

# Introducción al Mercado de Valores en El Salvador



**SUPERINTENDENCIA  
DE VALORES**



## Índice

I.	Introducción.....	2
II.	Desarrollo y estructura del mercado de valores.....	3
A.	El ahorro y la inversión.....	3
B.	Visión general de los mercados.....	3
C.	Clasificación de los mercados financieros.....	4
D.	Funciones de los mercados de valores.....	5
E.	Instrumentos de negociación.....	7
1.	Instrumento de deuda.....	7
2.	Instrumento de capital.....	9
3.	Forma de representación.....	9
III.	Regulación del mercado de valores.....	10
A.	Razón de ser de la regulación y del regulador.....	10
B.	Reguladores del sistema financiero.....	11
IV.	Gestión operativa bursátil.....	13
A.	Flujo de negociación bursátil.....	13
B.	Compra o venta de valores.....	15
C.	Marco legal.....	18
D.	Principios internacionales de supervisión de los mercados de valores.....	19
V.	Temas relacionados al mercado de valores.....	23
A.	Índices de mercados de valores.....	23
B.	Oferta inicial de acciones.....	24
C.	Ofertas públicas de adquisición (OPAS).....	25
D.	Titularización de activos (Securitización).....	26
E.	Gobierno corporativo.....	28
F.	Fondo de inversión.....	30
G.	Fuentes de riesgos.....	32
1.	Riesgos de mercado.....	32
2.	Bancarrota corporativa.....	35
H.	Derechos y responsabilidades de los inversionistas.....	36
I.	Advertencia.....	37
VI.	Conclusión.....	37
VII.	Glosario.....	38

## I. INTRODUCCIÓN

El hecho que esté leyendo este folleto, dice mucho sobre usted. Este es el primer paso para entrar al mundo de las bolsas de valores, ya sea si su interés está en querer conocer mejor el mercado de valores o ser un inversionista informado, lo cual es la motivación para la creación de este documento. El folleto comienza con lo básico explicando la razón del ahorro, su diferencia con la inversión y como estas dos palabras se fusionan en los mercados financieros, uno de cuyos componentes es el mercado de valores. Después de explicar la relación entre el mercado financiero y el mercado de valores, se expone los vehículos de inversión disponibles para canalizar el ahorro y la inversión, para dar paso a las operaciones en bolsa y sus riesgos. El mercado de valores es prácticamente un tipo de subasta que provee un mecanismo donde la gente que quiere, compra y vende valores, estableciendo libremente un precio. Sin embargo, no puede funcionar sin REGULACIÓN y un REGULADOR, por lo que se expone la razón, forma de operar y los instrumentos utilizados para asegurar que el mercado opere con el mínimo riesgo posible.

## II. DESARROLLO Y ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES.

### A. El ahorro y la inversión.

Las familias necesitan muchas cosas para vivir: alimentos, ropa, medicamentos y vivienda, entre muchas otras. Sin embargo, algunas de las cosas que necesitan, se agotan rápidamente con su uso, mientras otras duran varios años. Aquellos bienes que se agotan rápidamente se llaman bienes de consumo. Por ejemplo, los alimentos se adquieren y se consumen en un período corto. La riqueza, entonces, es la acumulación de posibilidades futuras de consumo, cuyo ejemplo típico es la vivienda. Como dijo Benjamín Franklin: "Ahorra para la vejez, porque el sol de la mañana no dura todo el día", por lo que entre las razones para ahorrar hay muchas: enfrentar posibles reducciones en el ingreso futuro, lograr así un consumo más estable en el tiempo; mejorar el ingreso futuro acumulando capital hoy; prever posible aumento de gastos futuros, como por ejemplo la educación de los hijos; o dejar a los descendientes una herencia mayor. Así la compra de una vivienda no es un gasto en consumo, porque de ella se derivarán beneficios de consumo por muchos años. A los gastos que implican obtener beneficios por varios años se les denomina gastos de inversión. Si una familia o persona desea mejorar sus condiciones de vida, necesita invertir en capital humano o físico. Para financiar estas inversiones, tendrá que gastar en consumo una suma menor que sus ingresos, ya que si gasta todo lo que gana en consumo, no

tendrá recursos para poder invertir. La diferencia entre los ingresos y los gastos de consumo se llama ahorro. El ahorro cuando se destina a consumo futuro, se denomina inversión, y esta puede adoptar múltiples formas: inversión mobiliaria ( como las joyas); inversión inmobiliaria (como terrenos, vivienda, etc.). Un tipo particular de inversión en que se transforma el ahorro es la denominada: inversión financiera, que es diferente a otras clases de inversión, debido a que lo que se recibe es una promesa de recibir dinero en el futuro. Al conjunto de actividades y formas donde se compran y venden activos financieros se denomina mercados financieros, que son objeto de explicación en este folleto.

### B. Visión general los mercados financieros.

El propósito principal de los mercados financieros es la transferencia de fondos de los inversionistas hacia los demandantes de fondos, la transferencia no es a título gratuito, supone la transferencia de derechos de propiedad o bien derechos a un flujo financiero dependiendo de la naturaleza de los instrumentos negociados. Un flujo financiero es la entrega de dinero en algún momento en el futuro. En las últimas décadas del siglo XX se observó un desarrollo más acelerado de los mercados financieros. Millones de personas que hace veinte

años invertían su dinero exclusivamente en cuentas de ahorro de los bancos, hoy invierten también en títulos de otros países, fondos de inversión, letras del tesoro y en menor pero en creciente medida en obligaciones, acciones e incluso instrumentos derivados financieros. Un componente de los mercados financieros es el mercado de valores. Mediante este último se da el encuentro directo entre las personas que cuentan con dinero y desean invertirlo, denominados inversionistas, y los vendedores de valores que pueden ser los propios inversionistas o las empresas que deciden vender valores a cambio de dinero (capital) ya sea para desarrollar proyectos, para capital de trabajo o bien para refinanciar deudas.

Gráfico No. 1  
Objetos de los Mercados Financieros



### C. Clasificación de los mercados financieros

Los mercados financieros tienen como propósito, el permitir la transferencia de fondos de depositantes o inversionistas a deudores o emisores. Comúnmente se divide en dos grandes mercados: un mercado de dinero y un mercado de capitales. Existen muchas clasificaciones sobre los mercados financieros, sin embargo para efectos de segregación, la más conocida es la separación por el plazo de captación de los recursos y se dividen en:

#### Mercado de dinero:

Es aquel mercado en el que se realizan operaciones financieras a corto plazo generalmente inferiores a un año.

#### Mercado de capitales:

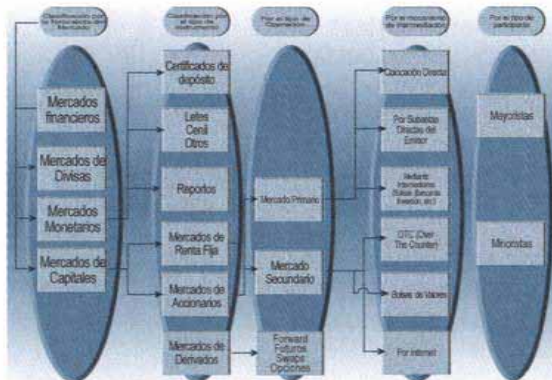
Denominación que se utiliza para designar a las diferentes operaciones financieras que se efectúan a mediano y largo plazo y el conjunto de instituciones que facilitan la realización de tales operaciones. En cuanto a lo que se considera largo plazo, algunos definen el largo plazo como una inversión mayor a los 3 años, y otros consideran que todas las operaciones de más de un año, pueden considerarse como incorporarse a este mercado.

La eficiencia de estos mercados se puede medir por los costos de intermediación, llámese comisiones o tarifas, que corresponde a una cantidad de dinero cobrada por el manejo de los fondos, es decir por realizar la acción de traslado de recursos de los inversionistas a los emisores o deudores.

En El Salvador, el mercado de dinero es uno de los más activos y se asocia a préstamos y emisiones de un año o menos y en el que participan: el Banco Central de Reserva, los bancos comerciales y las Casas de Bolsa que administran cartera, entre otras. Entre los participantes del mercado de dinero están:

- El Banco Central de Reserva: Regula la liquidez de la economía mediante operaciones de colocación de valores como por ejemplo los Certificados Negociables de Liquidez (CENELI).

Gráfico No. 2  
Clasificación de los Mercados Financieros



- Los bancos comerciales:  
Intervienen por medio de la ventanilla de liquidez que pueden acceder dentro del Banco Central de Reserva; a través de la emisión de títulos dentro del mercado de valores, colocando valores a diferentes plazos y captando recursos utilizables para la concesión de créditos; y mediante las operaciones de reporto dentro de la bolsa de valores.
- El Ministerio de Hacienda:  
Es un emisor directo y su agente financiero es el Banco Central de Reserva, colocando valores con un vencimiento menor a los 360 días y con las limitaciones que le impone la Asamblea Legislativa en la autorización de cada presupuesto anual.
- Casas de Corredores:  
Son los intermediarios en todas las operaciones de bolsa, determinan los precios de las transacciones, y buscan contrapartes para crear liquidez

a los valores inscritos en Bolsa, además de ofrecer asesoría financiera para la compra - venta y la emisión de valores, por dichos servicios cobran comisiones y son el vínculo entre inversionistas y emisores.

- Otros participantes:  
Empresas de diferente giro (Comerciales, industriales, etc., que toman parte en este tipo de operaciones).

## D. Funciones de los mercados de valores.

Los mercados de valores prestan importantes servicios entre ellos:

- Le dan liquidez a las inversiones financieras:  
La liquidez de un mercado o de un activo financiero, es la facilidad con que se puede vender un activo y el coste en que se incurre para disponer del activo, así a mayor coste implica una menor liquidez. Por ejemplo, un inversionista tiene una casa que vale US\$30,000.00, si el inversionista la puede vender hoy fácilmente, y obtiene ese precio, dicha inversión es líquida. En el otro extremo, si la puede vender hoy, pero le pagan únicamente US\$10,000.00, la inversión tiene una baja liquidez, o si la puede vender en los US\$30,000.00 pero tarda 6 meses en hacerlo, igual es un activo con baja liquidez. Así los costes de la transacción se refieren no únicamente a costes en términos de dinero, sino también a costes de oportunidad y tiempo que se tarda en realizarse la transacción. Todos los activos tienen la característica de liquidez, pero el grado de ella cambia de nula a máxima liquidez (Como es el caso del dinero, que es un activo con máximo grado de liquidez).

Los mercados de valores reducen los costos por cuanto hacen publicidad y dan información de los activos que se venden.

- **Negocian riesgo:** Los instrumentos financieros que se negocian en los mercados de valores, son en efecto instrumentos con riesgo; por ejemplo, en una acción de una empresa, si la empresa tiene éxito, la acción ganará valor, pero si la empresa fracasa, la acción perderá su valor. ¿Quién está dispuesto a asumir el riesgo de la empresa?, la persona que compra la acción. Naturalmente todos estos riesgos tienen una contrapartida: la tasa de rendimiento.
- **Forman precios:** ¿Cuál es el precio de la acción de un emisor "X"?, si el emisor está inscrito en un mercado de valores, puede ser más fácil determinar el precio debido a la entrega de información que realiza el emisor previa a la autorización para captar fondos del público, en caso contrario es más difícil determinarlo ya que es más difícil obtener la información del emisor y si a esto agregamos que el instrumento no tiene liquidez, probablemente sea complejo formar el precio de la acción). ¿Cuál es la tasa de rendimiento de la empresa?, El mercado de valores permite medirlo, por tanto sirve a las empresas para valorar proyectos y determinar si son viables o no; además, sirve a los inversionistas para valorar sus inversiones.
- **Aumenta la transparencia en las operaciones:** Al centralizar las operaciones o transacciones en las bolsas de valores, los precios de las operaciones se vuelven públicos, con lo cual tanto

compradores como vendedores tienen una mayor certeza del precio pagado. Para comparar el grado de desarrollo de los mercados de valores, se utilizan indicadores como por ejemplo:

**a) Costes de transacción,** o costes en los que hay que incurrir para invertir. Los costos de inversión varían en función de la categoría del servicio que se solicite. La fijación del porcentaje en concepto de comisión es libre y puede variar entre uno y otro intermediario. Todas las Casas de Corredores de Bolsa tienen a su disposición tarifas oficiales, las cuales se publican periódicamente en rotativos de circulación nacional. A mayor competencia y grado de desarrollo del mercado, los costes de transacción son menores.

**b) Transparencia:** Debe entenderse como la información sobre precios y volúmenes a los que los inversionistas están dispuestos a contratar en cada momento y la información sobre las transacciones realizadas. El desarrollo del mercado de valores, tiende a aumentar el grado de transparencia.

**c) Liquidez:** entendida como capacidad de atender las órdenes de diferente tamaño, los mercados desarrollados se caracterizan por administrar un elevado grado de liquidez.



d) La profundidad del mercado: se refiere a la forma como el mercado procesa las diferentes órdenes y si un inversionista puede influir en el precio, si un inversionista puede con un orden influir para el cambio del precio del valor, el mercado se cataloga como poco profundo.

Resumiendo: los mercados de valores proveen valiosos servicios, pero las decisiones de inversión son de los inversionistas, por lo que antes de invertir se debe analizar y estudiar la mayor información disponible sobre el mercado y la empresa en particular.

## E. Instrumentos de negociación.

En los mercados financieros internacionales se negocian tres tipos básicos de valores, entendiendo como valores a aquellos documentos que confieren a su propietario derecho sobre algún bien y éstos pueden ser:

1. Valores representativos de deuda, comúnmente llamados de renta monetaria o renta fija, según su plazo, pudiéndose mencionar a manera de ejemplo los certificados de inversión, bonos etc.;
2. Valores representativos del patrimonio de entidades, es decir, acciones, llamados de renta variable; y,
3. Valores representativos de derechos sobre los dos primeros tipos de valores o sobre algún otro bien físico o financiero, conocidos como derivados.

Los mercados de deuda (compuestos por los mercados monetarios y los mercados de renta fija), los mercados de acciones y los mercados de derivados fijan los precios de esos tres tipos de valores en todo el mundo de forma continua y organizada. La palabra **continua** significa por lo menos una vez al día y **organizada** significa que esos mercados tienen normas que regulan su operación y ofrecen medidas de protección al inversionista. Los instrumentos negociados en El Salvador son dos: Acciones y Títulos de Deuda. En el caso de estos últimos, de acuerdo al Código de Comercio, son títulos valores los documentos necesarios para hacer valer el derecho literal y autónomo que en ellos se consigna, aunque sin perjuicio de lo dispuesto para las diversas clases de títulos valores, tanto los reglamentados por la ley como los consagrados por el uso, que en forma sencilla implica que la persona que los posee tiene derecho a todo lo que en el documento se describe (Por eso la expresión el derecho literal), también se denomina valores reglamentados a los contenidos en las disposiciones del Código de Comercio, y son valores consagrados por el uso, aquellos que si bien no están contenidos en una disposición legal, las personas los utilizan frecuentemente y son de amplia aceptación.

### 1. Instrumentos de deuda.

En el mercado de deuda, y considerado como un valor no reglamentado, se emite el denominado **Certificado de Inversión**, que es el instrumento financiero más utilizado puede ser emitido tanto

por Bancos como por empresas comerciales, el Fondo Social para la Vivienda así como cualesquier otra entidad autónoma cuya ley le permita la emisión de valores de oferta pública. Sus características principales son:

- Representan títulos de deuda, a los que se les establece una tasa de interés fija o variable. Los de renta fija pagan sus intereses en forma mensual, trimestral, semestral o anual, según se establezca al momento de emitirse, pero en los de tasa variable, la periodicidad establecida para los reajustes no debe ser inferior a la establecida para el pago de los respectivos intereses (cupones u otros medios). En este sentido, no puede haber, por ejemplo, pagos semestrales y a la vez reajustes trimestrales. En este caso, los reajustes tendrán que ser al menos semestralmente.

- El monto mínimo de inversión es de US\$100 dólares y sus múltiplos, con lo cual toda persona que lo desee puede invertir en este instrumento.

- La emisión debe incluir al menos una clasificación de riesgo, con el fin de presentar una evaluación independiente.

- Los plazos de vencimiento de los certificados de inversión, son variables, pueden ir desde un año, hasta incluso 25 años, como los papeles emitidos por el Fondo Social para la Vivienda.

- En cuanto a la liquidez de estos valores, ello depende del emisor y la tasa de rendimiento, pero pueden venderse en mercado secundario, cuando el inversionista requiere deshacerse del título valor.

- La garantía de estos valores, al igual que los bonos, puede adoptar las múltiples formas reconocidas en el marco mercantil: Prendaria, hipotecaria, o incluso pueden ser emitidos sin ningún tipo de garantía más que el buen crédito y prestigio del emisor; a esta última forma se le denomina garantía fiduciaria o quirografía.

En el caso de que la garantía sea de préstamos hipotecarios, de acuerdo a la Resolución del Consejo Directivo de la Superintendencia de Valores, RCD.E. 069/1998, denominada: "Regulaciones para el manejo de la garantía de las emisiones de certificados de inversión, cuando esta se constituya con préstamos hipotecarios" se ha establecido que esta debe:

- Estar constituida en su totalidad por préstamos categoría "A", conforme al instructivo emitido por la Superintendencia del Sistema Financiero;

- La suma de los préstamos que la integran deberá ser igual o mayor al ciento veinticinco por ciento (125%) del monto vigente de la emisión;

- El plazo de los préstamos deberá ser igual o mayor al de la emisión. En casos que se consideren justificados, se puede autorizar préstamos con plazos menores a los de la emisión;

- Los préstamos no deben estar garantizando simultáneamente con cualquier otro tipo de obligación;<sup>3</sup>

- Los emisores deberán contar con mecanismos de control interno, que permitan el adecuado seguimiento y que faciliten la rápida y oportuna consulta de los préstamos; los que deberán estar en todo momento físicamente separados de la cartera global, de modo que sean perfectamente identificables.

Naturalmente el objetivo de estas disposiciones es proteger los intereses de los inversionistas y reducir el riesgo operativo existente.

## 2. Instrumentos de capital

El principal instrumento de capital se denomina acciones y éstas corresponden a la parte alícuota en que se divide el capital social, y otorga derechos económicos y de votos.

Algunas de las disposiciones relativas a los títulos valores existentes en el Código de Comercio, suponen restricciones para la negociación de valores, entre otras:

3. La hipoteca no puede garantizar simultáneamente dos obligaciones, pero un bien puede tener varias hipotecas al mismo tiempo.

4. Decreto Legislativo No. 697 del 2 de septiembre de 1999

5. Decreto Legislativo No. 844 de 10 de octubre de 1996

1. El derecho preferencial, para la suscripción de aumentos y disminuciones de capital en las sociedades.
2. El requisito de aportar el 25% del capital social, al momento de la fundación de la sociedad.
3. La prohibición de adquisición de las acciones de la propia sociedad, salvo remate judicial.
4. Inexistencia de una Ley de quiebras, aplicando el principio de juicio universal, en caso de ocurrencia.
5. Falta de regulación para la limitación de la capacidad de emisión de deuda en las sociedades anónimas.

De igual manera, la Ley de Bancos<sup>4</sup> y Ley de Sociedades de Seguros<sup>5</sup> contienen disposiciones relativas a negociación de las acciones entre ellas:

1. Restricciones para la transferencia de acciones.
2. Obligación para la formación de conglomerados financieros.
3. Obligación de inscripción de acciones en una bolsa.

## 3. Forma de representación

Hasta el año 2002, los valores únicamente se podían representar mediante documentos físicos denominados Títulos. A partir del año 2002, se encuentra en vigencia la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta, que establece

como valores negociables las anotaciones electrónicas en cuenta que representan valores negociables mobiliarios, incorporados a un registro electrónico y no a un documento; además, de la obligatoriedad para los valores negociables en bolsa, salvo para las acciones y los valores no agrupados en emisiones que podrán representarse por medio de títulos o de anotaciones electrónicas en cuenta, a voluntad del emisor.

### III. REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES.

Como el mercado de valores es prácticamente un tipo de subasta que provee un mecanismo donde la gente que quiere compra y vende valores, estableciendo libremente un precio, no deberían nunca funcionar sin REGULACIÓN y sin un REGULADOR, por lo que se expone la razón y forma de operar, así como los instrumentos utilizados para asegurar que el mercado opere con el mínimo riesgo posible.

#### A. Razón de ser de la regulación y del regulador.

El regulador nace sencillamente, porque debe vigilar las operaciones que se dan en las bolsas de valores, quien tiene dinero de terceros (los inversionistas). En la Bolsa, cada negociador quiere conocer lo que los otros están haciendo, pero no siempre se quiere revelar lo que se piensa hacer.

Gráfico No. 3  
Funciones Fundamentales del Regulador



Por lo tanto, todos los negociadores/participantes podrían hacer mejores negocios si todos revelaran toda la información que poseen. Y en eso consiste la transparencia del mercado, en la revelación adecuada de información. La regulación busca la prevención de fraudes, por cuanto los grandes montos de dinero de los mercados financieros atraen la delincuencia, siendo necesario establecer regulación relacionada a:

- Revelación de información.
- Tener adecuados registros y contabilidad.
- Adecuados mecanismos legales para facilitar la persecución y castigo del fraude, entre otros, en esta última acción interviene la Fiscalía General de la República.
- Adecuada supervisión.

El objetivo fundamental de la regulación del mercado de valores es promover la efectiva y eficiente negociación de valores y asignación de los mismos, manteniendo los principios de seguridad, transparencia y solidez de las entidades participantes. La regulación busca evitar colapsos financieros y crisis de confianza entre los inversionistas que vengan en detrimento de la actividad económica, así como limitar el impacto de asimetrías (acceso desigual) de información entre los aportantes de capital y los tenedores de los recursos. (Existen asimetrías de información entre los depositantes de los Bancos y los accionistas de los mismos, entre los emisores de valores y los compradores de ellos, entre los aportantes de los fondos de pensiones y los administradores de pensiones, etc.).

En general, la concepción tradicional de la regulación sostiene que "La regulación se instituye básicamente para la protección y beneficio del público en general o para un gran segmento del público".<sup>6</sup>

Los objetivos de la regulación son:

1. La estabilidad y sostenibilidad del sistema financiero
2. El mantenimiento y salvaguarda de las entidades financieras
3. La protección del consumidor o inversionista.

La necesidad de regulación deriva de problemas existentes como:

1. Externalidades (efectos externos que son las consecuencias que tiene un proceso productivo sobre los individuos

o empresas ajenos a su industria. Si, por ejemplo, los productores de aceite de girasol deciden aplicar a sus plantaciones un nuevo pesticida, conseguirán así una mayor producción pero además habrá mayor contaminación) del mercado que potencialmente puedan generar fallas de mercado.

2. La necesidad de monitorear los intermediarios financieros, para asegurar la debida transparencia.
3. Problemas de riesgo moral. El riesgo moral es la posibilidad de que el agente (gestor político, gestor empresarial) busque objetivos personales en detrimento de los intereses del principal<sup>7</sup> (el ciudadano o el accionista).

Puede comprobarse que el problema así enfocado permite analizar los problemas de las decisiones económicas de estado y mercado desde una visión unificada. Habrá una pérdida de eficiencia siempre que los costes y perjuicios ocasionados por una decisión no recaigan sobre el individuo que decide.

## B. Reguladores del sistema financiero

En El Salvador la supervisión del sistema financiero, se encuentra dividida de acuerdo a los diferentes sectores del sistema financiero y entre ellos se tienen:

7. El concepto de "principal", se refiere a la persona por quién se realiza la gestión (ya sea porque delegó la función voluntariamente, o por ley se considera que alguien debe velar por cierta regulación. Así por ejemplo la Ley de mercado de valores, se elaboró para "velar por los intereses de los inversionistas", aun cuando estos expresamente no lo delegan en la Superintendencia.

1. Banco Central de Reserva (BCR), su sitio web es: <http://www.bcr.gob.sv>.

Tiene como objetivo velar por la estabilidad macroeconómica y la del sistema financiero. Busca la estabilidad del sistema financiero, estableciendo medidas prudenciales y regulaciones que aseguren su solvencia financiera.

2. Superintendencia del Sistema Financiero (SSF), su sitio web es: <http://www.ssf.gob.sv>.

Tiene como finalidad principal vigilar el cumplimiento de las disposiciones aplicables a las instituciones sujetas a su control y le corresponde la fiscalización del Banco Central, de los bancos comerciales, de las aseguradoras, del Fondo Social para la Vivienda, del Banco de Fomento Agropecuario, del Fondo de Financiamiento y Garantía para la Pequeña, según la Ley Decreto No. 628 de 22 de noviembre de 1990, publicado en el Diario Oficial No. 278, Tomo No. 309, de 10 de diciembre de 1990, adicionalmente también fiscaliza a: Intermediarios Financieros No Bancarios, entidades autorizadas para operar como Sociedades de Seguros y Fianzas, entidades del Sistema de Garantía Recíproca, entidades autorizadas para operar como Casas de Cambio.

3. Superintendencia de Pensiones (SP), su sitio web es: <http://www.spensiones.gob.sv>

La Superintendencia de Pensiones, ejerce las atribuciones de acuerdo a su Ley Orgánica que corresponde al decreto No. 926 de 19 de diciembre de 1996, y de la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones, vigilando el cumplimiento de las normas aplicables al Sistema de Ahorro

para Pensiones y al Sistema de Pensiones Público, especialmente a las instituciones administradoras de fondos de pensiones, al Instituto Nacional de Pensiones de Empleados Públicos -INPEP- y al Programa de Invalidez, Vejez y Muerte del Instituto Salvadoreño del Seguro Social, correspondiéndole además, su fiscalización en la parte relacionada al sistema previsional. En armonía con el decreto antes mencionado, la Asamblea Legislativa aprobó el Decreto Legislativo No. 927 de fecha 20 de diciembre de 1996, mediante el cual se crea el Sistema de Ahorro para Pensiones para los trabajadores del sector privado, público y municipal.

4. Instituto de Garantía de Depósitos (IGD), su sitio web es: <http://www.igd.gob.sv>

El Instituto de Garantía de Depósitos (IGD) tiene por objeto garantizar los depósitos del público, bajo las modalidades que se establecen en la Ley de Bancos, puede además participar en el proceso de reestructuración de un banco de conformidad a lo establecido en dicha Ley. En caso de disolución y liquidación forzosa de un banco miembro, este Instituto garantiza los depósitos del público hasta por US\$7,890 dólares. Asimismo, contribuye a la reestructuración de bancos miembros con problemas de solvencia, en defensa de los derechos de los depositantes y del propio Instituto, es vigilado por la SSF.

5. Superintendencia de Valores (SV), su sitio web es: <http://www.superval.gob.sv>

La función principal de la Superintendencia de Valores es fiscalizar y vigilar el cumplimiento de las disposiciones aplicables a las bolsas de

8. De acuerdo al artículo 167 de la Ley de Bancos, El Consejo Directivo de la Superintendencia cada dos años, tomando como base el Índice de Precios al Consumidor, previa opinión del Banco Central, deberá actualizar el monto de la garantía, de manera que mantenga su valor real, el valor de US\$7890, es el aplicable en el 2006,

valores, casas de corredores de bolsa, sociedades especializadas en el depósito y custodia de valores, sociedades clasificadoras de riesgo y a los almacenes generales de depósito; estos últimos, tienen por objeto principal encargarse de la custodia y conservación de mercancías depositadas a su cuidado, emitiendo certificados de depósito y bono de prenda sobre dichas mercancías.

Además, la Ley orgánica de la SV le manda el vigilar a: los emisores asentados en el Registro Público Bursátil, que son todas las entidades que se inscriben en el Registro Público que lleva la Superintendencia de Valores, para que puedan hacer emisiones objeto de oferta pública. En el caso de las emisiones de valores que representen la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo, o que representen participación en un patrimonio, su registro les concederá, además, eficacia jurídica frente a terceros, y finalmente también vigila a los auditores externos asentados en el Registro Público Bursátil respecto a las obligaciones que les impone la Ley del Mercado de Valores.

La máxima autoridad de la Superintendencia de Valores es el **Consejo Directivo** quien es el encargado de formular las directrices, normas y políticas con que funciona la Superintendencia y por las que se rige el Mercado de Valores. El Superintendente es el presidente del Consejo Directivo y es el encargado de la administración

de la Superintendencia, así como de vigilar el cumplimiento de las disposiciones legales de los participantes en el mercado. Asimismo, se encuentra la **Intendencia de Valores**, quien responde al Superintendente. La Intendencia de Valores cuenta con los siguientes departamentos: Normas y Estudios, Difusión y Análisis, Autorización y Registro, y, Supervisión y Control. Adicionalmente, la Superintendencia cuenta con unidades de apoyo como son el Departamento Jurídico, el Departamento de Informática, el Departamento de Administración, el Departamento de Auditoría Interna, la Unidad Financiera Institucional y la Unidad de Adquisiciones y Contrataciones Institucional.

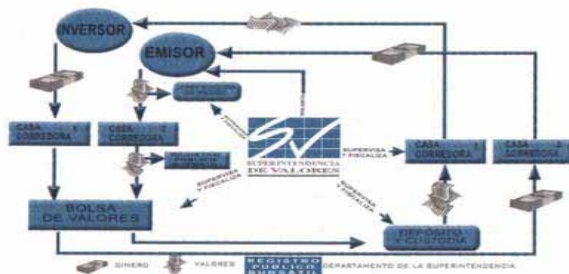
## IV. GESTIÓN OPERATIVA BURSÁTIL.

### A. Flujo de negociación bursátil.

La colocación de valores se denomina primaria, cuando los valores son colocados inicialmente, y adquiridos por los inversionistas, las negociaciones que en el futuro se realicen con estos valores se conocen como mercado secundario. El flujo de negociación bursátil en mercado primario describe, en esencia, el intercambio entre: El Inversor y el Emisor.

**El Inversor** es la persona natural o jurídica que, como su nombre lo indica, decide invertir sus recursos económicos en la bolsa de valores. Este inversor se entrevista con una Casa de Corredores (identificada como Casa 1), a quien le

Gráfico No. 4  
Flujo de Negociación Bursátil en Mercado Primario



manifiesta su interés en invertir sus recursos y le solicita toda la información necesaria para poder realizar una operación bursátil. La Casa, después de recibir las indicaciones del inversor, acude a la Bolsa de Valores para contactar con algún interesado en captar estos recursos económicos.

**El Emisor** es un ente jurídico que necesita dinero y, para satisfacer esta necesidad, emite valores para ofrecerlos en el mercado bursátil. Estos valores, con una previa calificación de riesgo, son entregados a una Casa de Corredores (identificada como Casa 2), para que proceda a satisfacer ciertos requisitos, antes de ofrecerlos al público en general. La Casa 2 presenta a la Bolsa, la información del emisor y de la emisión, para que, después de cumplir los requisitos establecidos en la Ley del Mercado de Valores y sea asentado en el Registro Público Bursátil, pueda llevar los valores a la Bolsa para así captar el dinero que necesita el emisor. En la Bolsa de Valores se encuentran la Casa 1 y 2, la primera lleva con dinero y la segunda ofrece valores, que

después de acordar el precio, (que satisface tanto al inversor como al emisor) proceden a realizar la negociación bursátil, conforme las indicaciones de sus representados, así: la casa 1 entrega el dinero y recibe a cambio un valor que es resguardado en una institución especializada en custodia y depósito de valores llamada CEDEVAL (Central de depósito y Custodia de Valores), recibiendo de ésta una constancia del depósito del valor negociado que posteriormente entregará al inversor. La casa 2 entrega un valor y recibe a cambio dinero que entregará al emisor, para que satisfaga su necesidad de recursos financieros. Las Casas de Corredores efectúan esta intermediación cobrando una comisión por la operación realizada.

En la actualidad el inversionista que compra no "recibe" un documento físico debido a que la mayor parte de valores se encuentran desmaterializados<sup>9</sup> y representados en anotaciones en cuenta, la que representa valores mobiliarios negociables, incorporados a un registro electrónico y no a un documento físico. La creación, administración, extinción y los demás actos que recaen sobre las mismas, se rigen por la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta", Decreto Número 742, del 21 de febrero de 2002, publicado en el Diario Oficial Número 57, Tomo No. 354, del 22 de marzo de 2002. La representación por medio de anotaciones electrónicas es obligatoria para los valores negociables en bolsa, por eso la denominación valor tiende a sustituir la palabra título en las inversiones en mercados de valores.

9. La desmaterialización es la eliminación de valores físicos para sustituirlos por valores representados en anotaciones en cuenta dentro de un sistema electrónico que cumple requisitos de seguridad.

## El depositario y custodio.

En el caso de El Salvador es desempeñado por la Central de depósito y Custodia de Valores (CEDEVAL), que es la "institución salvadoreña especializada en la custodia y administración de valores a través de sistemas de información electrónicos de alta seguridad, que tiene como objetivos básicos minimizar el riesgo que para los titulares de valores representa el manejo físico de los valores y maximizar la información, agilizando las transacciones en el mercado bursátil y asegurando la disponibilidad de los valores negociados".<sup>10</sup> Gracias a la creación de la Ley de Anotaciones, los montos mínimos de inversión se han reducido, de \$10,000 cuando eran títulos físicos a un mínimo de \$100 bajo la modalidad de anotaciones, lo cual permite que esta alternativa de inversión esté al alcance del público en general.

**En el mercado secundario** (Reventa de valores), la única diferencia del flujo bursátil con relación al mercado primario, es que en lugar de existir un emisor, es otro tenedor de valores, quien decide venderlo y es esta persona la que recibe el dinero y entrega el título (En la práctica si el valor esta desmaterializado la CEDEVAL, realiza la anotación contable).

**En conclusión**, en el Flujo Bursátil, el inversor llega con dinero y sale con un valor; en cambio el emisor, llega con un valor y sale con dinero. Este intercambio es logrado gracias a la oportu-

nidad que inversor y emisor tienen de encontrarse, a través de las Casas de Corredores, en la Bolsa de Valores. La Superintendencia de Valores se encarga de que los distintos participantes de las actividades bursátiles cumplan sus funciones de acuerdo al marco legal vigente. Sobre los emisores, esta Institución ejerce vigilancia de las actividades bursátiles que realizan.

En cambio, sobre las casas corredoras, la bolsa de valores, las clasificadoras de riesgo y CEDEVAL, la Superintendencia realiza funciones de supervisión y fiscalización en todas sus actividades, de acuerdo a las facultades que la Ley Orgánica le otorga.

## B. Compra o venta de valores.

El primer paso para invertir en los mercados de valores es abrir una cuenta en una casa de corredores de bolsa. Usted puede encontrar en la página Web<sup>11</sup> de la Superintendencia de Valores, un listado de entidades autorizadas para operar como casas de corredores. Una vez que haya escogido a la casa de corredores visuales o llámeles por teléfono y solicite abrir una cuenta con ellos. Deberá llenar una aplicación para abrir una cuenta y firmar un contrato de intermediación. El contrato le expone sus derechos y obligaciones, léalo cuidadosamente, le pregunta sus datos personales y también datos acerca de su experiencia como inversionista.

<sup>10</sup> Tomado de <https://www.cedeval.com/queescedeval.php>.

<sup>11</sup> <http://www.superval.gob.sv>

Ahora que firmó el contrato comenzaremos a explorar paso a paso el mercado, examinando el proceso de una transacción. Suponga que quiere comprar 10 acciones de una empresa en particular. Usaremos como ejemplo una empresa ficticia de nombre XYZ.

Para poder comprar sus acciones debe encontrar a alguien que quiera vendérselas. Si su suegra quiere vendérselas, está bien, puede adquirirlas directamente con ella; la Ley de Mercado de Valores, no dice que para comprar o vender acciones tiene que hacerlo a través de una Casa de Corredores de Bolsa, siempre y cuando no lo haga a cuenta de terceros y de manera cotidiana. Pero la mayoría de las veces usted como inversionista necesita la ayuda de una casa de corredores que le ayude a encontrar la otra parte de la transacción.

Tabla No. 1 Información Básica de una acción	
Ultimo precio de transacción en US\$	30.33
Cambio en precio en %	+0.260
Precio de compra en US\$	30.30
Precio de venta en US\$	30.33
Precio diario Máximo en US\$	30.6
Precio diario mínimo en US\$	30.03
Precio de apertura en US\$	30.08
EPS en US\$	0.55
Precio más alto en las últimas 52 semanas en US\$	32.75
Precio más bajo en las últimas 52 semanas en US\$	19.76
Acciones en circulación	21.99
Razón P/E %	55.14
Volumen (Número de acciones negociadas)	2000
Bolsas de Negociación	BVES, etc.
Capitalización de mercado (En millones de US\$)	\$666.9M

Para realizar su transacción, el inversionista le dice a la casa de corredores lo que quiere hacer y ella le informará lo que debe de hacer. Si usted esta pensando en comprar le será útil obtener una cotización de la acción y algunos datos sobre la acción entre ellos y como mínimo:

- **Ultimo precio de transacción (Last Trade):** Es el precio al que se efectuó la última transacción de compra o de venta.

- **Cambio en precio (Change):** Indica la diferencia en precio de la última transacción y el precio de cierre del día anterior.

- **Precio de compra (Bid):** Es el precio al que se puede vender la acción si usted la posee.

- **Precio de venta (Ask):** es el precio al que usted puede comprar las acciones.

- **Precio diario Máximo (Day High):** es el máximo precio alcanzado por la acción durante el día de hoy.

- **Precio diario mínimo (Day Low):** es el precio más bajo alcanzado por la acción durante el día de hoy.

- **Precio de apertura (Open Price):** es el precio con que se iniciaron las transacciones el día de hoy.

- **Utilidades por acción:** Es la razón entre las utilidades de la empresa y el precio de la acción. Se obtiene dividiendo el monto total de las utilidades por el número de acciones en

oferta de la compañía. En este ejemplo: la empresa tuvo \$12,094,500.00 de ganancias anuales. Por consiguiente, la utilidad de la compañía XYZ es de \$0.55 por acción; O sea ( $\$12,094,500.00 \div 21,990,000 = \$0.55$ )

- **Capitalización de mercado. (Market Cap):** Es la valuación que hace el mercado de la empresa. Se obtiene multiplicando las acciones que se cotizan por el precio de la acción. En este caso  $21,990,000 \times 30.33 = \$666,956,700$  ó 666.9 Millones de Dólares.

- **Volumen (Volume):** Es el número de acciones negociadas hasta el momento de la cotización.

- **Precio más alto en las últimas 52 semanas (52 Wk High):** precio máximo de la acción alcanzado durante el período de un año.

- **Precio más bajo en las últimas 52 semanas (52 Wk Low):** Precio más bajo de la acción alcanzado durante el período de un año.

- **Razón P/E (P/E Ratio):** razón entre el precio de la acción y las utilidades por acción (EPS).

- **Acciones en circulación (Outstanding Shares):** Número de acciones que se cotizan en el mercado o que ha emitido la empresa y colocado entre el público.

- **Bolsas de negociación (Primary Exchange):** Mercado bursátil donde se negocia esta acción. Después de pedir como mínimo esta información, usted podrá decidir si compra acciones, para lo cual su corredor como

representante de la Casa de Corredores de Bolsa, acudirá a la Bolsa de Valores. Las operaciones del mercado secundario giran alrededor de las bolsas de valores, a las cuales se les asigna el papel de desarrollar del mercado de valores y proveer a sus miembros los medios necesarios para realizar eficazmente transacciones de valores a través de mecanismos continuos y concurrentes de subasta pública, y para que pueda efectuar las demás actividades de intermediación de valores que autorice la Ley del Mercado de Valores.

En El Salvador, los intermediarios de valores, no pueden realizar operaciones de mercado secundario fuera de bolsa, de acuerdo a lo que establece el artículo 73 de la Ley del Mercado de Valores que declara: "Las casas de corredores, deberán realizar dentro de una bolsa la negociación en mercado secundario de los valores inscritos en una bolsa, cuando hayan sido emitidos por Bancos o Financieras, no podrán negociarse en mercado secundario fuera de la misma, ni podrán ser redimidos anticipadamente, con excepción de las acciones de dichas instituciones", inclusive las operaciones realizadas por las casas en el exterior (no en el mercado local) se registran en la bolsa.

En el caso de la bolsa de valores de El Salvador, los mecanismos de negociación provistos son dos:

- A través del Sistema Electrónico de Negociación -SIBE- el cual es proporcionado por

la Bolsa de Valores y que esta conectado a cada Casa de Corredores de Bolsa. Bajo este mecanismo se negocian: mercado primario, mercado secundario de renta fija y mercado secundario accionario.

- En sesiones de viva voz (Corro), es donde se negocia el mercado de reportos. Bajo esta modalidad las posiciones (la posibilidad de comprar o vender) se formulan oralmente al administrador del mecanismo.

En las operaciones tanto de mercado primario como de secundario se liquidan en los plazos:

- Las operaciones de mercado primario se realizan a T+1. Las siglas T+1, indican que la fecha en la cual se entregaran los valores y/o el dinero es la fecha de negociación más un plazo (T+1 un día hábil más).

- Las operaciones de mercado secundario se realizan a T+3, en la mayor parte del mundo este mercado se negocia a T+3, que corresponde a la fecha de negociación más 3 días hábiles, el motivo de esta forma de operación es garantizar que las operaciones se cumplan en plazo.

- Las operaciones de mercado secundario accionario se realizan a T+ 3.

- Captura de operaciones realizadas en la Bolsa que consiste en la inserción de las características generales de las operaciones realizadas a través de la Bolsa de Valores, en la pantalla de Liquidación de Operaciones del SECAV (Sistema Electrónico de Custodia y Administración de Valores).

- Las Casas de Corredores de Bolsa incorporan la cuenta en la cual depositarán los valores adquiridos a través de la Bolsa. Cada cliente que opera en bolsa debe de abrir una cuenta a su nombre pero bajo administración de la casa de corredores en la CEDEVAL.

- La afectación de las cuentas, es decir, el traslado de los valores transados de la cuenta del vendedor a la del comprador, se efectuará mediante un proceso de Actualización de Traspasos, el cual está a cargo de CEDEVAL. El proceso de liquidación, depende de la liquidación monetaria realizada por la Bolsa de Valores, esto para efectos de garantizar lo denominado *entrega contrapago*.

## C. Marco legal

El sistema legal que sustenta el mercado de valores tiene como núcleo tres leyes:

- **Ley del Mercado de Valores:** Determina los criterios para realizar ofertas públicas de valores,

Diarriamente se realiza una liquidación, con el resultado del neteo entre las operaciones de compras y de venta. La liquidación de los valo-

operación del registro público, intermediación y negociación de valores.

- **Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta:** Establece el marco para la desmaterialización de valores, así como su régimen de registro, derechos y negociación.

- **Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores:** Determina las funciones de la Superintendencia y de su Consejo Directivo. A la Superintendencia le corresponde la fiscalización de: a) las bolsas de valores; b) las casas de corredores de bolsa; c) los almacenes generales de depósito; d) las sociedades especializadas en el depósito y custodia de valores; e) las sociedades clasificadoras de riesgo; f) las instituciones que presten servicios de carácter auxiliar al mercado bursátil y, en general, las demás entidades que en el futuro señalen las leyes. Adicionalmente, inspecciona y vigila a los emisores asentados en el Registro Público Bursátil con relación a las obligaciones que impone la Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y la Ley del Mercado de Valores, así como a los auditores externos asentados en el Registro Público Bursátil de acuerdo a las disposiciones dictadas por su Consejo Directivo.

Otras leyes relacionadas son:

- **Código de Comercio:** Establece el marco de operación de las sociedades de capital, juntas directivas, quiebras, etc.

- **Ley de Bancos:** Determina las condiciones para la emisión de obligaciones por parte de

los bancos, negociación de acciones de bancos, así como su obligación para su inscripción en bolsas de valores.

- **Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones:** Establece el régimen de inversión de las administradoras de fondos de pensiones, en el mercado de valores, así como los límites de inversión que deben mantener.

## D. Principios internacionales de supervisión de los mercados de valores

La existencia de foros internacionales de regulación está contribuyendo de manera decisiva a impulsar la calidad de la regulación en todo el mundo. La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés), una organización no gubernamental que agrupa a las agencias supervisoras de mercados de valores de muchos países, promueve 30 principios para la regulación de los mercados de valores, los cuales buscan proteger a los inversionistas, promover mercados justos, eficientes y transparentes y reducir el riesgo sistémico.

Las medidas orientadas hacia la protección de los inversionistas, pretenden generar confianza, al prevenir y perseguir las actuaciones abusivas, deshonestas o simplemente delictivas. Un elemento esencial en muchas de las medidas que se adoptan en este ámbito es el fomento de la transparencia, mediante la difusión de información relevante para los participantes del mercado. Se busca con ello reducir las

enormes diferencias que se producirían, en la información disponible por distintos tipos de participantes. Asimismo, la regulación prohíbe las prácticas abusivas (uso indebido de la información privilegiada, manipulación de precios, trato discriminatorio de las entidades financieras a sus clientes, etc.) y adoptar medidas para prevenirlas, fijando normas mínimas para los intermediarios y participantes. La eficiencia de los mercados implica el asignar de manera útil los recursos financieros, mediante sus precios; por ejemplo, en un mercado eficiente los precios de las acciones de las compañías cotizadas, actúan como señales indicando a los inversionistas el destino más productivo para su ahorro. De ahí la importancia de que los precios se formen de una manera correcta, para lo cual, además de prevenir y perseguir las prácticas de manipulación, la regulación debe promover la transparencia, esto es, la difusión de información relevante, de las compañías emisoras de valores y de los mercados o sistemas de negociación. El riesgo sistémico se refiere a la posibilidad de que se produzcan quiebras o insolvencias generalizadas entre las entidades financieras y los sistemas de pagos. El elemento clave es la confianza del público y para ello la regulación prevé medidas de cautela de obligatorio cumplimiento para las entidades: Capital mínimo, recursos propios mínimos, coeficientes de liquidez, limitación de riesgos, etc. La supervisión del cumplimiento de las normas de solvencia recibe el nombre de supervisión prudencial. Los objetivos de proteger a los inver-

sionistas, promover mercados eficientes y reducir el riesgo sistémico, se implementan por medio de los treinta principios de supervisión de los mercados de valores los cuales son:

## Principios relativos al regulador

- 1 Las responsabilidades del regulador deben estar claras y objetivamente expresadas.
- 2 El regulador debe ser operativamente independiente y responsable en el ejercicio de sus funciones y poderes.
- 3 El regulador debe tener los poderes adecuados, los recursos apropiados y la capacidad para desempeñar sus funciones y ejercer sus poderes.
- 4 El regulador debe adoptar procedimientos de regulación claros y consistentes.
- 5 El personal del regulador debe observar las más elevadas normas profesionales, incluyendo normas de confidencialidad.

## Principios de autorregulación

- 6 El régimen regulador debe hacer un uso apropiado de las Organizaciones Autorreguladas (SRO, por sus siglas en inglés) que ejercen alguna responsabilidad directa de supervisión en sus respectivas áreas de competencia, en la medida apropiada a la dimensión y la complejidad de los mercados.
- 7 Las SRO deben estar sujetas a la super-

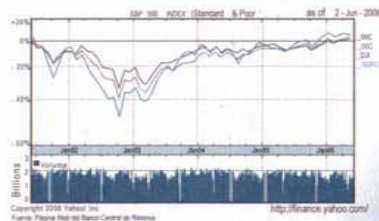
	visión del regulador y observarán normas de justicia y confidencialidad cuando ejerzan poderes y responsabilidades delegadas.		
	Principios para la aplicación de la regulación de valores		
8	El regulador debe tener extensos poderes de inspección, investigación y supervisión.	14	Principios para los emisores Debe realizarse una difusión completa, puntual y exacta de los resultados financieros y de otra información que sea relevante para la toma de decisiones por parte de los inversionistas.
9	El regulador debe tener amplios poderes para la aplicación de la ley.	15	Los accionistas de una sociedad serán tratados de una manera justa y equitativa.
10	El sistema regulador garantizará un uso efectivo y creíble de los poderes de inspección, investigación, supervisión, aplicación de la ley y la implantación de un programa efectivo de cumplimiento.	16	Las normas de contabilidad y auditoría deben ser de una calidad elevada y aceptable a escala internacional.
	Principios de cooperación en la regulación		Principios para las instituciones de inversión colectiva
11	El regulador debe tener autoridad para compartir información tanto pública como no pública con homólogos nacionales y extranjeros.	17	El sistema regulador debe establecer normas para conceder autorizaciones y regular a aquellos que deseen comercializar o gestionar una institución de inversión colectiva.
12	Los reguladores deben establecer mecanismos para compartir la información, que determinen cuándo y cómo compartirán dicha información, tanto pública como no pública, con sus homólogos nacionales y extranjeros.	18	El sistema regulador deberá establecer normas que rijan la forma legal y la estructura de las instituciones de inversión colectiva y la segregación y la protección de los activos de los clientes.
13	El sistema regulador permitirá que se preste asistencia a reguladores extranjeros que tengan que realizar investiga-	19	La regulación exigirá la difusión, según se expone en los principios para los emisores, que sea necesaria para evaluar la idoneidad de una institución de inversión colectiva para un inversionista concreto y el valor de la participación del inversionista en dicha institución.
		20	La regulación asegurará que exista una

- base conveniente y públicamente conocida para la valoración de los activos y la fijación del precio y el rescate de participaciones en una institución de inversión colectiva.
- Principios para los intermediarios del mercado
- 21 La regulación estipulará normas mínimas de entrada para los intermediarios del mercado.
- 22 Se fijarán requisitos de capital mínimo inicial y requerimientos de recursos propios mínimos acordes con los riesgos asumidos de manera continua, así como otros requisitos prudenciales para los intermediarios que actúen en el mercado.
- 23 Los intermediarios del mercado estarán obligados a cumplir unas normas de organización interna y normas de conducta encaminadas a proteger los intereses de los clientes y asegurar una adecuada gestión del riesgo. La Dirección del intermediario deberá ser el principal responsable del cumplimiento de estas normas.
- 24 Existirán procedimientos para los casos de quiebra de un intermediario del mercado con el fin de minimizar los perjuicios y las pérdidas de los inversionistas, así como controlar el riesgo en el sistema.
- Principios relativos a los Mercados Secundarios
- 25 El establecimiento de sistemas de negociación, incluyendo las bolsas de valores, deberá estar sujeto a autorización y supervisión prudencial.
- 26 Existirá una supervisión prudencial constante de las bolsas y los sistemas de negociación con objeto de asegurar la integridad de la negociación mediante normas justas y equitativas que logren un equilibrio adecuado entre las exigencias de los distintos participantes del mercado.
- 27 La regulación debe promover la transparencia en la negociación.
- 28 La regulación estará diseñada para detectar e impedir la manipulación y otras prácticas desleales en la negociación.
- 29 La regulación debe tener por objeto asegurar la debida gestión y control de los grandes riesgos, el riesgo de incumplimiento y la distorsión del mercado.
- 30 Los sistemas de compensación y liquidación estarán sujetos a supervisión prudencial y diseñados de manera que sean justos y eficientes y que reduzcan el riesgo sistémico.

## V. TEMAS RELACIONADOS AL MERCADO DE VALORES.

### A. Índices de mercados de valores.

Gráfico No. 5  
Principales Índices de mercados de la USA.



Todos los días tanto en la televisión como en los periódicos, informan acerca de los resultados de los mercados bursátiles, diciendo si los índices de la bolsa a la que aluden, subieron o bajaron; por ejemplo, si se informa acerca de las bolsas de Estados Unidos, se dirá "el índice Dow Jones, cerró 70 puntos a la alza, mientras que el NASDAQ.<sup>12</sup> aumentó en 30 puntos y el Standard and Poors.<sup>13</sup> (S&P) subió en 50 puntos", por lo tanto, cuando eso sucede se deberá entender que lo que se está comunicando es el cambio de los principales índices del mercado respecto al cierre del día anterior.

12. El Índice compuesto NASDAQ, se compone de las acciones que son listadas en el mercado NASDAQ (Que es un mercado de negociación por vía electrónica) compuesto por más de 3,000 acciones. El peso de cada acción dentro del índice se define por su capitalización del mercado.

Tabla No. 2

Mes	Precio	Índice	Variación Mensual
Enero	15	100.00	0
Febrero	16	106.67	6.67%
Marzo	18	120.00	12.50%
Abril	29	193.33	61.11%
Mayo	30	200.00	3.45%
Junio	20	133.33	-33.33%

Un índice refleja la evolución de los precios de un conjunto de instrumentos financieros a lo largo del tiempo y en general tratan de ser representativos de lo que sucede en un mercado determinado. La diferencia entre unos y otros es el sector del mercado que representan, la fórmula matemática que se utilice para calcularlo, la fecha de referencia o base y los ajustes que se apliquen al mismo (por dividendos o modificaciones en el capital de las compañías que pertenezcan al índice o bien por los intereses que paguen los instrumentos).

A continuación se muestra un ejemplo hipotético: Así un índice puede ser de un único instrumento financiero o bien de una canasta de instrumentos financieros. Para ilustrar la creación de los índices, supongamos que los datos de la tabla 2, representan el precio de fin de mes de una acción, que un inversionista adquirió a finales del mes de enero. Para medir la rentabilidad, se crea un índice donde la

13. El S&P 500 mide el rendimiento de los Mercados Bursátiles de EE.UU. Representa las 500 mejores compañías que son líderes en sus respectivas industrias de la economía norteamericana.

base (Período de inicio) corresponderá al precio inicial (En la tabla corresponde al precio de US\$15), a finales del mes de febrero el valor de la acción es de a finales del mes de febrero el valor de la acción es de US\$16, el índice es calculado por la formula de:

$$\text{Indice} = \frac{\text{Precio}_t}{\text{Precio}_{\text{Base}}} \times 100,$$

en el caso particular

$$\text{Indice} = \frac{16}{15} \times 100 = 106.67,$$

y expresado en el lenguaje del mercado de valores se dirá "El índice de la acción X, en el mes de febrero cerro al alza con 6.67 puntos", de igual manera se calcula el índice para el resto de los meses. La rentabilidad presentada por la acción puede medirse por la variación de los índices (En el caso de la tabla puede utilizarse directamente el precio, pero cuando hay muchas acciones es preferible utilizar los índices para determinar si el mercado esta al alza o a la baja), la rentabilidad viene dada por:

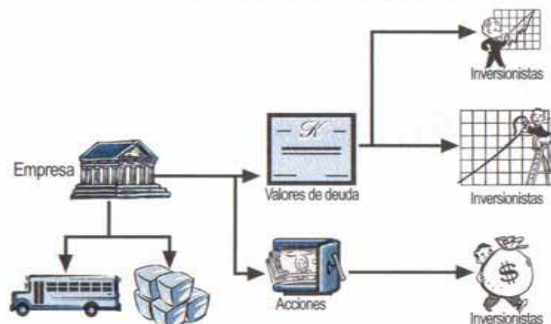
$$\text{Rentabilidad} = \frac{\text{Precio}_t - \text{Precio Base}}{\text{Precio Base}} \times 100,$$

y depende del período que se desee evaluar, por ejemplo si se desea determinar la rentabilidad mensual de la acción del ejemplo, para el mes de febrero correspondió a un 6.67% mensual, mientras que en el mes de junio fue de -33.33% (Rentabilidad = (133-200)/200), si lo que se desea es conocer la rentabilidad ACUMULADA, esta corresponde a 33.33% (Rentabilidad = (133-100)/100). Naturalmente, no tiene mucho sentido la elaboración de índices de precios de un único instrumento financiero, en general los

índices se forman por canastas de valores y existen índices de acciones como del mercado de bonos (Los bonos se denominan como inversiones de Renta fija).

## B. Oferta inicial de acciones.

### Gráfico No. 6 Financiamiento de las empresas



Fuente: Página Web de Banco Central de Reserva

Una oferta inicial de acciones (en inglés IPO que son las siglas de "Initial Public Offering") consiste en la primera venta de acciones por parte de una sociedad anónima.

Una empresa puede financiarse a través de la emisión de títulos de deuda (Bonos, certificados de inversión) o acciones (como se muestra en el Gráfico No.6). Si la empresa nunca ha emitido acciones para el público, la primera vez que lo hace se denomina "Oferta inicial de acciones". Las sociedades anónimas se pueden clasificar en: Privadas: Denominación aplicable a aquellas con unos pocos accionistas y que no realizan una revelación de información sobre la empresa para el público.

**Públicas:** Aquellas cuyas acciones se inscriben en el regulador del mercado de valores, para poder hacer oferta pública, su principal obligación es la revelación de información al mercado, acerca de la empresa. Los beneficios de financiarse a través de una emisión pública pueden resumirse en:

- Por revelar información, la empresa puede conseguir una tasa de descuento más baja.
- La inscripción de las acciones en una bolsa, le dan liquidez a las acciones, lo cual hace más fácil la venta.
- Aumento del prestigio de la empresa debido a que pocas empresas logran llegar a ser empresas con cotización pública.

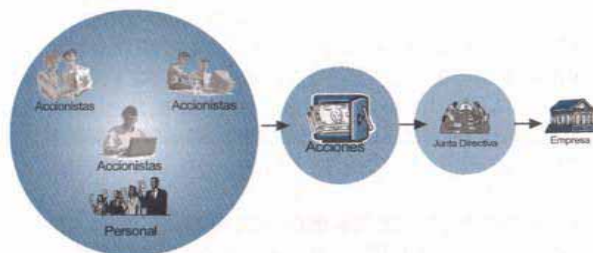
### C. Ofertas públicas de adquisición (OPAS)

Las ofertas públicas pueden ser de venta o de compra, la primera es aplicable al caso en el cual el emisor desea captar recursos del público,



mientras que la segunda que en general se aplica a la compra de acciones, es realizada con el fin de tomar el control de una compañía y que es la que se explica a continuación. Es necesario aclarar que las OPAS, no se encuentran reguladas dentro de la Ley del Mercado de Valores,<sup>14</sup> de 1994, por lo que la exposición aquí realizada únicamente pretende ilustrar sobre el tema y su forma de operar en otros países.

**Gráfico No. 7**  
Proceso de control de las empresas



Cuando una empresa tiene inscritas sus acciones en un mercado secundario, como una bolsa de valores, en principio cualquier persona puede adquirir las acciones.

Las razones por las cuales se compra una acción pueden ser muchas, entre ellas:

1. Realizar una ganancia de capital por cambio en el precio de las acciones.
2. Diversificar un portafolio de inversión.
3. Obtener derechos de decisión sobre la operación empresarial.

<sup>14</sup> La ausencia de regulación obedece al propio desarrollo del mercado, que en 1994 era incipiente, la necesidad de regulación se genera a partir del momento en que los eventos tienen a presentarse en la normal operación del acto regulado.

El tener una acción otorga derechos de voto, los cuales son importantes al momento de elegir a los administradores de la empresa. Entre más derechos de voto se tenga, más influencia puede ejercerse. La separación entre la propiedad de una empresa y la administración genera conflictos de interés debido a que las prioridades de los administradores pueden ser muy diferentes a la de los accionistas. Este punto es tratado en este folleto en el apartado de Gobierno Corporativo. Para tomar el control de una empresa, basta con poseer directa o indirectamente el 51% de las acciones con derecho de voto, así en principio aun cuando cualquier persona puede comprar libremente las acciones de una empresa inscrita en una bolsa, cuando su participación se vuelve significativa, el evento debe revelarse al mercado para que el resto de accionistas se den cuenta del aumento de poder del nuevo accionista significativo.

Comprar el 51% de las acciones implica pagar un premio por el control; si por ejemplo un accionista posee el 51% de las acciones de una empresa, puede venderle su participación a otra persona ajena a la empresa, trasladando el control y aparentemente el vendedor no tendría motivo para consultar a los socios minoritarios. Sin embargo modernamente en un afán de proteger a los accionistas minoritarios se implementa la figura de Oferta Pública de Adquisición, prohibiéndole al mayoritario vender directamente y obligando a cualquier comprador a formular una oferta amplia que no excluya a los accionistas minoritarios y que obliga al anterior accionista mayoritario a compartir el premio por el control.

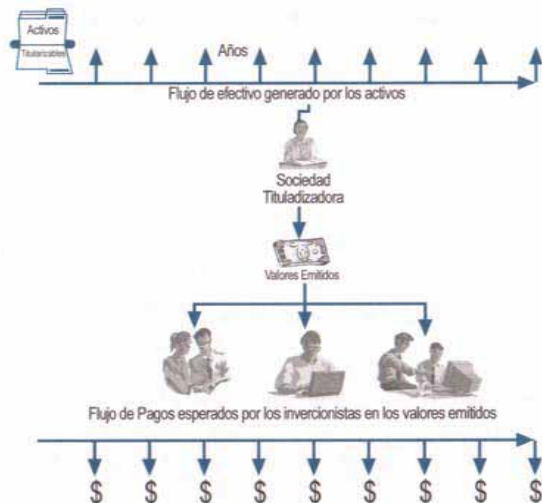
## D. Titularización de activos.

La titularización puede definirse como el proceso mediante el cual los flujos financieros originados por una agrupación predeterminada de activos u operaciones de crédito se combinan para garantizar una emisión de valores negociables atendidos con dichos flujos. Las etapas principales del proceso son:

- Originación: Es el proceso mediante el cual se generan los activos sujetos a la titularización
- Cesión de los activos titularizables.
- Calificación crediticia de los activos.
- Emisión y la colocación de los valores.
- Administración de las operaciones titularizadas.
- Amortización de la emisión, liquidación del vehículo de titularización y cuando corresponda, extracción del remanente por la entidad cedente.

La principal característica de los activos sujetos de titularización, es el ser ilíquidos, es decir la dificultad para el originador de venderlos directamente, así aun cuando generan un flujo, es necesario esperar un plazo de tiempo para realizar el flujo, por la disposición a esperar a la realización de los flujos es que se genera una posibilidad de ganancia para los comparadores de las emisiones. Desde la perspectiva de la entidad cedente, la titularización se constituye un mecanismo de captación de recursos; por ejemplo en el caso de las instituciones financieras el ahorro proviene de la liberación de recursos propios.

**Gráfico No. 8**  
**Titularización de activos**



Un segundo beneficio es la redistribución de riesgos asociados a los activos cedidos, entre los agentes participantes. Estos son traspasados por la entidad cedente y reasignados mediante su adquisición a otros operadores y en última instancia a los inversionistas. Por el lado de los inversionistas suponen una mayor diversificación en la oferta de valores, con diferentes características y grados de sofisticación. En cuanto al tipo de activos que pueden ser sujetos de titularizar, las características ideales son:

- Tener un volumen relevante en cuantía total y número de operaciones que facilite el análisis estadístico del riesgo crediticio del conjunto.

- Ser homogéneos lo cual facilita y abarata el proceso de titularización consecuente. Esta característica supone la necesidad de armonizar otros aspectos específicos como los procedimientos de revisión de los tipos de interés, la penalización por cancelación anticipada, los ratios préstamo/valor, y renta/valor, etc.
- Generar flujos periódicos y predecibles tanto en el pago de intereses como en la devolución del principal.

Por otra parte, como cualquier operación financiera, la titularización tiene riesgos, los que pueden agruparse en tres categorías atendiendo a que provengan de las operaciones crediticias originales, de la transformación realizada o que puedan tener origen en los participantes y colaboradores de la emisión.

Factores de riesgo derivados de los contratos:

- Impago por parte de los prestatarios, riesgo que engloba tanto el pago del principal como de los intereses.
- Mora o retraso en que incurran los prestatarios.
- Opción de cancelación anticipada, la cual se traslada directamente a la dinámica de los flujos que percibirán los inversionistas.

Factores de riesgo procedentes de la transformación de flujos:

- Descalce de flujos, debido a la distinta naturaleza de tipos de activos y pasivos puede haber desajustes en los ingresos previstos, y los pagos de intereses.

- b) Reinversión transitoria de los flujos intermedios: es difícil que los excedentes de tesorería puedan colocarse a un tipo activo equivalente al considerado al diseñar la operación.
- c) Vencimiento de los valores emitidos anterior a la vida media de los préstamos titularizados: tiene lugar cuando se emiten valores destinados a los mercados de dinero respaldados por préstamos de largo plazo.
- d) Riesgo cambiario: la conveniencia de ampliar la base de inversionistas motiva el lanzamiento de valores en monedas diferentes a aquellas en las que los préstamos están concedidos.

A efecto de dar a conocer los riesgos, la calificación crediticia es un aspecto esencial de la titularización: se señala que la traducción de la complejidad del proceso a unas letras o códigos internacionalmente conocidos por los inversores ha contribuido al establecimiento y expansión de estos procesos. De allí que en muchos países se establezca la calificación obligatoria para las emisiones de titularización. Así se establece en las legislaciones de España, Argentina, Colombia y Perú que exigen la calificación de los valores provenientes de procesos de titularización. Para El Salvador, la implementación de la regulación de esta figura financiera (de la titularización), se encuentra en un estado avanzado, por lo que a corto plazo llegará a engrosar las opciones de inversión del mercado de valores.

## E. Gobierno corporativo

Cuando se contrata a una persona, para un trabajo específico, se espera que esta persona lo ejecute, y naturalmente que al final, antes de pagar se verifica que el trabajo llene las especificaciones, cuando se contrata un gerente o bien ejecutivo, lo natural es que esperar que haga su mejor esfuerzo en nombre de los accionistas. Pero si no existe control, nada garantiza que haga su trabajo, este problema se denomina el problema del "Agente y el Principal". Por otra parte, cuando muchas personas son dueñas de un bien, se genera el problema de ¿Cómo decidir que hacer con el bien?, una posible solución, consiste en que la persona que tiene la mayor parte decida, pero no existe nada dada la naturaleza humana, que se garantice que la decisión de esta persona sea lo mejor para el resto de propietarios. La respuesta a ambos problemas es lo que se denomina Gobierno corporativo. El gobierno corporativo consiste en el conjunto de relaciones que se establecen entre los diferentes participantes dentro de una empresa (Los participantes en una empresa son: empleados, accionistas, gerentes o cuerpo ejecutivo), con el fin de garantizar que cada uno reciba lo que es justo, lo cual es crucial para proveer los incentivos adecuados para que se realicen las inversiones necesarias para el desarrollo de la empresa.

La razón para que esto no ocurra en forma automática es la existencia de asimetrías de información y la imposibilidad de implementar

contratos frente a cada una de las posibles eventualidades futuras. Son muchos los aspectos que conforman el gobierno corporativo y condicionan, de una u otra forma, el desempeño de una empresa. Entre los aspectos propios a la empresa se destacan: el sistema de toma de decisiones, la estructura de capital, los mecanismos de compensación a los ejecutivos y los sistemas de monitoreo. Los aspectos exógenos a la empresa son: el sistema legal, el mercado por el control corporativo, el mercado por los servicios gerenciales y el grado de competencia en los mercados de bienes e insumos que enfrenta la empresa.

**Gráfico No. 9**  
**Gobierno Corporativo**



Estas diferentes dimensiones del gobierno corporativo pueden afectar el desempeño y valor de una empresa. Además, un adecuado gobierno corporativo favorece el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico. Por otro lado, las diferentes dimensiones del gobierno corporativo se condicionan entre ellas.

Por ejemplo, una estructura de toma de decisiones dominada por los miembros del directorio tenderá a favorecer un mayor endeudamiento que un sistema dominado por los ejecutivos. En algunos casos la causalidad entre estos aspectos del gobierno corporativo será bidireccional. Por ejemplo, un mayor porcentaje de la propiedad en manos de la administración de la empresa puede mejorar el desempeño de la empresa puesto que alinea los incentivos monetarios de los ejecutivos con los propietarios. Sin embargo, el desempeño económico de la empresa determinará a la larga la estructura de propiedad dominante, en el sentido de que las empresas con estructuras ineficientes tenderán a desaparecer con el paso del tiempo.

Normalmente, el gobierno de la empresa implica establecer algún tipo de prioridad entre los diferentes tenedores de los valores (en inglés: stakeholders). En general, se asigna el control residual sobre los activos de la empresa a los accionistas. Cuando el grado de protección a los inversionistas en la economía es el adecuado y el mercado de capitales se encuentra suficientemente desarrollado la corporación tiende a presentar una estructura dispersa de la propiedad y el control. Esto implica que los accionistas deben delegar su mandato en un grupo de ejecutivos que, en principio, han de velar por los intereses de los accionistas. Debido a la falta de incentivos que tiene el accionista para monitorear el trabajo de sus agentes el desarrollo de esta estructura de propiedad dependerá, en parte, de

que se establezcan mecanismos de control del eventual problema de agencia entre accionistas y ejecutivos. Estos mecanismos pueden ser de dos tipos: mecanismos internos, como la existencia de un directorio, la realización de juntas de accionistas o la implementación de mecanismos de incentivos para los ejecutivos, como "stock options"; o mecanismos externos, como un activo mercado por control o las leyes y regulaciones existentes.

Cuando el grado de protección provisto por los mecanismos tradicionales internos y externos de gobierno corporativo no son suficiente, la respuesta de los accionistas es concentrar la propiedad y el control de la corporación. En estas circunstancias el equilibrio entre los diferentes accionistas se rompe y se producen incentivos para que los accionistas controladores tiendan a expropiar a los demás stakeholders. (Accionistas minoritarios). De entre estos elementos cabe destacar los siguientes. En primer lugar, se reconoce que los accionistas tienen un papel privilegiado respecto a otros stakeholders en cuanto a su derecho sobre el control residual de los activos. En segundo lugar, pero muy relacionado con lo anterior, se establece que los accionistas tienen derechos iguales entre ellos y que debe promoverse toda forma de proporcionarles información suficiente respecto a las decisiones que los ejecutivos o el accionista controlador estén efectuando. Se recomienda también que la adquisición del control corporativo esté reglamentada de forma que sea transparente y se realice en condiciones justas y equitativas.

En tercer lugar, se recomienda establecer mecanismos regulatorios que aseguren que la corporación y sus controladores respetarán los derechos e intereses de los otros stakeholders de la compañía, entregándoles en forma oportuna y adecuada la información relevante. Finalmente, se establecen las principales responsabilidades y derechos de los miembros del directorio de la corporación. En este sentido, los directores deben actuar en forma diligente, asegurándose que las decisiones que se tomen afecten a los diferentes accionistas en la misma forma. Además, los directores deben ser capaces de tener una opinión informada e independiente de la que sostengan los ejecutivos de la empresa.

## F. Fondos de Inversión.



Un fondo de inversión es la inversión colectiva del ahorro de múltiples personas, que se administran por medio de una sociedad gestora de fondos y que los aportes de los inversionistas se denominan participación o cuota. La naturaleza de los activos en que se invierte puede ser variada, desde valores emitidos en bolsa, hasta inversiones inmobiliarias, por lo que para facilitar su evaluación por parte del público, en general se especializan en un segmento por ejemplo: Inversión inmobiliaria. El valor agregado que proporcionan los fondos de inversión se observa en:

- **Diversificación de inversiones y reducción del riesgo no sistemático:** El portafolio de inversión, se encuentra diversificado, en una mayor manera que si cada inversionista gestionara sus ahorros directamente. Además que al ser montos mayores de inversión, las alternativas de inversión aumentan.

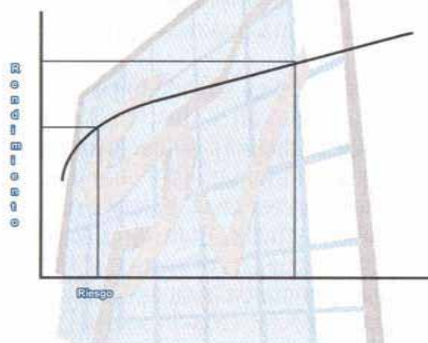
- **Liquidez:** Con alguna diferencias entre cada portafolio, en general los clientes pueden disponer de sus fondos, previa comunicación de la sociedad gestora, con lo cual tienen costos inferiores para volver en dinero sus aportes, que si ellos compraran las inversiones por su cuenta y tuvieran que venderlas cuando requieran dinero. Esta característica depende de los términos en que opera el fondo, aclarándose que no todos permiten a los aportantes disponer de sus fondos en cualquier momento, los cerrados se liquidan hasta el final del fondo.

- **Minimización de costos de administración:** La gestión de un fondo de inversiones, requiere de investigación del mercado, los costos son elevados; sin embargo, cuando la gestión la realiza la administradora los costos se reducen, ya que la investigación le sirve para la cartera en su conjunto, de lo contrario cada inversionista tendría que realizarla directamente.

El riesgo del fondo es soportado por los clientes, los cuales se llevan todos los beneficios o pérdidas que se incurran en las inversiones. Los fondos de inversión pueden ser cerrados o abiertos, en el primer caso, el fondo nace con un monto fijo en activos, bajo el cual se emiten Participaciones que se colocan en el mercado de valores, y el número de ellas es fijo, en este caso al igual que cualquier emisión se divulga un prospecto informativo, si un cliente desea salir del fondo, se debe de vender su participación en el mercado de valores. En el caso de los fondos abiertos, el número de participaciones es variable y no cotizan en bolsa, nuevos clientes pueden ingresar y salir del fondo, para lo cual la gestora emite nuevas participaciones. El rendimiento de los fondos de inversión es variable, dependiendo del valor de los activos que amparan el fondo de inversión. Para El Salvador, la implementación de la regulación de esta figura financiera (fondos de inversión), se encuentra en un estado avanzado, por lo que a corto plazo llegará a engrosar las opciones de inversión del mercado de valores.

## G. Fuente de riesgos en los mercados de valores.

Gráfico No. 11  
Relación entre el riesgo y el rendimiento



### 1. Riesgos de mercado

Los mercados de valores son importantes porque canalizan los fondos de los inversionistas a los emisores, le dan liquidez a los títulos valores, permiten la generación de precios y la valoración del riesgo, transfieren el riesgo a las personas que desean tomarlo y dan transparencia a las operaciones. En el mercado de valores existe la posibilidad para los emisores de valores, de obtener recursos financieros a un costo menor (a través de la emisión de títulos valores de oferta pública) a los costos de un crédito que se adquiere en condiciones normales de una entidad

financiera privada. En contrapartida, los inversionistas deciden en que emisor invertir, evaluando el riesgo involucrado y es una premisa el que a mayor riesgo existe mayor rendimiento. En las operaciones en el mercado de valores, se busca transparencia y optimización en la asignación de recursos mediante el uso de sistemas centralizados de operación. El rendimiento de las inversiones es el premio obtenido por el riesgo tomado al invertir en un título valor, se calcula considerando todos los pagos realizados contra los ingresos percibidos. Los ingresos pueden ser por intereses que pague el título o bien, por la variación del precio, con lo cual se percibe una ganancia de capital. La forma de asignación del riesgo cambia si la inversión se realiza en el sistema bancario o en el mercado de valores. A través del sistema bancario o del mercado de valores, se canalizan los recursos de los demandantes a los oferentes, el cambio entre realizarlo a través de una forma o la otra radica en la transmisión de riesgos, el rendimiento y los vehículos que amparan esa transmisión.

En el sistema bancario, el mecanismo para otorgar fondos son los créditos, y el banco al servir de intermediario asume todos los riesgos asociados a los créditos, entre esos riesgos se tienen: riesgos de crédito, de tasas, de liquidez, etc.; de tal manera que el banco realiza la evaluación y las gestiones de cobro. Para captar dinero el banco lo hace a través de cuentas de ahorro, depósitos a plazo fijo y paga una tasa de interés al depositante, este último desconoce

a quienes se les otorgan los créditos, debido a que el banco es responsable del dinero entregado. En el mercado de valores se elimina al intermediario llamado banco y todos los riesgos son asumidos directamente por los denominados inversionistas, ellos adquieren bonos, acciones u otro tipo de instrumentos financieros, y el retorno de la inversión es variable y se denomina rendimiento, pero al asumir mayor riesgo que el que toma una persona que tenga una cuenta de ahorro, se debe compensar a los inversionistas; por ello, el rendimiento de un título en el mercado de valores, puede ser superior al de un depósito bancario o una cuenta de ahorro.

Para que los inversionistas puedan decidir a quien prestarle dinero a través de bonos y acciones, los demandantes de fondos que se llaman emisores de valores, revelan información a través de prospectos de emisión, lo cual permite a las personas tomar el nivel de riesgo que mejor se adapta a sus necesidades. De tal manera que en el sistema bancario, si un prestamista no paga su crédito, la pérdida la asume el intermediario denominado banco, mientras que en el mercado de valores, la asume el comprador del título emitido; por el contrario cuando se recupera el crédito, el banco únicamente paga lo prometido al ahorrante, y todo valor recibido en exceso se queda en las utilidades del banco, mientras que en el mercado de valores, es el inversionista quien capta todo el beneficio ya sea a través de dividendos, aumentos de precio de su acción,

o por la recuperación del capital más intereses, en el caso de bonos.

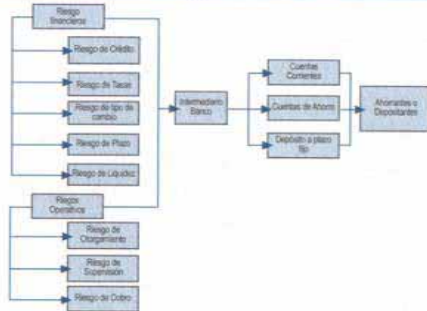
El riesgo por tanto es la posibilidad de sufrir una pérdida ante un evento que pueda darse en el futuro, por ejemplo si tenemos una casa, y ocurre un terremoto, se tiene el riesgo que se destruya la casa y perdamos el activo, pero si el evento no se da no sufrimos la pérdida.

Al igual que todas las actividades están sujetas al riesgo, las inversiones en el mercado de valores, se hallan sujetas a riesgo entre ellos:

- Riesgos de crédito: La posibilidad que un emisor, no pueda pagar sus deudas y por tanto incumpla con el pago de las emisiones.
- Riesgos operativos: El intermediario puede engañar a los clientes y apropiarse de los valores que son de ellos, o bien algún empleado de la casa de corredores lo haga.
- Riesgos sistémicos: El mercado no es ajeno a la economía y si ésta no tiene perspectivas positivas, el mercado tampoco las tendrá.

Sin embargo, al igual que el mercado de valores, el sistema bancario tiene sus propios riesgos, por lo que para dar garantías sobre los depósitos en el sistema bancario se ha creado el Instituto de

Gráfico No. 12  
Transmisión del riesgo en el sistema Bancario.



Garantía y Depósitos (IGD), pero la garantía es limitada, tiene un monto máximo y más allá de este, es el cliente el que asume el riesgo. La existencia de esta garantía es la diferencia entre invertir en el mercado de valores o hacerlo en el sistema bancario; sin embargo, esto se refleja en los intereses que pagan los bancos y los rendimientos que obtienen los inversionistas en el mercado de valores. Por ejemplo, a un cliente que tenga US\$3,000,000.0, el Instituto de Garantía y Depósitos le garantiza US\$7,890, que es el máximo garantizado, por tanto para esta persona tiene casi el mismo riesgo si invierte en un banco que directamente en el mercado de valores. Por el contrario una persona que tiene en su cuenta de ahorro un monto de US\$7,890,

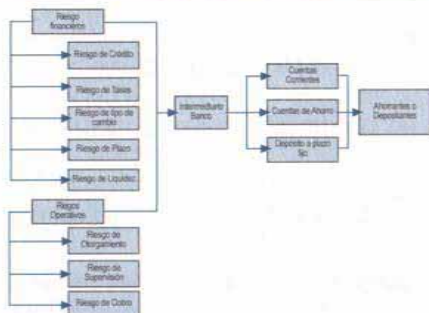
tiene garantizado el 100% de su inversión, esto es aplicable los depósitos realizados en cada banco. Pero debe de recordarse que los riesgos son previsibles, lo que se tiene que hacer es:

- Diversificar la cartera de inversiones, no invertir todo en un solo emisor, así en caso de quiebra de uno de ellos, no se pierde toda la inversión, y se gana con los otros emisores.
- Revisar las garantías con las cuales se emiten los valores que piensa adquirir y las clasificaciones de riesgo que periódicamente se emiten.
- Operar únicamente con intermediarios autorizados y consultar a la Superintendencia cualquier operación sospechosa, o cuando le ofrecen rendimientos por encima de los retornos de mercado.

La quiebra de empresas es un evento normal en el mundo de los negocios, debido a que no todos los proyectos son exitosos. La quiebra de una empresa se produce cuando no tiene dinero para pagar sus deudas y acreedores. Pueden ocurrir dos situaciones:

- Es una quiebra financiera, denominada técnica, debido a que los activos alcanzan para pagar todos los acreedores, pero no son activos fáciles de vender, por lo que realizar el pago tomará un poco de tiempo.

Gráfico No. 13  
Transmisión del riesgo en el mercado de valores.



- El valor de los activos es inferior al de los pasivos, por tanto no es posible cumplir con todas las obligaciones, en tal caso se pagará de acuerdo a los derechos de cada acreedor.

Por tanto el emisor, tiene que pagar de acuerdo al orden de prioridad de los derechos de los acreedores, por ejemplo si la emisión tiene una garantía específica (créditos, terrenos, inmuebles) debidamente inscrita, se usan esos activos para pagar la emisión.

Si no existe una garantía específica, se deberá esperar a que un juez nombre un liquidador quien pagará en la medida de lo posible, contra todos los que tienen derecho a los activos. Si sobra algo será para los accionistas preferentes y si se alcanza a pagarles a ellos, lo que reste será para los accionistas comunes.

## 2. Bancarrota corporativa

¿Qué pasa cuando una empresa pública quiebra? ¿Quién protege los intereses de los inversionistas? ¿Los valores tienen algún valor? Esperamos que esta información responda estas y otras interrogantes frecuentes sobre el proceso lento y muchas veces incierto de quiebra de una empresa. ¿A quién se le paga primero en un caso de una quiebra de empresa?

- **Acreedores con garantía específica debidamente inscrita:** A menudo un banco y algunas emisiones de valores.

- **Acreedores no asegurados** — como empleados, bancos, proveedores, y tenedores de bonos.

- **Accionistas** — los dueños de empresa. Se paga primero a los inversionistas que corren menor riesgo. Por ejemplo, los acreedores asegurados se arriesgan menos porque el crédito que extienden, por lo general, está respaldado por una garantía secundaria como, por ejemplo, una hipoteca u otros activos de la empresa. Ellos saben que se les pagará primero si la empresa se declara en bancarrota.

Existe mayor probabilidad que los tenedores de bonos recuperen sus pérdidas que los accionistas porque los bonos representan la deuda de la empresa y ésta ha aceptado pagar intereses a los tenedores de bonos y devolverles su capital. Los accionistas son los dueños de la empresa, y corren mayor riesgo. Podrían ganar más si a la empresa le va bien, pero podrían perder dinero si sucede lo contrario. Los dueños son los últimos en recibir dinero si

la empresa fracasa. Las leyes de bancarrota determinan el orden del pago.

¿Cuál es el rol de la Superintendencia de Valores, en el caso de una quiebra de un emisor de valores? Por lo general, el rol de la Superintendencia de Valores es limitado. Sin embargo, la Superintendencia de Valores:

- Revisará el informe de divulgación para determinar si la empresa está comunicando a los inversionistas y acreedores la información importante que necesitan saber; y
- Colaborará con los inversionistas para entregarles la información necesaria para que tomen sus decisiones.

¿Qué pasará con la acción o bono?

Durante bancarrota, los tenedores de bonos dejarán de percibir intereses y pagos de capital, y los accionistas, dividendos. Si usted es tenedor de bonos, es posible que reciba nuevas acciones a cambio de sus bonos, bonos nuevos o una combinación de acciones y bonos. Si es accionista, es probable que el administrador fiduciario le pida que devuelva sus acciones a cambio de una participación en la empresa reorganizada. La nueva participación puede ser más pequeña en número y puede valer menos. El sistema judicial puede determinar que los accionistas no reciban nada debido a que el deudor no es solvente. (La solvencia del deudor queda determinada por la diferencia entre el valor de sus activos y sus pasivos) Si los pasivos son mayores que los activos, sus acciones tal vez no valgan nada.

¿Tiene algún valor la acción o bono?

Por lo general, las acciones de la empresa que quiebra no valen nada y usted pierde el dinero invertido. Si es tenedor de bono, podría recibir únicamente una fracción de su valor nominal. Dependerá de la cantidad de activos disponibles para la distribución y de cuál es la posición de su deuda en la lista de prioridades mencionada en la primera página. Si su bono está asegurado con una garantía secundaria, su pago dependerá en gran parte del valor de su garantía secundaria.

## H. Derechos y responsabilidades de los inversionistas en el mercado de valores

Como inversor, tiene usted derecho a:

- Obtener toda la información que precise para poder tomar una decisión sobre sus inversiones y para realizar un adecuado seguimiento de las mismas
- Acceder a la información pública de las entidades registradas y de las sociedades emisoras.
- Saber qué información deben proporcionarle las entidades intermediarias, bien por imperativo legal o a petición del cliente.
- Operar con firmas autorizadas y solventes.
- Que la entidad intermediaria disponga de personal cualificado para asesorarle y proporcionarle toda la información que precise.
- Obtener una compensación si sus inversiones se ven afectadas por problemas que no sean imputables a la normal evolución de los mercados.

Sin embargo, usted es el principal interesado en la buena marcha de sus inversiones, por lo que debe asumir ciertas responsabilidades entre ellas:

- Solicitar un asesoramiento adecuado antes de realizar la inversión.
- Realizar un seguimiento activo de la evolución de sus inversiones:
- Solicitar aclaraciones siempre que le surja cualquier duda, y pedir documentación adicional si le parece conveniente.

Recuerde **INFORMARSE ES SU RESPONSABILIDAD** y la de la Superintendencia de Valores que usted disponga de dicha información.

## I. Advertencia.

De acuerdo a la Ley del Mercado de Valores, los informes que las entidades fiscalizadas y vigiladas presentan a la Superintendencia de Valores deben ser veraces y estar completos. Deben presentar los hechos que los inversionistas consideran importantes al tomar decisiones para comprar, retener, o vender un valor. Sin embargo, la Superintendencia de Valores no puede garantizar la exactitud de los informes que presentan las empresas. Algunas empresas deshonestas violan la ley y presentan informes falsos incurriendo en responsabilidad penal que debe ser reclamada por las instancias correspondientes mediante denuncia de los inversionistas.

## VI. CONCLUSIÓN

Se agradece al lector por haber dedicado un tiempo para la lectura y el estudio de este documento, que ha sido elaborado por esta Superintendencia, con la finalidad de proporcionar de una manera detallada datos importantes sobre como funciona el mercado de valores en El Salvador, e iniciar dando los primeros pasos en la enseñanza de temas relacionados al ambiente bursátil. La Superintendencia de Valores, espera que este conocimiento adquirido sea transmitido a través de usted a futuras generaciones, plasmando en ellas la importancia del conocimiento del mercado de valores, los entes que intervienen y su funcionamiento. Es de recalcar que el documento no cubre todos los temas o áreas relacionadas al mercado de valores, no obstante, es una guía general de cómo funciona el sistema financiero y particularmente, el mercado de valores: de esta manera la Superintendencia de Valores, se pone a la disposición de todos aquellos interesados en ampliar sus conocimiento sobre tema. Les invitamos a visitar nuestra pagina web:, visitarnos en la 1° Calle Poniente y 7° Avenida Norte, antiguo edificio del Banco Central de Reserva, tercera planta, San Salvador, o llamarnos al Teléfono 2281-8900, 2281-8912, 2 281-8920 y 2281-8905, con gusto los atenderemos.

## VII. GLOSARIO.

**ADMINISTRADOR DEL ACTIVO TITULARIZADO:** Puede ser el propio originador o un tercero independiente de los demás participantes. Administra la cartera, operando como agente de cobro del producto de los activos. Provee al vehículo y a los tenedores de títulos de informes sobre el estado de los activos, rendición periódica de cuentas acerca de los flujos percibidos y transferidos hacia los inversionistas; actúa sobre los morosos persiguiendo el cobro de sus deudas. La información que provee el administrador permite al vehículo titularizador controlar el cumplimiento de las cláusulas del contrato de emisión. Para evaluar su capacidad y el riesgo de confiarle el manejo de los fondos, deben analizarse la experiencia, el sistema de administración que utilizará y el de cobro con el cual recaudará el producto de los activos.

**ANOTACION EN CUENTA:** Sistema que facilita la transferencia de la propiedad de los valores en forma electrónica. Los valores se transfieren entre las cuentas de los participantes sin la necesidad del movimiento físico de éstos, ante el Emisor o el Agente de Registro y Transferencia.

**CLASIFICACION DE RIESGO:** Es la evaluación cuantitativa y cualitativa sobre la capacidad de pago del emisor para hacer frente a sus obligaciones según los términos y condiciones pactadas; incluyendo además su capacidad para poder afrontar eventuales problemas". Esa así

como este instrumento debe ser utilizado por todo inversionista como uno de los elementos en el proceso de toma de decisiones de la inversión

**COLOCACION:** Es el proceso mediante el cual se venden valores a través de una oferta pública, quedando a disposición del público que tenga intenciones de adquirirlos.

**CUSTODIA DE UN VALOR:** Es cuando se da un valor a una tercera persona la cual se responsabiliza de guardar con cuidado y de vigilar el valor y permitir posteriormente su recuperación con determinados efectos legales. El servicio de Custodia de valores debe cubrir las siguientes necesidades: Custodia de documentos y que Garantizar que el documento custodiado se mantiene a lo largo del tiempo (corto, medio y largo plazo).

**DERECHOS DE UN ACCIONISTA:** Son de dos tipos, los políticos y los económicos, en los primeros comprenden: Seleccionar la administración de la sociedad, el auditor externo, aprobación de estados financieros; los derechos económicos incluyen la participación en los dividendos que se declaren, participación en el remanente de capital que resulte de la liquidación de la sociedad, etc.

**DERIVADOS:** Un derivado es un instrumento financiero cuyo valor está basado en el precio de uno o más activos subyacentes.

El activo subyacente puede ser un instrumento financiero (una acción o un bono) u otro tipo de activos (Café, petróleo, etc.), los flujos futuros del derivado son determinados por el precio futuro del activo subyacente.

**DIRECTORES:** Cuerpo directivo de una sociedad anónima, incluye la Junta general de directores y la planta principal de ejecutivos.

**FIDEICOMISO:** Es el dejar a cargo una porción de las propiedades de una persona en las manos y administración de un fideicomisario (o tercera persona) para protegerlos. Esta herramienta pueden ser utilizado para: Reducir impuestos sobre sucesiones, evitar impuestos a ganancias de capital, reducir el impuesto a los ingresos. Transferir la propiedad a los beneficiarios a través del tiempo. Control de la gerencia y distribución de los activos. En El Salvador únicamente las instituciones de crédito pueden prestar el servicio de entidad fiduciaria.

**FLUJOS INTERMEDIOS:** Flujos recuperados de los activos titularizados y que exceden los pagos de los valores emitidos para financiarlos.

**LETES:** Su significado es Letras del Tesoro, son valores emitidos por El Estado de El Salvador a través del Ministerio de Hacienda, empleando como agente colocado al Banco Central de Reserva, para financiar parte del presupuesto, son valores de corto plazo respaldado y garantizados por El Estado.

**LIQUIDEZ:** Es la facilidad con que un activo puede convertirse en dinero. Los activos comprenden el efectivo, que es perfectamente líquido, y otros que resultan gradualmente menos líquidos: divisas, valores, depósitos a corto y largo plazo, cuentas de resultado acreedor, bienes de consumo duraderos, bienes de capital, metales preciosos, obras de arte, etc. El grado de liquidez de cada uno de estos activos se mide por la facilidad de convertirlo en dinero efectivo.

**ORIGINADOR (ENTIDAD CEDENTE):** Es el acreedor inicial de los activos que serán transmitidos o servirán de garantía a la titularización.

**PRECIO DE MERCADO DE VALOR:** Es el precio de un título expresado en porcentaje con respecto al precio facial o nominal de un valor, el cual está determinado por la oferta y demanda del título y por las expectativas de rendimiento de los inversionistas.

**RENDIMIENTO:** Es el porcentaje de ganancia que alguien hace, o quizás obtenga de su inversión, con respecto al monto invertido y sus flujos futuros descontados y proviene de las variaciones de precio del instrumento o por los pagos que dicho valor realice al tenedor.

**RESGUARDO DE UN VALOR:** En El Salvador un resguardo es un documento emitido por un custodio autorizado (bancos u otros facultados

por la ley) en el que hace constar que determinados valores físicos se encuentran bajo su cuidado, por lo cual quedan temporalmente inmovilizados dichos valores. En el caso internacional el resguardo es un documento emitido por un depositario autorizado.

**RIESGO DE UN VALOR:** Riesgo es lo que asume el inversionista, ya que no sabe si ganará o perderá, pero conoce teóricamente la probabilidad que obtendrá un beneficio. La medida habitual del riesgo es la varianza, pero es necesario medir el riesgo en cuánto estamos dispuestos a perder como máximo en una inversión, el riesgo puede ser por plazo, tasas, de crédito, etc.

**RIESGO NO SISTEMICO:** Es el asociado al quehacer de la empresa individual. Es evidente que el fracaso empresarial es el resultado de un complejo económico en el que interaccionan múltiples factores, tanto de carácter interno como externo a la propia empresa; los mercados financieros, la estructura cambiante de los mercados productivos, las estrategias empresariales, el mercado laboral o la política económica de la administración entre otros muchos. Todo ello convierte en ardua y complicada la tarea de evaluar la dinámica que experimentará una empresa a mediano y largo plazo. De esta forma se deben identificar y analizar aquellos factores determinantes de la insolvencia y del fracaso de las decisiones financieras, mejorando y proponiendo nuevos

sistemas de información que permitan detectar con suficiente antelación situaciones específicas de riesgo.

**TASA DE INTERES FIJA:** Es una tasa de interés que no variará en un plazo determinado, generalmente los instrumentos de deuda la incorporan y sirve para establecer los flujos de efectivo que se espera generen dichos instrumentos.

**TASA DE INTERES VARIABLE:** Es la tasa que ofrecen los valores representativos de deuda que es reajutable mientras dure la emisión, este reajuste puede ser mensual, trimestral, semestre, anual, etc., todo dependerá de las necesidades y estudios del emisor.

**VALOR NOMINAL O FACIAL:** Es el valor que aparece impreso en el valor, en el caso de las sociedades de capital este se determina por el Capital social de la compañía dividido entre el número de acciones en circulación.

**VALORES DE DEUDA:** Son valores que han sido emitidos por los emisores, los cuales están respaldados por flujos futuros originados por activos de deuda y/o avales concedidos por otras empresas o bancos. Los activos que respaldan las emisiones generalmente se reflejan en los estados financieros de los emisores los cuales pueden ser créditos hipotecarios, letras de cambio, etc.



VEHÍCULO DE TITULARIZACIÓN, EMISOR (ISSUER): Con el objeto de aislar los activos y obtener los efectos de la titularización, los activos son transmitidos como venta, cesión o endoso a un vehículo o conductor. Se trata de una denominación neutra que se da a la categoría o especie jurídica del sujeto utilizado para aislar el activo del originador a fin de evitar el riesgo empresarial. El vehículo se ubica entre el originador y el inversor, de manera independiente o relacionada al originador que adquiere los activos de éste o los titulariza. Según sea la estructura del negocio o del originador, habrá casos donde la entidad titularizadora existirá primero y buscará una cartera de activos que adquirir, mientras que en otros, el originador tendrá definida la cartera y buscará o contribuirá a crear una entidad titularizadora. Los vehículos que se utilizan dependen de las posibilidades que brinda cada sistema jurídico nacional. Así, en los Estados Unidos los activos son transmitidos a un fiduciario o a una sociedad de quiebra remota o titularizadora de objeto especial, creadas con el propósito exclusivo de servir de vehículo titularizador. El vehículo recibe los activos a titularizar o bien emite los títulos o certificados respaldados por dichos activos.

**Fe de errata:**

Sustitúyase el gráfico contenido en la página 35, por el que se presenta a continuación:





**SUPERINTENDENCIA  
DE VALORES**

## Visión

Lograr el cumplimiento de los principios internacionales de regulación de los mercados de valores para promover el desarrollo del mercado de capitales nacional.

## Misión

Facilitar el desarrollo ordenado y transparente del mercado de valores a través de la supervisión efectiva y divulgación oportuna, para propiciar confianza en los inversionistas.

Superintendencia de Valores  
1ª Calle Poniente, 7ª Avenida Norte, Antiguo Edificio BCR  
Tel.: (503) 2281-8900 • Fax: (503) 2221-3404  
E-mail: [info@superval.gob.sv](mailto:info@superval.gob.sv)  
<http://www.superval.gob.sv>

