de la transparencia	pg. 24
La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores	pg.25
La Bolsa de Valores de Lima	pg. 25-26
<b>CAP. IV. LA TRANSPARENCIA DE INFORMACIÓN EN LAS OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS</b>	pg. 27-34
El Prospecto informativo	pg. 27-32
<b>CAP. V. LA TRANSPARENCIA DE INFORMACIÓN EN EL MERCADO SECUNDARIO</b>	pg. 35-38
Estados financieros y memorias	pg. 35-36
Hechos de Importancia	pg. 36-38
<b>CAP. VI. LA INFORMACIÓN RESERVADA Y PRIVILEGIADA</b>	pg. 39-46
La información reservada	pg. 39-40
La información privilegiada	pg. 40-41
<b>CONCLUSIONES</b>	pg. 47-48
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	pg. 49-50

## INTRODUCCIÓN

El mercado de valores o sistema financiero directo es una alternativa de financiamiento para el sector empresarial con relación al sistema bancario o sistema financiero indirecto. A través de este mercado, las empresas obtienen capitales directamente de los agentes denominados inversionistas que tienen excedentes de recursos y que buscan rentabilidad. En ese sentido, el rol de los inversionistas es fundamental y su participación depende en gran medida de la confianza que le proporcione el mercado de valores.

Consideramos que la confianza en el mercado de valores se fortalece con mayor eficiencia informativa y menor riesgo moral<sup>1</sup>. En ese sentido, es importante el principio de transparencia, el cual señala que la confianza de los inversionistas se logra mediante el acceso a la más amplia y fidedigna información de todas las circunstancias favorables o desfavorables, que pueden afectar sus decisiones de inversión.

Asimismo, para lograr esa confianza debe existir transparencia en las operaciones por parte de los agentes participantes en el mercado de valores, como inversionistas, bancos de inversión,

---

<sup>1</sup> La eficiencia en el mercado de capitales es usualmente definida como eficiencia informativa en el sentido de que los mercados son eficientes cuando los precios reflejan instantánea y completamente toda la información disponible. Otros aspectos son la eficiencia distributiva, definida como un estado en el cual las tasas marginales de rentabilidad ajustadas al riesgo son iguales para todos los productores y ahorradores, y la eficiencia operativa, definida como un estado en el cual los servicios de intermediación son ofrecidos a costes mínimos. Revisaremos el concepto de eficiencia más adelante. Por su parte, el riesgo moral existe cuando una de las partes de un acuerdo tiene un incentivo, después de logrado el acuerdo, para actuar de una manera que le produzca beneficios adicionales a costa de la otra parte. Los inversionistas enfrentan este riesgo, por ejemplo con los intermediarios.

analistas, sociedades corredoras, entre otros, quienes deben actuar de manera transparente evitando efectuar transacciones ficticias respecto de cualquier valor, realizar actividades destinadas a alterar artificialmente los precios, e inducir a la compra o venta de valores por medio de cualquier acto, práctica o mecanismo engañoso o fraudulento<sup>2</sup>.

En este trabajo, nos abocaremos a la transparencia desde el punto de vista de la divulgación de información destacando la importancia de ésta en el desempeño del mercado de valores peruano como mecanismo de financiamiento empresarial.

Empezamos la descripción de este tema sobre el mercado de valores peruano destacando los conceptos estudiados por la teoría económica acerca de la importancia de la información en los mercados en general, en los mercados financieros, y específicamente en el mercado de valores. Posteriormente, introducimos el concepto de transparencia de la información en los mercados de valores y su relación con la protección al inversionista.

Seguidamente, hacemos una breve revisión de las características del mercado de valores peruano, y en este entorno señalamos el papel que cumple el ente supervisor y la Bolsa de Valores en la protección al inversionista, dado el mercado legal con transparencia de información.

Revisamos luego el procedimiento de divulgación de información, desde el momento en que las empresas deciden participar en el mercado primario de valores para obtener recursos y en forma permanente mientras sus valores están negociándose en el mercado secundario.

---

<sup>2</sup> El artículo 12 de la Ley del Mercado de Valores establece estas prohibiciones. Como ejemplo se pueden señalar operaciones entre personas vinculadas por parentesco, relación comercial o amical, etc. que efectúan transacciones a precios evidentemente distintos a los de mercado a fin de hacer creer a otros inversionistas que ese es el valor de la acción de la empresa, y puedan vender tales acciones a un precio "inflado"; posteriormente el precio cae a su verdadero valor. Otro acto prohibido es la publicidad en algún medio periodístico de bondades irreales acerca de determinada empresa, a fin de engañar a inversionistas y ofrecerles valores a precios por encima del valor de mercado.

Finalmente, tratamos sobre el uso de información privilegiada y sus implicancias en la confianza del mercado de valores, así como la dispensa del deber de informar y en qué circunstancias se debe presentar información reservada.

# CAPÍTULO I

## LA TEORÍA DE LA INFORMACIÓN

### EN LOS MERCADOS

En el modelo de competencia perfecta desarrollado por la teoría económica se supone que en los mercados los consumidores y productores poseen información completa sobre las variables económicas relevantes para sus decisiones, es decir la información es gratuita y está simétricamente distribuida. En la realidad, muchos mercados funcionan con “información incompleta y asimétrica”.

Entre los economistas que han contribuido al análisis de como funcionan los mercados con información asimétrica, destacan los estadounidenses George Akerlof, Michael Spence y Joseph Stiglitz, quienes en el año 2001 fueron galardonados con el Premio Nobel de Economía por sus análisis de los mercados con información asimétrica; es decir aquellos en los que los distintos agentes que actúan sobre un mismo mercado manejan niveles diferentes de información que marcan sus decisiones<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> La Real Academia Sueca de las Ciencias señaló que los tres economistas desarrollaron sus estudios en los años 70 y coincidieron en investigar el efecto de la sociedad de la información en las decisiones de los agentes económicos. La Academia destacó que el trabajo de los premiados constituye el núcleo de la teoría moderna de la economía de la información, hasta el punto de que los actuales modelos de análisis económico son impensables sin el componente de la información asimétrica.

Según La Real Academia Sueca de Ciencias<sup>4</sup>, Stiglitz demostró que la *información asimétrica* es clave para entender muchos fenómenos de los mercados, incluido el desempleo y las políticas crediticias.

Las investigaciones de Akerlof han sido pioneras para explicar cómo la *información desigual* entre concesionarios de créditos y sus beneficiarios redundó en disparar las tasas de interés en los mercados del tercer mundo.

Spence, por su parte, describió una importante forma de *ajuste del mercado* desde acciones individuales, en las que los agentes mejor informados toman medidas costosas en un intento de mejorar sus resultados, transmitiendo datos a los peor informados.

En un estudio clave, Akerlof analizó el mercado de los autos de segunda mano de baja calidad demostrando que, como los compradores carecían de información confiable sobre su estado, eran vulnerables a abusos por parte de los vendedores, creando una “selección adversa”. Una consecuencia del trabajo de Akerlof fue el establecimiento de redes de vendedores de autos de segunda mano que garantizaban su calidad<sup>5</sup>.

Spence, por su parte, señaló en un artículo que, para hacer frente al problema de la información asimétrica, los actores del mercado deben “enviar señales”, a través de métodos como la publicidad sobre la marca, el pago de mayores dividendos que los necesarios, para indicar el nivel de beneficio, y la obtención por parte de individuos de calificaciones educacionales más elevadas que lo requerido para determinado empleo, con vistas a demostrar que se puede confiar en ellos<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> La Tercera; “El Premio Nobel de Economía 2001”. Véase en [www.icanito.tercera.cl/especiales/nobel\\_2001/economia.htm](http://www.icanito.tercera.cl/especiales/nobel_2001/economia.htm).

<sup>5</sup> BBC Mundo; “Crítico del FMI se lleva el Nobel”. Véase este artículo en [www.bbc.co.uk/hi/spanish/business/newsid\\_1592000/1592107.stm](http://www.bbc.co.uk/hi/spanish/business/newsid_1592000/1592107.stm).

<sup>6</sup> Ibid.

Respecto a Stiglitz, se le señala como uno de los principales exponentes de la aplicación de la teoría de información asimétrica en los países en vías de desarrollo y de las regulaciones del sector público. Uno de sus primeros artículos explica por qué los sistemas de aparcería, donde los terratenientes y los arrendatarios dividen las cosechas, constituyen una solución al problema de la información desigual sobre las condiciones de la cosecha.

También señaló que si un mercado es completamente eficiente desde el punto de vista de la información –es decir, si toda la información se refleja en los precios- ningún actor individual tendría incentivo para adquirir la información en que se basan los precios (la paradoja “Grossman-Stiglitz”<sup>7</sup>).

Los estudios pioneros de estos tres economistas han sido continuados por otros investigadores, cuyos análisis se conocen actualmente como la economía de la información. Estas teorías parten del supuesto de que el proceso de producción, adquisición y procesamiento de la información es costoso, porque los mercados no la proporcionan adecuadamente. Este es el origen de los problemas de información (información incompleta y asimétrica) que influyen en la conducta de los agentes (selección adversa, aversión al riesgo y riesgo moral)<sup>8</sup>.

La información incompleta se origina cuando los precios de mercado no transmiten toda la información que se requiere para llevar a cabo el intercambio. Los dos efectos principales que genera sobre la conducta de los agentes son: incremento de la incertidumbre y el riesgo, y la selección adversa. La selección adversa, indica una situación donde una parte informada en una transacción negocia exactamente con la parte que no debe, es decir, obtiene una selección adversa

---

<sup>7</sup> Ibid.

<sup>8</sup> Valdebenito, Eduardo; “Un premio Nobel para la economía de la información”, artículo escrito para El Panamá América. Véase [www.elpanamaamerica.com.pa/archive/11022001/finance03.html](http://www.elpanamaamerica.com.pa/archive/11022001/finance03.html).

de las partes informadas. Como ejemplo se menciona el mercado de seguros: Desde el punto de vista de la compañía, el cliente ideal no se moriría nunca. En este caso la característica del comprador que le interesa más a la compañía de seguros es la esperanza de vida del comprador, en virtud de que el potencial comprador sepa más de su salud que la compañía aseguradora, lo cual es una situación de características ocultas<sup>9</sup>.

Por su parte, la información asimétrica se refiere a la situación en la que un lado de una relación económica tiene mejor información que el otro. El término significa, por ejemplo, que los administradores y directivos de una corporación saben más que los accionistas acerca del rendimiento de la empresa, de la misma manera que los prestatarios saben más que los acreedores acerca de las posibilidades de cancelación de la deuda, como los vendedores de carros saben más de la calidad del mismo que los compradores.

La economía de la información señala que en el mundo real la información es escasa y por tal razón tiene un costo. El costo de oportunidad de adquirir información económica sobre precios, cantidades y calidades de bienes, servicios y factores de producción se conoce como *costo de información*.

En la realidad nos encontramos con que existe información que la posee un individuo y que es muy costosa obtener para otro. Michael Parkin<sup>10</sup> señala que esta información crea los problemas de riesgo moral y selección adversa. Estos problemas surgen porque los que tienen esta información la usan para lograr beneficios adicionales a costa de la otra parte; la parte perjudicada es la menos informada.

---

<sup>9</sup> Ibid.

<sup>10</sup> Parkin, Michael. "Microeconomía", México, 1995, pág. 506.

Respecto al estudio de la economía de la información, Robert Frank<sup>11</sup> destaca los siguientes principios: “fingir es costoso” y “debe revelarse toda la información”. Un ejemplo del primer principio lo encontramos en el mercado laboral, en donde para la búsqueda de un trabajador confiable, es decir que haya revelado información fidedigna sobre sus cualidades de trabajo, las empresas establecen políticas para castigar severamente el engaño, de forma tal que el trabajador asuma un alto riesgo al tratar de engañar al que solicita sus servicios.

En el otro caso, el principio según el cual “debe revelarse toda la información” se deriva del hecho de que no todos los posibles adversarios en un mercado tienen acceso a la misma información. Esta asimetría da lugar a la transmisión de importantes señales entre los agentes económicos. Esto es lo que se conoce como las *señales del mercado*. Por ejemplo, “las asimetrías de la información contribuyen a explicar por qué el productor de baja calidad podría revelar este hecho ofreciendo solamente una garantía muy limitada”. En cambio, la empresa que sabe que su producto es el mejor tiene poderosos incentivos para revelar esa información a los consumidores”<sup>12</sup>.

La importancia de la información la podemos aplicar en las diferentes estructuras de mercado, como competencia perfecta, monopolio y competencia monopolística. La información es un factor clave en el intercambio, sin ella no sabríamos de la existencia de mercados, productores, consumidores, bienes y servicios, precios, calidades, etc. La información disponible influye decisivamente en las elecciones y en la conducta económica y por supuesto, en la misma formación de los mercados. Entre menor sea la información disponible, mayor será la incertidumbre y el riesgo de tomar decisiones erróneas.

---

<sup>11</sup> Frank, Robert. “Microeconomía y Conducta”, España, 1992, pág. 599.

<sup>12</sup> Frank, Robert. op cit., pág. 607.

## La información en los mercados financieros

Como en otros mercados, en el financiero la información también es asimétrica entre los agentes que participan en él. Generalmente, los demandantes de fondos tienen más información que los oferentes de fondos, respecto a la capacidad de pago que tienen y a la disposición a pagar el dinero que han tomado prestado.

Los supuestos de mercados completos en los que se basa la teoría económica clásica de los mercados financieros, implican la existencia de mercados transparentes. Esto contrasta con la experiencia, donde la información es asimétricamente distribuida, existen altos costos de transacción y riesgo moral, y la competencia es imperfecta, entre otros aspectos.

Usualmente, los mercados financieros se clasifican en sistema financiero indirecto o mercado bancario y sistema financiero directo o mercado de valores<sup>13</sup> (véase la Fig.1).

En el primero se incluye las actividades de intermediación que realizan las instituciones bancarias que captan recursos provenientes de los ahorros del público, que se destinan generalmente al sector productivo demandante de fondos. En el segundo, el sector productivo demandante de fondos ofrece en forma directa acciones o instrumentos de deuda a los oferentes de fondos o inversionistas que buscan rentabilidad.

Las instituciones bancarias ejercen el monitoreo de los recursos entregados por los depositantes.

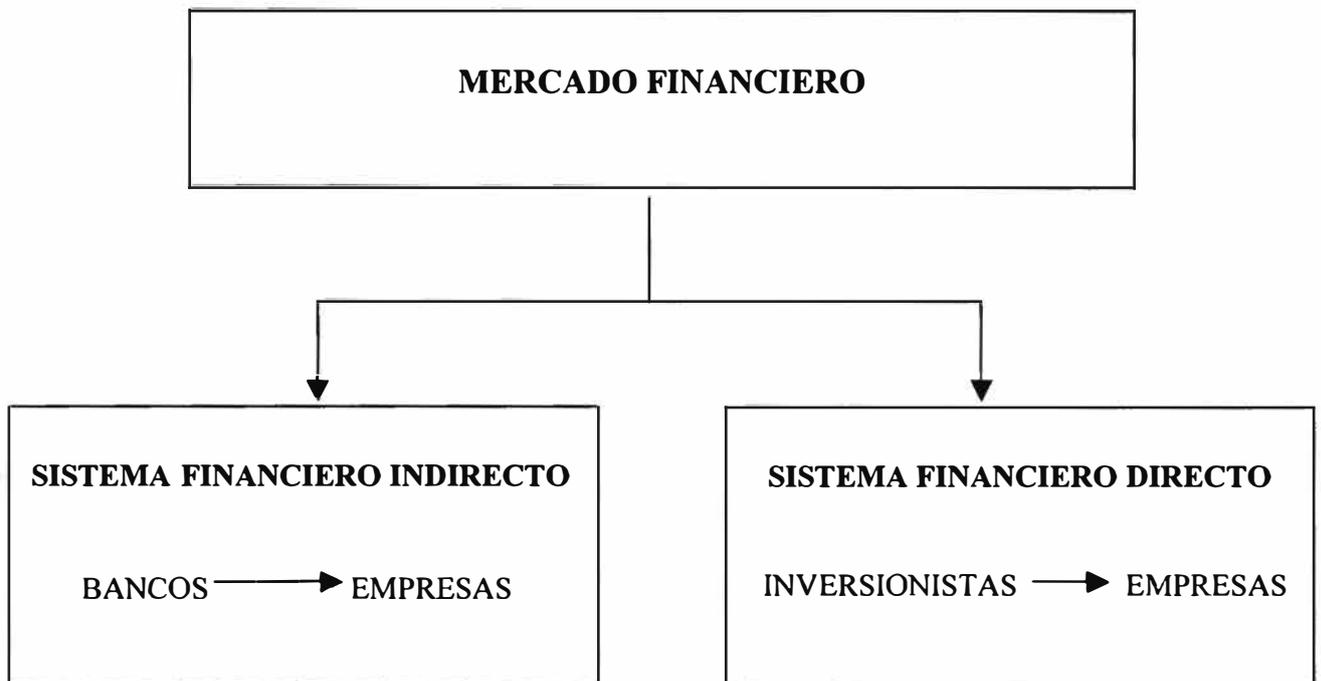
El establecimiento de una relación comercial de largo plazo permite a los bancos obtener una

---

<sup>13</sup> Otra clasificación es por los plazos de los recursos asignados. En este sentido, el mercado de dinero se refiere comúnmente a los capitales de corto plazo o menores a un año, y el mercado de capitales se refiere a los capitales de mediano o largo plazo, o mayores a un año. Otras corrientes teóricas consideran al mercado de capitales como el concepto de mayor amplitud y alcance, en el cual se encuentran los ahorros y se produce su asignación a usos productivos. El mercado de dinero o monetario, el mercado financiero y el mercado de valores serían parte o estarían incluidos en el mercado de capitales. Véase a José Tola "El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú", Perú, 1994 pág. 19-22.

mayor cantidad de información sobre la empresa y sus proyectos de inversión antes de tomar una decisión sobre un préstamo.

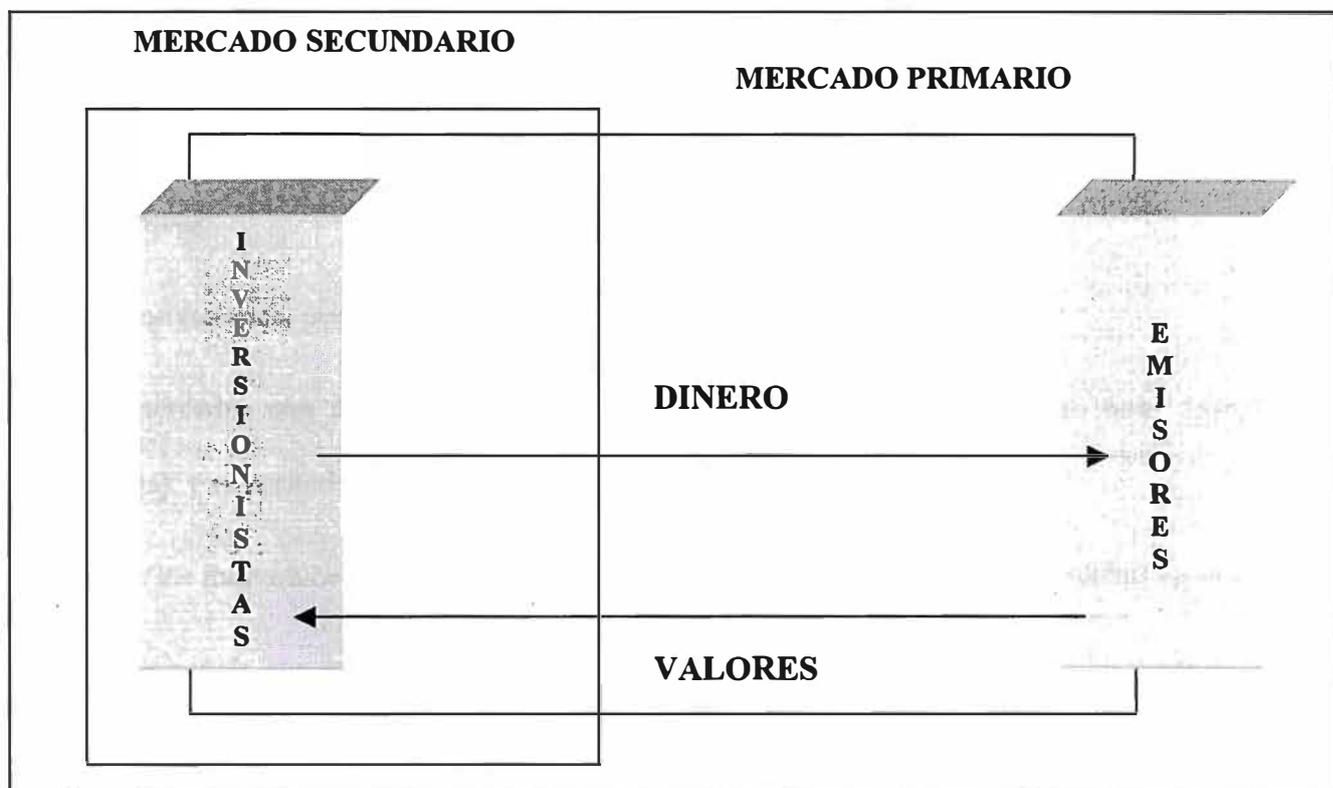
**Fig. 1**



Los intermediarios financieros facilitan la movilización de ahorros y reducen los costos de transacción al **minimizar** las asimetrías de información entre el ahorrista y el prestatario.

El mercado de valores o sistema financiero directo se clasifica en mercado primario y mercado secundario (véase Fig. 2); en el primero se efectúa la emisión y colocación por primera vez de acciones o instrumentos de deuda que sirven para que las empresas capten fondos provenientes de inversionistas que buscan rentabilidad; en el segundo, los inversionistas buscan liquidez a través de la negociación de los valores que adquirieron en el mercado primario.

**FIG. 2. MERCADO DE VALORES**



Los mercados de valores permiten la movilización de recursos a través de la reducción de los costos de transacción de captar recursos de distintos inversionistas y la disminución de las asimetrías de información entre los agentes. Asimismo, este mercado permite la negociación de valores entre distintos inversionistas con el fin de obtener liquidez.

La Economía Financiera<sup>14</sup> ha introducido el concepto de eficiencia para entender el problema de las asimetrías de información en los mercados financieros, y particularmente en los mercados de valores. Antes de discutir el concepto de eficiencia, revisaremos brevemente el concepto de los

<sup>14</sup> Se conoce como Economía Financiera a las teorías sobre el comportamiento de los mercados financieros.

mercados financieros perfectos. Joaquín Marhuenda<sup>15</sup> basado en Copeland y Weston, señala que las condiciones necesarias para los mercados financieros perfectos son las siguientes:

1. Los mercados no tienen “fricciones”; esto es, no hay costes de transacción ni impuestos, todos los activos son perfectamente divisibles y negociables, y no hay regulaciones restrictivas.
2. Hay competencia perfecta en los mercados de productos y títulos.
3. Los mercados son informativamente eficientes; esto es, la información no tiene coste (es gratuita), y es recibida simultáneamente por todos los individuos.
4. Todos los individuos son inversores racionales que tratan de maximizar su utilidad esperada.

Marhuenda señala que en la realidad las condiciones necesarias para tener mercados perfectos no se cumplen y en los mercados de valores son particularmente las condiciones 1 y 3 las que parecen poco realistas. En la práctica, la información ni es libre ni está uniformemente distribuida. Hay un abismo entre la información sobre las empresas a las que tienen acceso los “insiders” (personas vinculadas a la empresa) y la ofrecida a los accionistas<sup>16</sup>.

La hipótesis de los mercados eficientes es menos restrictiva que la de mercados perfectos. Citando a Eugene Fama<sup>17</sup>, Marhuenda señala que la eficiencia del mercado de valores es usualmente definida como eficiencia informativa, es decir que un mercado es eficiente con relación a la información disponible si en todo momento los precios del mercado reflejan por completo toda esa información.

---

<sup>15</sup> Marhuenda, Joaquín. Anomalías en los modelos de valoración de activos. España, 1996. pág 12-13. El autor cita a T. Copeland y J. Weston por el libro “Financial Theory and Corporate Policy” (1988).

<sup>16</sup> Marhuenda, Joaquín. op. cit, pág. 13.

<sup>17</sup> Marhuenda, Joaquín, op. cit., pág 14. El autor cita a E. Fama por el artículo “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work” (1970).

Para autores como Marhuenda y Robert Kolb<sup>18</sup>, si el mercado es eficiente con relación a cierta información, esto también implica que esa información no se puede usar para seguir una estrategia de negociación para “ganarle al mercado”, debido a que si los precios ya se han ajustado instantáneamente y por completo para reflejar la información determinada disponible entonces no hay posibilidad de utilizarla en forma ventajosa en la negociación. Cualquier parte de esa información ya estaría reflejada en los precios del mercado.

Basado en el artículo clásico de E. Fama, se ha hecho tradicional distinguir tres versiones de la hipótesis de los mercados eficientes<sup>19</sup>:

a) **Forma débil de eficiencia:** Cuando los precios reflejan por completo la información disponible que incluye toda la información histórica del mercado, por ejemplo la serie completa de precios, volúmenes de negociación, etc. Consecuentemente, en un mercado que reúna estas condiciones no hay oportunidad de obtener rentabilidades anormales utilizando esta información. Si esta forma débil de la hipótesis de eficiencia es cierta, esto supone un rechazo del análisis técnico. Si no se obtiene ninguna ventaja del estudio de los precios pasados y de sus cambios, el análisis técnico no tiene ningún valor.

Esta hipótesis es la proposición más ampliamente comprobada del comportamiento del precio en el mercado de acciones, y la evidencia la apoya como una aproximación razonable de cuál es la conducta del precio en los mercados de valores.

b) **Forma semi-fuerte de eficiencia:** Si los precios de los títulos reflejan por completo, en cualquier momento, toda la información públicamente disponible. Esta información incluye

---

<sup>18</sup> Kolb, Robert “Inversiones”, México, 2000. pág. 521.

<sup>19</sup> Marhuenda, Joaquín, op. cit. pág 15.

todos los estados contables publicados, las series de precios y cualquier otra información relevante disponible para la valorización de la empresa.

De acuerdo con esta forma de eficiencia cualquier esfuerzo de los analistas e inversores por adquirir y analizar la información pública no les reportará consistentemente una rentabilidad superior. Por tanto, sería muy difícil obtener beneficios mediante el uso del análisis fundamental.

- c) **Forma fuerte de eficiencia:** Esta forma lleva la idea de eficiencia hasta el último extremo. Así, en un mercado con esta característica, se piensa que los precios reflejan por completo toda la información, tanto pública como privada. La información privada es la información que proporcionan los funcionarios del gobierno o personal interno de una empresa y que aún no se ha hecho pública. Bajo esta forma de eficiencia, las personas que adquieren información interna<sup>20</sup> actúan sobre la base de ella, comprando o vendiendo el título. Sus actuaciones afectan al precio del título, y éste se ajusta rápidamente, reflejando la información interna. Consecuentemente, en la medida que la información ya está recogida en los precios de las acciones, no se podría utilizar para generar utilidad de una negociación que trate de “ganar al mercado”.

Para el propósito de este trabajo, no se discutirá sobre las evidencias a favor y en contra de cada una de las versiones de la hipótesis de los mercados eficientes, y la vigencia del análisis de la información histórica (análisis técnico) y del análisis de la información que está disponible para el público sobre la economía en su conjunto, sobre diferentes industrias e incluso, sobre empresas

---

<sup>20</sup> Kolb señala como ejemplos de información privada, interna o privilegiada lo siguiente: Los miembros de la Junta de la Reserva Federal con frecuencia tienen acceso a información privada. Imagínese una reunión de dicha Junta en la cual se adopten nuevas pautas para el rumbo de la política monetaria. Este tipo de decisiones no se revelan al público. Hasta que se haga un anuncio oficial, los miembros de la Junta tienen acceso a información privilegiada. Otro ejemplo, puede ser el caso de una compañía que hace un importante hallazgo de petróleo pero que aún no ha anunciado el descubrimiento. antes de que se publique el descubrimiento algunos ejecutivos y empleados de la empresa tendrán acceso a esa información privilegiada.

en particular (análisis fundamental). Por ahora es útil destacarlas porque de ser ciertas tienen implicaciones importantes en la conducta real del mercado de valores.

Como consecuencia de lo revisado en este capítulo, podemos concluir que la información cumple un papel importante en los mercados en general, y de manera particular en el mercado de valores, por las asimetrías de información existentes.

Los enfoques teóricos de competencia perfecta en los mercados suponen que la información es gratuita y está simétricamente distribuida. Hemos visto en este capítulo que en la experiencia es todo lo contrario, la información tiene un costo y algunos agentes económicos saben más que otros en distintas situaciones económicas.

La información privada que tiene una persona o empresa, y que es costosa de obtener para otra, puede ser usada para lograr beneficios adicionales a costa de la parte menos informada.

Las recientes teorías sobre la economía de la información destacan los principios de “fingir es costoso” y “debe revelarse toda la información”, que se relacionan con la idea de mercados transparentes en los cuales se castiga severamente el engaño y, los agentes encuentran incentivos para revelar sus bondades y debilidades.

En el estudio del mercado financiero, y especialmente del mercado de valores, se ha introducido el concepto de eficiencia, el cual se entiende como eficiencia informativa, en el sentido de que un mercado es más o menos eficiente dependiendo del grado en que los precios de los mercados reflejan por completo toda la información disponible.

## **CAPÍTULO II**

### **LA TRANSPARENCIA DE INFORMACIÓN**

#### **EN LOS MERCADOS DE VALORES**

Como señalamos en el capítulo anterior, las asimetrías de información existentes en el mercado financiero entre agentes superavitarios y deficitarios de recursos, conllevan a resaltar el importante papel de la difusión de la información entre estos agentes.

Consideramos que esta difusión de información es más importante en el mercado de valores o sistema financiero directo porque cuando una empresa decide participar en este mercado en vez de hacerlo en el sistema financiero indirecto o mercado bancario se convierte en una empresa más expuesta al público en lo que a revelación de información se refiere.

En el sistema financiero indirecto, son las instituciones financieras las que evalúan la información de una empresa que recurre a ellas para obtener fondos. Los intermediarios financieros permiten evaluar a las empresas para un grupo grande de ahorristas diluyendo el costo fijo de cada operación. Además, permiten reducir el riesgo de negociación y cobranza al disminuir los costos de transacción.

En el sistema financiero directo o mercado de valores, los inversionistas evalúan directamente la información proveniente de la empresa porque son ellos los que ponderan la rentabilidad de la inversión versus el riesgo de la misma.

Según Tola<sup>21</sup>, el vocablo “transparencia” se utiliza, con relación al mercado de valores, para expresar la idea de que las entidades que recurren a él en busca de recursos, o cuyos valores son objeto de oferta pública secundaria, deben estar expuestas a la observación de sus accionistas, sus acreedores y al público inversionista a fin que pueda conocerse su situación, sus operaciones e incluso, sus perspectivas.

Es decir, las empresas que buscan en el mercado de valores una alternativa de financiamiento de sus inversiones (mercado primario) o liquidez para sus valores emitidos (mercado secundario) deben estar permanentemente divulgando información.

En consecuencia, agrega Tola, el término “transparencia” en términos técnicos se emplea para indicar la necesidad de contar con mecanismos que permitan el acceso, por parte de todas las entidades y personas que de alguna manera participan en el mercado de valores y particularmente de los inversionistas, a una adecuada información con respecto a los valores que se negocian en el mercado y a los emisores de dichos títulos<sup>22</sup>.

En ese sentido, el ente supervisor de un mercado de valores, en su función de protección al inversionista, incorpora mecanismos que permiten y obligan a las empresas a divulgar, en forma veraz, suficiente y oportuna, toda aquella información que sea relevante a efectos de entender las implicancias positivas y negativas de las transacciones que le sean propuestas, porque el

---

<sup>21</sup> Tola, José. op. cit. pág. 341.

<sup>22</sup> Ibid.

inversionista requiere que se le entregue información que le permita adoptar decisiones de inversión con un razonable nivel de certidumbre y asumiendo riesgos relativamente controlados.

Por ejemplo, se requiere que la información sea revelada a todos los inversionistas en la misma oportunidad con el fin de que no sea usada en forma privilegiada para obtener beneficios particulares; pero a la vez, teniendo en cuenta que la información revelada no cause perjuicio a las empresas, y en consecuencia a los accionistas.

En ese sentido, la apertura al conocimiento público de las empresas tiene limitaciones y éstas se refieren a aquellos aspectos que se relacionan con los secretos de fabricación, las estrategias de desarrollo, las políticas de venta, las negociaciones en curso y, en general, todo aquello que al revelarse pueda causar perjuicio a la empresa, y en consecuencia a los accionistas.

De otro lado, la transparencia de la información no sólo supone contar con información de las empresas emisoras sino también del mercado de valores; se requiere contar con información relativa al comportamiento de los índices de cotizaciones, de los precios y volúmenes de negociación de los valores, grados de liquidez, así como evolución de la economía y de determinados sectores económicos. En ese sentido, es indispensable el rol de divulgación de estadísticas que recae generalmente en los entes supervisores o las bolsas de valores.

En conclusión, la transparencia de la información es necesaria para el funcionamiento del mercado de valores, porque sin transparencia los inversionistas estarían desprotegidos, enfrentando los riesgos de la inversión sin la confianza que le brinda el poder contar con información de la empresa emisora de los valores y del mercado en general.

Los mecanismos creados para lograr la transparencia de la información permiten que la divulgación de la información sea exigible a las empresas.

## CAPÍTULO III

### EL MERCADO DE VALORES PERUANO Y

### LA TRANSPARENCIA DE INFORMACIÓN

#### **Características del mercado de valores peruano**

Si queremos destacar algunas características del mercado de valores peruano debemos mencionar la baja profundidad<sup>23</sup> del mercado de renta fija con relación al producto bruto interno, la alta concentración de las emisiones en un reducido número de empresas, la decreciente participación del sector financiero como captadores de recursos en el mercado de valores para permitir una mayor participación del sector no financiero, y la escasa dinámica del mercado de acciones.

A continuación mostramos algunos datos que explican dichas características:

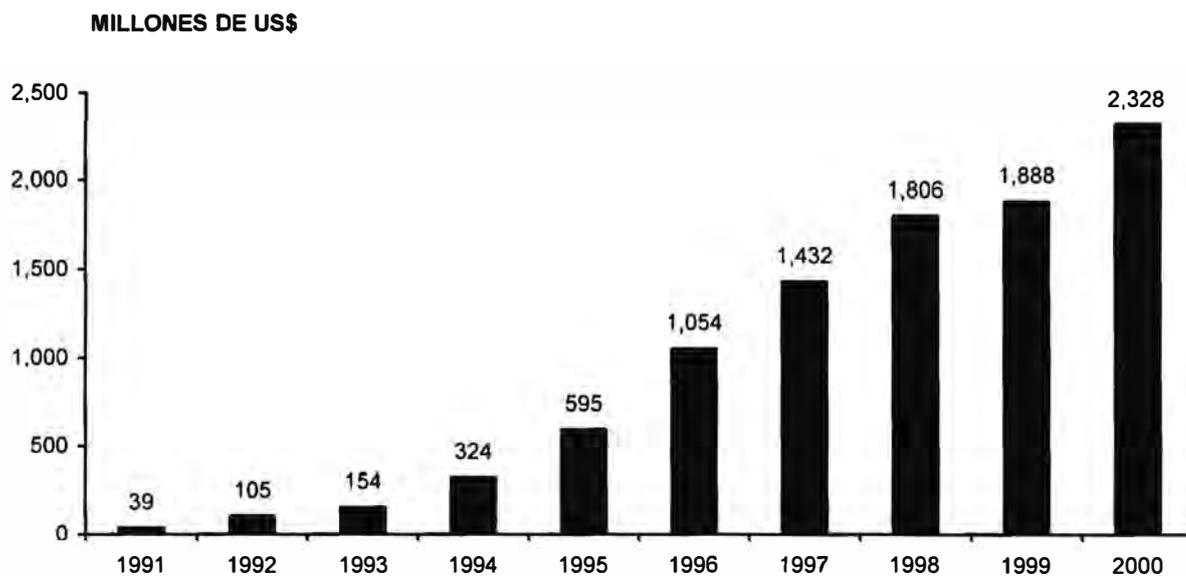
El monto de bonos vigentes del sector privado, colocados a través de ofertas públicas, experimentó un importante crecimiento durante los 90s, al pasar de niveles de US\$ 39 millones a 1991 a US\$ 2 328 millones al 2000. Sin embargo, el ritmo de crecimiento fue cada vez menor en los últimos años, acentuándose en el año 1999 a consecuencia de la

---

<sup>23</sup> El concepto de “profundidad” se refiere a la variedad y número de valores mobiliarios que se negocian en el mercado. La profundidad del mercado de renta fija en relación al producto bruto interno se refiere a la relación entre los montos inscritos por oferta pública primaria de instrumentos de renta fija y el nivel del producto bruto interno.

crisis financiera internacional que aumentó la percepción de riesgo del país (véase Gráfico 1).

**GRÁFICO 1 BONOS DEL SECTOR PRIVADO VIGENTES  
1991-2000**



Fuente: CONASEV

Elaboración: El autor

Si bien el total de bonos vigentes ha mostrado un rápido crecimiento desde 1990, su contribución en la movilización de recursos financieros sigue siendo aún muy pequeña con relación al tamaño de la economía, representando en el año 2000 el 3.4% del PBI.

La oferta de bonos muestra un alto nivel de concentración en los principales emisores. Por ejemplo, los diez mayores emisores explican el 90% (US\$ 487 millones) del total colocado en 1999. Estas mismas instituciones han sido, recurrentemente, los emisores más importantes durante los últimos años.

La colocación de papeles por parte de las instituciones financieras es predominante aunque su participación ha sido decreciente en el tiempo. Hasta 1992, el 100%

correspondía a colocaciones de entidades financieras. Recién en 1996, las colocaciones de emisores no financieros cobran importancia al alcanzar el 45% del stock vigente. Para 1997 éstas alcanzan su mayor importancia histórica, con el 49% de los bonos vigentes. En 1999, 16 (55%) de las 29 emisiones colocadas durante dicho año corresponden a emisores bancarios o financieros, mientras que los 13 (45%) papeles restantes son explicados por emisores corporativos. Al año 2000, no se presentan grandes cambios.

La capitalización bursátil<sup>24</sup> creció de US\$ 11,701 millones en 1995 a US\$ 17,383 millones en 1997. La crisis financiera internacional de 1998 afectó negativamente la cotización de la mayoría de acciones, con lo que la capitalización bursátil cayó en 37%, a un nivel de US\$ 11,035 millones en ese año. Durante 1999, la capitalización bursátil se recuperó y creció en 22%, hasta los US\$ 13 407 millones, sin embargo, nuevamente cayó en el año 2000 hasta los US\$ 10 511. El ratio de profundidad de la capitalización bursátil con relación al PBI cayó de 29,4% en 1997 a 19,5% en el año 2000.

Los montos negociados en la Bolsa de Valores, en renta variable, instrumentos de deuda y operaciones de reporte<sup>25</sup>, experimentaron entre 1995 y 1998 una evolución similar a la correspondiente a la capitalización bursátil. Estos montos negociados pasaron de US\$ 5,310 millones en 1995 a US\$ 12,131 en 1997 (con un crecimiento de 43% en el último año). La crisis también redujo los montos negociados, llegando a los US\$ 7,734 millones en 1998 (equivalente a una caída del 36%). A diferencia de la capitalización bursátil, los montos negociados no se recuperaron durante 1999 y mostraron una caída de 39% llegando US\$ 4,698. El monto transado en el mercado secundario peruano continuó

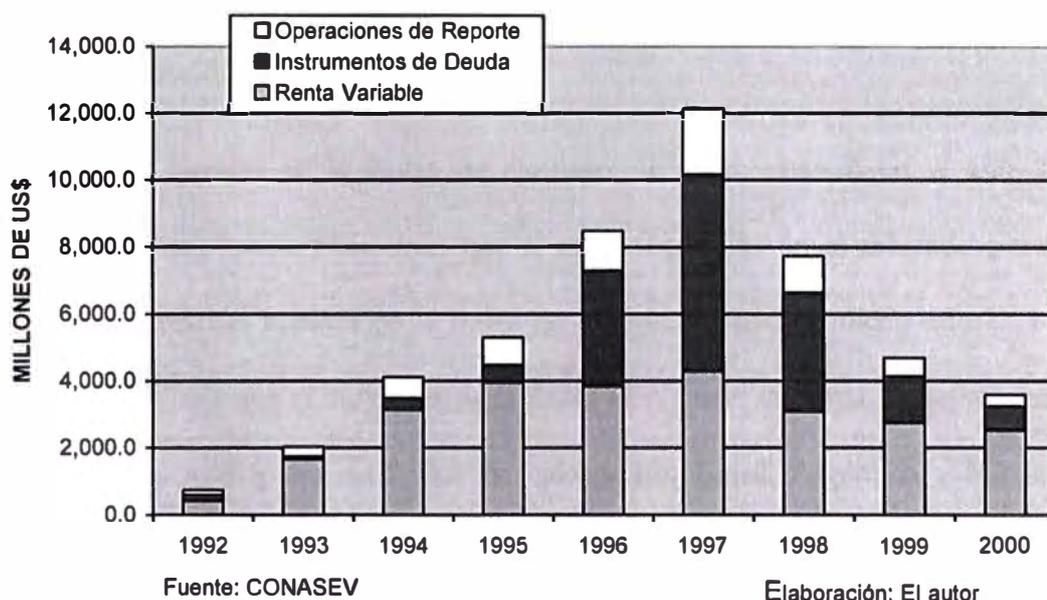
---

<sup>24</sup> La capitalización bursátil es el valor total a precios de mercado de las acciones inscritas en los registros de una bolsa de valores.

<sup>25</sup> La operación de reporte es una operación de financiamiento a plazos menores a un año con garantía en valores.

con la tendencia decreciente mostrada desde 1998, alcanzando en el año 2000 la suma de US\$ 3,593 millones (véase Gráfico 2).

**GRÁFICO 2 : MONTOS NEGOCIADOS EN EL MERCADO SECUNDARIO**



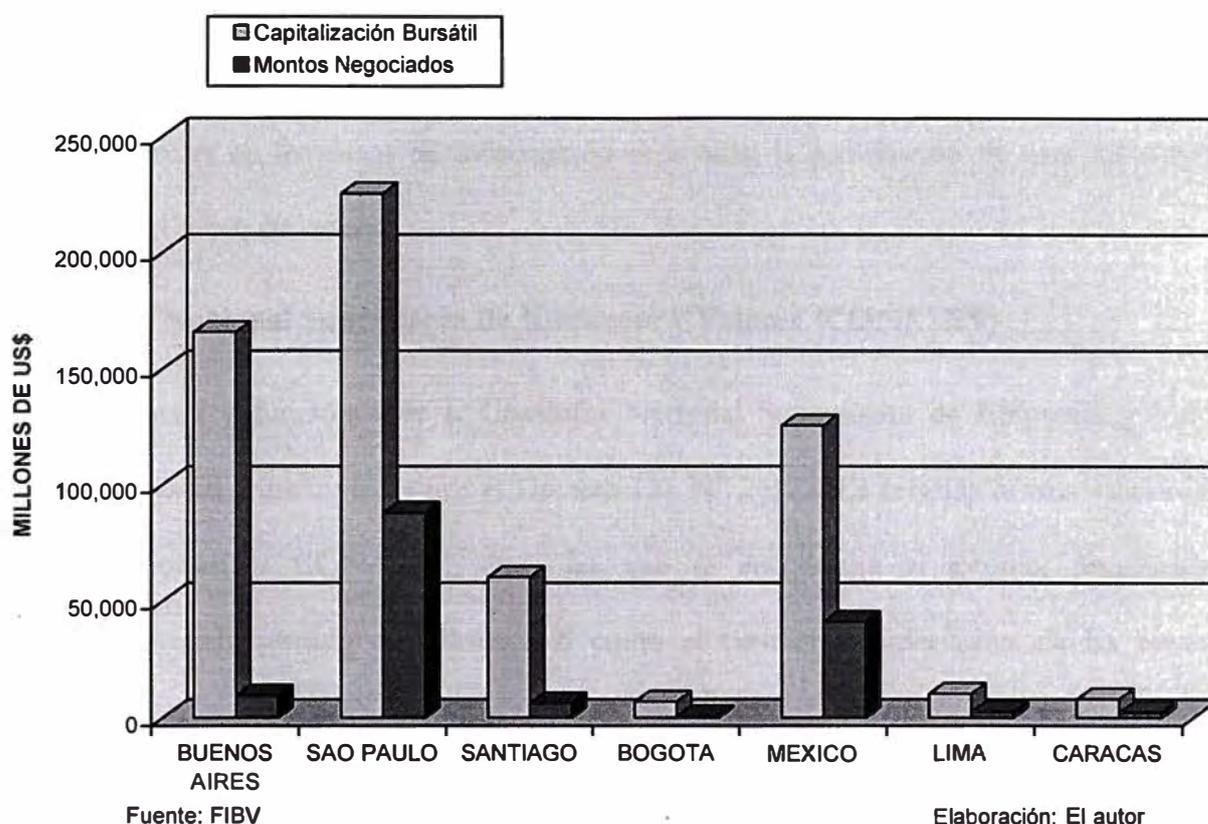
El número de acciones inscritas en bolsa presentó un comportamiento irregular, sin variaciones significativas, entre 1995 y el año 2000, con una tendencia decreciente. Éste pasó de 298 en 1995 a 277 al 2000. Este hecho demuestra la escasa dinámica en el mercado peruano de renta variable. Mientras las acciones de capital inscritas disminuyeron de 182 en 1999 a 176 en el año 2000, después de un continuo crecimiento desde 1992, las acciones de inversión inscritas vienen disminuyendo permanentemente desde el año 1995, acentuándose la caída en 1999 y 2000, hasta llegar a 87 acciones

inscritas al cierre del año 2000. Las acciones de inversión están siendo retiradas del mercado en un número cada vez mayor debido a su escasa liquidez en los últimos años.

Con el fin de dar una visión comparativa de las características de nuestro mercado de valores, indicamos a manera de ejemplo algunas cifras del mercado de valores de Chile, que ha logrado un mediano desarrollo en Latinoamérica; y, del mercado de valores de España, uno de los mercados de valores, cuyo grado de desarrollo podría considerarse como un objetivo de mediano y largo plazo para nuestro mercado:

- La capitalización bursátil en la Bolsa de Santiago de Chile alcanzó en el año 2000, los US\$ 60,513 millones, cinco veces más que el nivel alcanzado en el mercado peruano. En España, la capitalización bursátil de la Bolsa de Madrid alcanzó en dicho año US\$ 499,722 millones, 42 veces más que el indicador de la Bolsa de Valores de Lima. Cabe señalar, que en Latinoamérica, los principales mercados de valores son Brasil, Argentina y México (véase Gráfico 3).
- En la Bolsa de Santiago de Chile, el monto negociado en acciones en el año 2000 sumó US\$ 6,250 millones, mientras que en la Bolsa de Valores de Lima se negoció US\$ 2,521 millones, menos de la mitad de lo negociado en el mercado del vecino país. Por su parte, en la Bolsa de Madrid, el monto negociado en acciones llegó a US\$ 993,732 millones.
- El valor de mercado de los valores de renta fija del sector privado listados en Bolsa ascendió en el mercado chileno a US\$ 13,338 millones en el año 2000. En el mercado peruano, este indicador alcanzó la suma de US\$ 2,262 millones. Por su parte, en Madrid se alcanzó la cifra de US\$ 3,776 millones.

**GRÁFICO 3 : INDICADORES DE LAS BOLSAS DE VALORES DE LATINOAMÉRICA 2000**



### El marco legal de la transparencia

La Ley del Mercado de Valores<sup>26</sup> (LMV), fue expedida con la finalidad de promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista. Esta Ley otorga el marco normativo a la oferta pública de valores mobiliarios y sus emisores, los agentes de intermediación, las funciones y características de las bolsas de valores, la liquidación, la compensación y, en general, los demás participantes del mercado de valores.

Algunos de los aspectos más importantes de la Ley son la promoción de la transparencia en el mercado, a través de la obligación de brindar al inversionista información sobre los aspectos relacionados con las empresas emisoras, los valores por ellas emitidos, así como las transacciones

<sup>26</sup> Decreto Legislativo N° 861, publicado en el Diario Oficial El Peruano el día 22 de octubre de 1996.

que con ellos se realicen, de manera que todos los participantes del mercado se encuentren en igualdad de condiciones al momento de tomar sus decisiones de inversión. En ese sentido, la Ley del Mercado de Valores establece la obligación de informar y, asimismo, estipula la dispensa al deber de informar en los casos de información reservada, la prohibición de usar información privilegiada y el deber de reserva.

### **La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV)**

Las competencias y funciones de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) están contempladas por el Decreto Ley N° 26126. La referida norma establece las diversas funciones de CONASEV, entre las que se encuentran el estudio, promoción y reglamentación del mercado de valores, así como el control y supervisión de las personas naturales y jurídicas que en él intervienen.

Asimismo, se encuentran entre sus funciones velar por la transparencia del mercado, la correcta formación de los precios y la protección a los inversionistas, procurando que se difunda toda la información que resulte necesaria para alcanzar tales objetivos.

La CONASEV también está encargada de formular y divulgar las estadísticas nacionales del mercado de valores peruano, las cuales se realizan periódicamente buscando que estos reportes estadísticos complementen los mecanismos de la transparencia de información.

### **La Bolsa de Valores de Lima**

Las funciones de las bolsas de valores en el mercado peruano están estipuladas en el artículo 132 de la LMV. En relación con la transparencia, estas entidades tienen la función de publicar y certificar la cotización de los valores que en ellas se negocien. Asimismo, debe ofrecer información veraz, exacta y oportuna acerca de los valores inscritos en ellas, sobre la marcha

económica y los hechos de importancia de los emisores de dichos valores, así como información relativa a las sociedades agentes de bolsa y las operaciones bursátiles.

En el Perú, actualmente sólo opera la Bolsa de Valores de Lima, la cual emite reportes como el *Boletín Diario*, a través del cual difunde los índices bursátiles, el resumen de cotizaciones, volúmenes y montos negociados en cada uno de los mercados secundarios, los hechos de importancia, entre otra información de interés para los inversionistas; asimismo, anualmente publica el *Vademécum Bursátil*, mediante el cual difunden los resultados económicos de las empresas cuyos valores se encuentran inscritos en dicha entidad y la información societaria de las empresas emisoras, tales como principales accionistas, directorio, gerentes y capital social.

En conclusión, La Ley del Mercado de Valores es el marco legal para la adecuada protección al inversionista que establece los mecanismos para el fortalecimiento de la transparencia de la información; asimismo, CONASEV como ente supervisor y la Bolsa de Valores de Lima como mecanismo centralizado de negociación de valores cumplen determinados roles en aras de la transparencia de la información y el desarrollo de los mecanismos que permiten que se divulgue al público inversionista información adecuada para la toma de sus decisiones de inversión.

## **CAPÍTULO IV**

### **LA TRANSPARENCIA DE INFORMACIÓN EN LAS OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS**

#### **El Prospecto Informativo**

Para un inversionista interesado en obtener rentabilidad en el mercado de valores, es primordial la evaluación de la información del emisor y del instrumento en el que planea invertir. El inversionista como responsable de su propia inversión debe analizar los riesgos que implica invertir en determinado valor en función al tipo de instrumento, el tipo de emisor, el sector donde opera dicho emisor, así como el riesgo del país.

Como señalamos en el capítulo anterior, La Ley del Mercado de Valores ha estipulado diversas obligaciones de difusión de información para el inversionista. En el caso específico de la emisión de valores por oferta pública primaria, esta norma legal obliga a cada emisor a difundir al mercado la información sobre sí mismo y sobre los valores a ofrecer. El documento que contiene dicha información es el denominado “Prospecto Informativo”.

- **Estructura del Prospecto Informativo**

El documento “Normas comunes para la determinación del contenido de los documentos informativos” aprobado por CONASEV mediante Resolución Gerencia General

Nº 211-98-EF/94.11 contiene de manera detallada la información que deben contener los prospectos informativos. A continuación describimos las secciones del prospecto informativo<sup>27</sup>

### **Sección I. Portada e Índice**

Generalmente esta sección contiene el nombre del emisor, de la entidad estructuradora<sup>28</sup>, del agente colocador y de ser el caso, del representante de los obligacionistas. Asimismo, se hace referencia a que los valores han sido inscritos en CONASEV lo cual no significa que esta entidad avale las bondades o beneficios de dichos valores, así como se presenta la denominada “Declaración de Responsabilidad por el contenido del prospecto”, la cual es suscrita por los principales funcionarios administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor, y por el representante de la entidad estructuradora.

Los que suscriben dicha declaración se hacen solidariamente responsables junto con el propio emisor respecto al ámbito de su competencia profesional y/o funcional, frente a los inversionistas, por las inexactitudes u omisiones del prospecto y no podrá oponerse a dichos inversionistas, hechos o derechos, derivados de documentos diferentes al propio prospecto, el cual debe bastar por sí mismo para la toma de decisiones por parte de los inversionistas.

### **Sección II. Resumen ejecutivo - financiero**

Esta sección contiene a manera de resumen la información más importante del prospecto informativo tales como términos y condiciones de la oferta, la información del emisor y la información financiera del mismo incluyendo sus indicadores financieros.

---

<sup>27</sup> Esta descripción de las secciones del prospecto informativo está basada en la “Guía Metodológica para el Financiamiento Empresarial del Mercado de Capitales vía la emisión de bonos corporativos”, memoria elaborada por Miguel Rodríguez Vargas en 1999 para la obtención del título profesional de Ingeniero Economista.

<sup>28</sup> Se conoce así a la entidad financiera, banco de inversión o empresa especializada que diseña las características de la operación de financiamiento que realiza el emisor y que generalmente elabora junto con el emisor, el prospecto informativo.

### **Sección III. Factores de Riesgo**

Aquí se presentan todos aquellos factores o contingencias internas y externas que podrían afectar las normales operaciones del emisor las que provocarían incumplimientos de las obligaciones y compromisos asumidos por la empresa.

En este sentido, se debe mostrar de manera transparente la dependencia de la empresa emisora a los cambios en las variables macroeconómicas, políticas, sociales, legales, tributarias, de la industria, de la competencia, de mercado, y otras varias que sólo pueden ser precisadas del conocimiento del emisor.

Esta sección no tiene un contenido definido, depende de cuan transparente en información quiera ser la entidad estructuradora y “cuanto la deje serlo el emisor”. Dado lo delicado de su contenido, los emisores siempre se verán tentados a no revelar de manera completa su verdadera situación, pero ante la responsabilidad asumida por la información presentada, las entidades estructuradoras tratarán que se incluya en dicha sección todos los riesgos posibles.

### **Sección IV. Aplicación de Recursos Captados**

Esta sección trata de mostrar, en la manera de lo posible, el destino de los recursos captados. Pueden existir problemas de indicar en forma precisa en que utilizarán los recursos captados, pero es importante que se muestre en la forma más clara posible de cómo es invertido el dinero de los inversionistas.

**Sección V. Descripción de la oferta** Esta sección comprende dos temas importantes: i) el procedimiento de colocación de los valores en el mercado, y ii) la información sobre el agente colocador. En el primer punto se busca precisar cuál es el público al que está dirigida la oferta, cómo será informado dicho público sobre la forma de adquirir los valores, cómo se efectuará la

asignación de los mismos, si los inversionistas asumirán costos adicionales por la operación, y finalmente, la forma en que cada inversionista cancelará los valores que se les adjudique.

Con relación a la información sobre el agente colocador, lo que se busca es conocer a dicho ente a fin de analizar la seriedad del mismo y la forma en que éste ha contratado con el emisor para la colocación de los valores, ya sea a través de contratos de underwriting<sup>29</sup> a firme, mejores esfuerzos o alguna otra forma.

## **Sección VI. Descripción de los valores ofrecidos**

Esta es la sección más importante del prospecto informativo dado que su contenido describe de manera completa al valor objeto de la inversión. Aquí se muestran los derechos relativos al valor, modo en que se representarán los valores, mecanismos donde se negociarán, y iv) el tratamiento tributario que se le dará al valor.

Los **derechos relativos al valor**, contiene la información desde el momento en que fue acordada su emisión, pasando por la descripción del valor nominal, importe total a emitir y principales derechos que asume el inversionista por su adquisición. En caso de la emisión de acciones se presenta el derecho a dividendos y voto que se obtienen, y en el caso de instrumentos de deuda, la tasa cupón a recibir, el periodo de pago de los intereses, el plazo de duración de los valores hasta las categorías de clasificación de riesgos asignadas.

El **modo en que se representarán los valores**, precisa al inversionista si los valores serán representados por títulos físicos o mediante anotaciones en cuenta en una institución de compensación y liquidación de valores, de ser esta última deberá indicarse información sobre esta entidad.

---

<sup>29</sup> El underwriting es la operación del mercado primario de valores mediante la cual se suscribe o garantiza la suscripción de una nueva emisión de valores, total o parcialmente, para distribuir los títulos después entre el público y los inversionistas institucionales.

La información relativa a los **mecanismos donde serán negociados los valores**, ayuda al inversionista en saber si existirá o no un mercado secundario lo suficientemente líquido para poder transferir sus valores ante la necesidad imprevista de efectivo.

## **Sección VII. Descripción del negocio**

Esta sección trata de describir al emisor de la manera más completa, presentando: i) la información general, ii) las operaciones desarrolladas, iii) procesos legales presentados, y iv) administración y recursos humanos.

La **información general del emisor**, precisa aquella información que tiene toda empresa y que se presenta de manera formal tal como la denominación, su domicilio, los datos de constitución, capital social, principales accionistas, entre otras.

Por otro lado, en esta parte, se indica el Grupo Económico al que pertenecen los principales accionistas de la empresa, lo que podría ayudar al potencial inversionista en conocer el grado de vinculación del emisor con otras empresas, lo que en cierta forma permite conocer con mayor detalle los riesgos que se podrían asumir en caso que el emisor pertenezca al mismo grupo económico de otra empresa que presente problemas financieros, los cuales se podrían transferir al potencial emisor.

La información relativa a las **operaciones desarrolladas**, trata de describir a la empresa de una manera completa incluyendo datos específicos, se indica entre varios temas su objeto social, eventos importantes ocurridos desde su constitución, descripción de sector donde se encuentra localizado así como una descripción de la competencia que enfrenta.

Los **procesos legales presentados** describen y tratan de describir los procesos judiciales, administrativos o arbitrales iniciados o con la posibilidad de iniciarse por o contra la empresa por importes que podrían poner en riesgo las operaciones normales de la misma.

En la parte de **administración y recursos humanos**, se señala la información completa de los directores y principales funcionarios de la empresa a fin que el inversionista conozca a las personas que llevarán la administración de las empresas cuyos valores desean adquirir.

### **Sección VIII. Información Financiera**

En esta sección se adopta lo que se denomina internacionalmente como el MD&A (Management Discussion and Analysis), el cual presenta un análisis y discusión analítica efectuada por la administración de la empresa emisora acerca del resultado de las operaciones y de la situación económica-financiera de la misma.

Los principales temas financieros tratados en esta corresponden a la descripción de la liquidez que presenta el emisor, los planes de inversión a ser desarrollados, la estructura de financiamiento presentada antes de la oferta, así como la explicación de los resultados económicos de los últimos ejercicios.

Se concluye esta sección con la presentación de la información financiera auditada correspondiente al último ejercicio y otros anteriores de ser posible, así como la información financiera no auditada correspondiente al último trimestre.

### **Sección IX. Anexos**

En esta sección se incluye aquella información que refuerza el contenido y detalla de manera más completa lo mencionado en las otras secciones del prospecto.

## **Experiencia Peruana: El Prospecto Marco del Primer Programa de Emisión de Bonos de Consorcio Transmantaro S.A.**

Una de las últimas importantes emisiones de bonos inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores de CONASEV, es el Primer Programa de Emisión de Bonos de Consorcio Transmantaro S.A. hasta por US\$ 105'000,000, que tiene como entidad estructuradora al Citibank N.A. Sucursal de Lima y como agente colocador de los bonos a Citicorp Perú S.A. Sociedad Agente de Bolsa.

El plazo del programa es hasta dos (2) años, periodo en el cual se emitirán dos (2) o más emisiones en una o más series en dólares; el monto máximo por emisión es de US\$ 30 millones y el monto mínimo por serie es de US\$ 10 millones.

En anexo adjunto, se muestra gráficamente, en forma resumida, los principales componentes del Prospecto Informativo presentado por el emisor y la entidad estructuradora para la colocación de los mencionados valores.

Destacamos la importancia de conocer ampliamente los factores de riesgo de la emisión y la descripción del negocio por ser un emisor nuevo que ingresa a nuestro mercado de valores (operador de sistema de transmisión eléctrica). Asimismo, se hace hincapié en la aplicación de los recursos captados que tienen puntos específicos y las importantes garantías constituidas por el emisor.

Resumiendo, podemos decir que en los procesos de oferta pública primaria de valores, a las empresas que buscan obtener recursos para sus operaciones, las normas les exigen la presentación de un documento denominado “Prospecto Informativo”, el cual contiene información del emisor, de los valores a ofrecer, del modo en que se realizará la oferta de los valores, los factores

## FACTORES DE RIESGO

**Factores Relativos al Perú**  
Riesgo País o Riesgo Estructural  
Riesgo de Devaluación  
Riesgo de Terrorismo  
Riesgos Tributarios  
**Factores Relativos al Emisor**  
Riesgo Comercial  
Riesgo Operativo  
Riesgo de Caducidad de la Concesión y Resolución del Contrato de Transmisión  
Riesgos Relativos a la Fijación de la Tarifa de Transmisión  
Riesgos de Cambios en la Regulación del Sector Eléctrico  
Cobertura de Seguros  
**Factores Relativos a los Bonos**  
Riesgo Tributario  
Inexistencia de Mercado Secundario desarrollado para los Bonos.

## APLICACIÓN DE LOS RECURSOS

En un estricto orden descendente, será: (i) El pago de los financiamientos otorgados al emisor y garantizado por HQI que estén vigentes hasta un límite de US\$ 30 millones, (ii) el pago del financiamiento otorgado bajo el Contrato de Crédito y (iii) el pago de obligaciones relacionadas al desarrollo de las actividades que constituyen el objeto del emisor.

## DESCRIPCIÓN DE VALORES OFRECIDOS

**Monto mínimo y máximo por emisión:**  
US\$ 10'00,000 y US\$ 30'000,000.  
**Plazo:** Hasta 10 años  
**Garantías:** Primera y preferente garantía hipotecaria constituida por el emisor y por prenda sobre acciones de propiedad de sus accionistas HQI y Fonds, a favor del Agente del Colateral.  
**Clasificación de Riesgo:** pAA+ por Pacific Credit Rating y AA+ por Apoyo.

## DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Consortio Transmantaro es la empresa de transmisión eléctrica que construyó, es propietaria y opera el sistema de transmisión eléctrica Mantaro-Socabaya, el cual incluye una línea de transmisión eléctrica de 609 Km. de longitud con una capacidad de transmisión y transformación de 300 Mw, que enlaza el Sistema Interconectado Centro Norte y el Sistema Interconectado Sur para constituir el Sistema Interconectado Nacional. El operador del Sistema de Transmisión es HQI Suc. del Perú, Suc. de Hydro Québec International Inc. de Canadá. Consortio Transmantaro y HQI Sucursal del Perú suscribieron un Contrato de Operación y Mantenimiento para el Sistema de Transmisión, que tiene un periodo de vigencia que se inició el 8 de octubre de 2000 y culmina el 7 de octubre del 2010.

**CONSORCIO  
TRANSMANTARO**  
**PROSPECTO  
INFORMATIVO  
MARCO DEL  
PRIMER PROGRAMA  
DE EMISION DE  
BONOS HASTA POR  
US\$ 105'000,000**

de riesgo, la aplicación de los recursos, entre otros aspectos de interés de los potenciales inversionistas de los valores que se emitirán.

El emisor y la entidad estructuradora son responsables del contenido de la información, la cual debe respetar los principios de la transparencia de información, es decir debe ser veraz, completa, clara, coherente y no debe inducir a tomar de decisiones de inversión equivocadas.

El inversionista como responsable de su propia inversión debe previamente revisar este documento para analizar los riesgos de invertir en el valor que ofrece la empresa, evaluando al emisor, las características de los valores, el riesgo del país, riesgo del sector económico en el que opera el emisor, entre otros aspectos que detalla el Prospecto Informativo.

## **CAPÍTULO V**

### **LA TRANSPARENCIA DE INFORMACIÓN**

#### **EN EL MERCADO SECUNDARIO**

Luego de efectuada la colocación y emisión de valores por oferta pública primaria entre los inversionistas, los emisores tienen la obligación de divulgar permanentemente información al público mientras sus valores se encuentren en circulación, a fin que el inversionista conozca las modificaciones de los aspectos evaluados al momento de invertir en determinado valor, tales como factores de riesgo y solvencia del emisor. Esta divulgación de información también es importante para el desarrollo de un mercado secundario, al permitir que eventuales inversionistas adquieran valores de los compradores iniciales, contando con la información suficiente sobre los riesgos de dicha inversión.

#### **Estados Financieros y Memorias**

Los estados financieros de las empresas muestran su situación financiera y las memorias su situación económica y la gestión de un periodo determinado.

La presentación de los estados financieros se ha regulado de tal forma que cumpla con los requisitos de brindar información útil para la toma de decisiones; ser apta para satisfacer las necesidades de sus usuarios más comunes de tal forma que éstos puedan evaluar correctamente la

situación patrimonial, su solvencia y liquidez y su evolución; que sea confiable para los que dependen de ella; que incluya todo lo necesario para representar razonablemente los hechos que se deben describir; que sea prudente en la evaluación de las incertidumbres inherentes a todo patrimonio y que sea imparcial y objetiva de tal forma que los estados contables no sean preparados para beneficiar algún interés particular.

Esta información que proporciona los estados contables se acompaña con información adicional en forma de reseña informativa y una declaración complementaria de la Administración de la empresa, que permiten completar los números que salen de aquellos con descripciones de la gestión cumplida y proyectos futuros, cuadros estadísticos de producción, ventas y exportaciones e índices, todo en forma comparativa con periodos similares del pasado; esta información se refleja en la Memoria Anual y en los Informes de Gerencia trimestrales.

En cuanto a la oportunidad de esta información periódica, CONASEV ha buscado acortar los plazos al máximo posible dentro de las posibilidades técnicas; así se presenta la información financiera y memoria al día siguiente de su aprobación, el cual en el caso de la anual auditada y memoria anual no debe sobrepasar los 120 días calendarios al cierre del ejercicio y la información financiera no auditada e informe de gerencia dentro de los 30 días de cerrado el trimestre.

### **Hechos de Importancia**

Así como se ha dado suma importancia a la información periódica también se ha normado la divulgación de aquella información no periódica que por su importancia sea apta para afectar la colocación de valores o su negociación.

Por esta razón se obliga a los administradores de entidades emisoras, a entidades que tengan acceso a información relevante de primera mano relacionada al emisor, o al representante

designado por ellas, a informar por escrito, en forma veraz y suficiente, de todo hecho o situación que por su importancia pueda afectar en forma sustancial la colocación de los títulos valores o el curso de su negociación en los mercados. Se impone la obligación de suministrar esta información inmediatamente después de producido el hecho o situación descrito o de haber tomado conocimiento de él si éste se hubiese originado en terceros<sup>30</sup>.

Así los que tienen una posición directiva o de control tienen la responsabilidad de evaluar la relevancia de la información y la obligación de informar y no pueden alegar desconocimiento ya que son ellos los que generan los hechos a que se refiere la información o bien son los que en primer lugar toman conocimiento de ella.

La divulgación pública de esos hechos o situaciones se dirige a evitar que ello pueda ser aprovechado por los que lo conocen en perjuicio de otros, es decir evitar el uso de información privilegiada por parte de los “insiders”.

Son los administradores los que deben apreciar si un hecho o situación es significativo y puede afectar las decisiones de inversión y por consiguiente, debe ser comunicado a CONASEV y es este organismo el que se reserva la facultad de juzgar si ha cumplido con su deber.

En conclusión, así como es necesaria la transparencia de la información en el mercado primario donde las empresas captan recursos, es importante que la divulgación de información sea permanente en el tiempo mientras los valores se encuentran negociando en el mercado secundario, a fin de que los inversionistas conozcan las modificaciones de los aspectos que evaluaron al momento de decidir invertir en determinados instrumentos financieros.

---

<sup>30</sup> El Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada, aprobado por Resolución CONASEV N° 307-95-EIF/94.10, regula la forma y plazo de presentación de los hechos de importancia. Según esta norma, los hechos de importancia deben ser informados como máximo al día útil siguiente de ocurrido el hecho.

Para este propósito se ha establecido los mecanismos de divulgación de información económica financiera periódica, y comunicación eventual de hechos relevantes sobre la gestión del emisor y los valores emitidos.

## CAPÍTULO VI

### LA INFORMACIÓN RESERVADA Y PRIVILEGIADA

#### La Información Reservada

Puede ocurrir que el deber de informar se encuentre en conflicto con el interés de la empresa de preservar secretos o estrategias comerciales, industriales o tecnológicas, en general de costosa obtención o elaboración, cuyo conocimiento por parte de la competencia sería perjudicial para los intereses a mediano o a largo plazo de la entidad, o cuando su difusión sea contraria al interés público o se trate de negociaciones en curso.

He aquí una disyuntiva que contrapone la necesidad de defender lealmente a los inversores que confían o se espera que confíen en la empresa brindándoles toda aquella información necesaria para una correcta toma de decisiones con la igual necesidad de defender esos mismos intereses al cuidar que no se divulgue información que afectaría ventajas legítimas que posee la empresa y que le brindarán beneficios en el futuro, beneficios que afectarían favorablemente a esos inversores.

Para evitar este perjuicio la CONASEV ha previsto que la empresa, al cumplir con el deber de informar al organismo de aquellos hechos a los que se hizo referencia anteriormente, pueda solicitar una dispensa del deber de informar al público inversor cuando la publicación de ciertos hechos o situaciones pueda afectar seriamente el interés social.

Para ello se exige que tal solicitud de dispensa que debe ser fundada, debe contar con la aprobación de las tres cuartas partes de los directores para ser resuelta en el trámite pertinente.

CONASEV tiene en ese momento la responsabilidad de ponderar cuidadosamente los intereses en juego; analizar si para los accionistas e inversionistas es más importante conocer los hechos y circunstancias cuya publicidad, se quiere preservar o por lo contrario, es conveniente que prevalezcan las razones expuestas por los administradores para reservar la información. Estas razones deben ser legítimas y no podrán significar un ocultamiento de información privilegiada en beneficio de los que la conozcan, lo que constituye un fraude hacia los operadores del mercado.

En efecto, la consolidación de la transparencia en el Mercado de Valores no supone únicamente que la información se encuentre disponible de modo veraz, suficiente y oportuno en el público inversionista, sino que, además, es de vital importancia impedir que dicha información pueda ser usada con carácter de privilegio, en beneficio propio o de terceros, por quienes por razón de su cargo o actividad tuvieron acceso a ella antes de su divulgación al público.

### **La Información Privilegiada**

La información privilegiada interna o privada es la que es conocida por ciertas personas debido a su relación con el entorno de la empresa. En general el uso ilícito de información confidencial o privilegiada se aplica a la circunstancia en que una persona compra o vende títulos valores estando en poder de información confidencial relevante sobre dichos títulos, o transmite esa información a terceros, quienes traicionan la relación de confianza.

Usualmente el uso indebido de información confidencial se aplica para personas vinculadas a la empresa (insiders), aunque también se aplica a personas ajenas a la empresa (outsiders) que toman conocimiento de información confidencial.

En general, las investigaciones sobre uso indebido de información confidencial comienzan en función de un anuncio público que afecta de modo sustancial el precio de los títulos valores del emisor. Por ejemplo, propuestas de ofertas de adquisición y reducciones significativas de ganancias justifican, con frecuencia, el inicio de investigaciones para determinar la posible existencia de casos de uso de información privilegiada (insider trading).

El uso de información privilegiada por algunas personas (“insiders”) demuestra ineficiencias en la distribución de la información la cual sólo es accesible, en un primer momento del entorno empresarial, para luego ser de conocimiento del público. Asimismo, genera distorsiones en el mercado toda vez que los que tienen acceso a esta información compran con la debida anticipación y venden después que la empresa ha hecho de conocimiento al mercado la información. Esto genera movimientos atípicos en las cotizaciones beneficiando a algunos y perjudicando al resto del mercado.

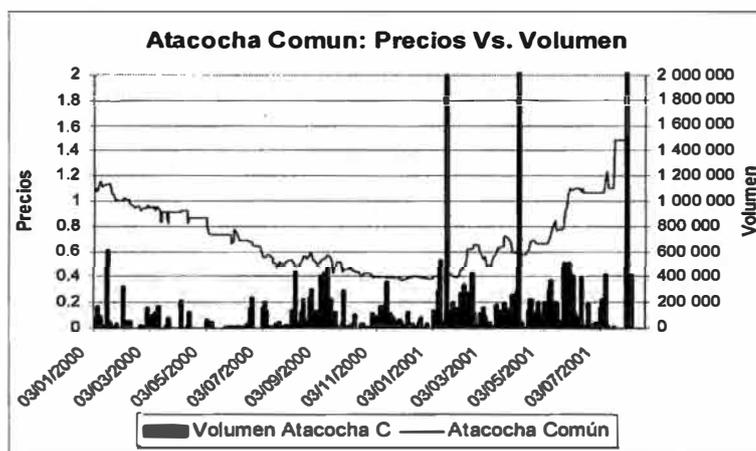
La Ley del Mercado de Valores establece la prohibición del uso de información privilegiada en el mercado de valores. Las personas que por su posición o cargo en la empresa y sus vinculados tomen conocimiento de información privada, no deberán divulgar esta información ni utilizarla para beneficio personal o de terceros, mientras esta información no sea divulgada al público.

### **Experiencia peruana: Posible uso de información privilegiada en la Oferta Pública de Adquisición (OPA) de acciones comunes de Compañía Minera Atacocha S.A.A.**

- A comienzos del año 2001 circularon fuertes rumores en el mercado de valores peruano sobre una supuesta fusión o adquisición de Compañía Minera Milpo S.A.A. (en adelante Milpo) y Compañía Minera Atacocha S.A.A. (en adelante Atacocha), operación en la cual, la primera actuaría como empresa absorbente o compradora de la segunda.
- Ante requerimientos de CONASEV y la Bolsa de Valores de Lima, ambas empresas mineras señalaron que no había acuerdos, decisiones o hechos referidos a dichos rumores o a cualquier otro acontecimiento relevante que debieran informar en calidad de hecho de importancia.
- No obstante las aclaraciones y desmentidos de las compañías mineras sobre tales rumores, la especulación continuó, y algunos inversionistas ejercieron presiones de compra de las acciones comunes de Atacocha en la Bolsa de Valores de Lima, ante la expectativa de lograr beneficios futuros, en la eventualidad que se produjera la fusión entre dichas empresas o la adquisición de Atacocha por parte de Milpo; esto debido a que la operación fortalecería las operaciones de estas empresas dedicadas principalmente a la exploración, extracción y comercialización del zinc.
- Esta situación originó que las acciones comunes de Atacocha, una de las más negociadas y líquidas del mercado de valores peruano, se apreciará en 41,86% entre enero y marzo del presente año, y en 60,65% entre abril y el 28 de mayo de 2001. Asimismo, los volúmenes negociados también se incrementaron considerablemente.



Fuente: CONASEV



Fuente: CONASEV

- El día 29 de mayo de 2001, Milpo comunica a CONASEV, a la Bolsa de Valores de Lima y a los medios de prensa, que en sesión de Directorio celebrada el día 28 de dicho mes, se acordó adquirir hasta el 100% de las acciones comunes de Atacocha, y como mínimo 50,5% del capital social de esta empresa que le permita ejercer su control. Para este objetivo, lanzaría una Oferta Pública de Adquisición (OPA) sobre el total de acciones de Atacocha, con el fin de que todos los accionistas tengan la opción de vender sus acciones a Milpo al precio ofrecido, que era S/. 1,13 por acción, superior en 15,3% al precio en la Bolsa en esos

momentos (S/. 0,98) y muy superior (162,8%) al precio en la Bolsa a inicios del año (S/. 0,43).

- Cabe señalar que luego del lanzamiento de esta OPA, los directivos de Atacocha señalaron públicamente que se trataba de una OPA Hostil, es decir una adquisición que no había sido previamente acordada entre los principales accionistas de las empresas, convirtiéndose así en la primera experiencia en nuestro país de OPA Hostil, debido a que en todas las anteriores había acuerdos previos entre los principales accionistas para que la adquisición sea exitosa, y lo que se negociaba era el precio de adquisición.
- El día 11 de junio de 2001, Milpo inició el proceso de oferta pública de adquisición de acciones de Atacocha, el cual concluyó el día ocho de julio de 2001. Durante el proceso de la OPA y luego de ésta, la acción de Atacocha continuó subiendo hasta llegar a S/. 6,00 en el mes de agosto, influenciada también por otra propuesta de compra de acciones por parte de Milpo, luego de concluida la OPA, a un precio de S/. 2,62 por acción, con la finalidad de obtener el control de Atacocha, que no había logrado por medio de la OPA, debido a que al ser una OPA Hostil, Milpo no tenía asegurado de manera previa la cantidad que requería para tomar el control de Atacocha.

En consecuencia, cabe resaltar que los fuertes rumores de adquisición de Atacocha por Milpo que circularon en el mercado de valores peruano desde inicios del presente año fueron confirmados a través de una comunicación informada por Milpo a todo el mercado. Debido a que el precio de la acción de Atacocha y el volumen de negociación se incrementaron notablemente antes del anuncio de la OPA, sin que haya habido motivo conocido que justifique su alza, CONASEV se encuentra investigando si hubo uso de información privilegiada antes de conocerse el lanzamiento de esta oferta pública de adquisición de acciones de Atacocha.

Se investiga si las cuantiosas ganancias obtenidas por algunos inversionistas por comprar acciones de Atacocha en los primeros meses del año a bajo precio, para luego beneficiarse con el mayor precio ofrecido por Milpo, se produjeron por sus decisiones particulares de inversión o debido a que conocían con certeza la operación que realizaría Milpo, al haber tomado conocimiento de sus planes. Además, surge la interrogante si algunos funcionarios de Milpo o Atacocha por su posición directiva tuvieron acceso a esta información privada no revelada al mercado y la utilizaron en beneficio propio o la transmitieron a terceros.

CONASEV investiga si tanto Milpo como Atacocha respetaron los principios de transparencia de la información antes del lanzamiento de la OPA, y si los funcionarios de estas empresas mantuvieron en reserva la información confidencial a la que tuvieron acceso.

En este caso analizado se pone en relevancia el tema de la transparencia de la información que permite que todos los accionistas cuenten en la misma oportunidad con la información relevante sobre una empresa, evitando el uso de información privada a la que tienen acceso algunas personas vinculadas al entorno empresarial. Antes del lanzamiento de la OPA por parte de Milpo, esta empresa podría haber comunicado al mercado como hecho de importancia sus planes para tomar el control de Atacocha; ésta última podría haber anunciado que había recibido propuestas de adquisición.

En el caso que estas empresas hubieran considerado que al revelar esta información se perjudicarían los planes o negociaciones en curso y en consecuencia los intereses societarios, tenían la alternativa de revelar esta información confidencial al ente supervisor en calidad de hecho reservado, para que ante cualquier fluctuación atípica del precio en el mercado, el ente supervisor obligue a la(s) empresa(s) a revelar al público esta información como hecho de importancia, por la probable “filtración” de esta información a agentes diferentes a los que

permite la empresa el acceso a esta información confidencial, o por el posible uso privilegiado de esta información en la Bolsa de Valores de Lima.

En este capítulo hemos revisado que la obligación de informar tiene limitaciones que se relacionan con la necesidad de mantener en reserva negociaciones en curso de las empresas, con el fin de no perjudicar los intereses de éstas, que al final perjudicarían a los propios accionistas. Sin embargo, este mecanismo con que cuentan los emisores de solicitar dispensa del deber de informar, debe ser cuidadosamente utilizado porque esta información puede “filtrarse” hacia personas vinculadas y no vinculadas a la empresa que pueden utilizar ese privilegio de conocer la información reservada, para beneficio propio o de terceros.

Asimismo, los directivos de la empresa que conocen de información relevante están prohibidos de utilizar esta información en transacciones en el mercado, o divulgarla a personas que podrían hacer uso de ella, mientras la información no sea divulgada al público.

El uso de información privilegiada en los mercados de valores es una muestra de ineficiencia informativa porque la información es conocida en un primer momento por personas cercanas al entorno empresarial, y posteriormente al resto del mercado. La parte no informada en el primer momento es la perjudicada.

## CONCLUSIONES

1. La información en los mercados de valores al igual que en los demás mercados, está asimétricamente distribuida; por esta razón es importante la difusión de la mayor cantidad posible de información de las empresas que emiten valores hacia los inversionistas, con el fin de disminuir esta asimetría y aumentar la confianza en el mercado de valores, la cual es importante para la participación de los inversionistas en este mercado.
2. La divulgación de información es importante tanto en el mercado primario previo a la colocación de los valores, como en el mercado secundario mientras los valores emitidos se encuentren en circulación y sean sujetos de negociación entre los inversionistas. Es decir, la transparencia supone una permanente difusión de información. Pero, además, esta información debe ser veraz, suficiente y oportuna, que permita adecuadas decisiones de inversión con el debido conocimiento de las implicancias positivas y negativas de las inversiones, buscando minimizar el riesgo y la incertidumbre.
3. La supervisión en el mercado bancario busca mantener la estabilidad del sistema, controlando los riesgos de las entidades financieras con el fin de resguardar los depósitos del público. En el mercado de valores no se resguardan los fondos de los inversionistas, pero se ha establecido mecanismos para proteger al inversionista con transparencia, principalmente transparencia de información.

4. Las empresas que decidan acceder al mercado de capitales como fuente de financiamiento deberán conocer que están más expuestas al público en lo referente a la información que deben revelar, por lo que deben brindar a los inversionistas, con las limitaciones del caso, toda la información relevante respecto a la empresa y al instrumento que emitirán.
5. Los directivos, administradores, y cualquier otra persona que por su cargo tenga acceso a información confidencial acerca de una empresa, la cual al conocerse afecte los precios y/o volúmenes de negociación de las acciones, no deberán utilizarla ni divulgarla para beneficio propio o de terceros, en perjuicio de los que no conocen esta información.
6. El uso de información privilegiada en los mercados de valores es una muestra de ineficiencia informativa porque la información es conocida antes por personas cercanas al entorno empresarial, y posteriormente al resto del mercado. Para evitar las operaciones en La Bolsa de Valores con información privilegiada, las empresas pueden utilizar el mecanismo de comunicar planes o negociaciones en curso con carácter de hechos de importancia y, en caso consideren que al divulgarlo se perjudicaría el interés societario, se puede utilizar el mecanismo de la información reservada, mediante la cual solicitan al ente supervisor la dispensa al deber de informar. El ente supervisor con el conocimiento de la información reservada podrá obligar a la empresa a divulgar la información en el caso que observe movimientos atípicos en la negociación de los valores, por la probable “filtración” de esta información y uso privilegiado de la misma.

## BIBLIOGRAFÍA

1. BBC Mundo; “Crítico del FMI se lleva el Nobel”. Reino Unido, 2001. Artículo publicado en [www.bbc.co.uk/hi/spanish/business](http://www.bbc.co.uk/hi/spanish/business).
2. Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores.  
Anuario Estadísticos 1998, 1999, 2000 y Memoria 2000.
3. Decreto Legislativo Nro. 861, Ley del Mercado de Valores.
4. Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores (FIBV)  
Publicaciones en [www.fiabv.org](http://www.fiabv.org).
5. Frank, Robert; Microeconomía y Conducta. Madrid, Ed. McGraw-Hill/Interamericana de España, 1992, 796 p.
6. Kolb, Robert; Inversiones. Ciudad de México, Limusa Noriega Editores, 2000, 746 p.
7. Icarito Enciclopedia Escolar; “El Premio Nobel de Economía 2001”. Santiago de Chile, Diario La Tercera, 2001. Artículo publicado en [www.icarito.tercera.cl](http://www.icarito.tercera.cl).
8. Marhuenda, Joaquín; Anomalías en los modelos de valoración de activos. Alicante, Ed. Universidad de Alicante - Secretariado de Publicaciones, 1997, 157 p.
9. Parkin, Michael; Microeconomía. Ciudad de México, Ed. Addison-Wesley Longman de México S.A., 1998, 626 p.

10. Rodríguez, Miguel; Guía Metodológica para el Financiamiento Empresarial del Mercado de Capitales vía la emisión de Bonos Corporativos; Lima, 1999.
11. Tola, José; El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú. Teoría general, aplicación, práctica y aspectos especiales, Lima, Ed. Mass Comunicación S.R.L., 1994, 589 p.
12. Valdebenito, Eduardo; “Un premio Nobel para la economía de la información”. Panamá, El Panamá América, 2001. Artículo publicado en [www.elpanamaamerica.com.pa](http://www.elpanamaamerica.com.pa).