

Richard A. Epstein<sup>(\*)</sup>

# Los peligros de la “protección al inversionista” en los mercados de valores<sup>(\*\*)</sup>

## 1. Introducción: Tiempos Problemáticos

El propósito de este pequeño artículo es tomar un poco de distancia respecto de las actuales controversias para preguntarse lo siguiente: ¿Cuál es la forma adecuada de entender el impacto de la regulación nacional sobre los mercados de valores internacionales? Cualquier análisis serio debe tomar en cuenta la estructura básica de la regulación del mercado de valores. Debe lidiar también con recientes innovaciones tal como la Ley Sarbanes-Oxley<sup>(1)</sup>.

Este análisis no se desarrolla en el vacío. Es, más bien, otro acto en el extendido conflicto entre dos puntos de vista. El primero es aquel de los individuos que sostienen una orientación general liberal clásica. Este acercamiento parte de una presunción inicial de temer, y no admitir, una regulación estatal de los mercados financieros bajo el simple principio de que los incentivos privados de lucro y ganancias harán un mejor trabajo en detectar el fraude y otras formas de malos manejos que aquellos mecanismos basados en la regulación estatal, que requieren medidas estándares costosas -por ejemplo, declaraciones de registros- para proporcionar respuestas profilácticas al fraude. Del otro lado de esta división yacen los individuos que piensan que los actores de los mercados privados son mucho más limitados en su capacidad de detectar y contener el fraude. De acuerdo con este punto de vista, se necesitan extensas formas de regulación, incluyendo mecanismos de estandarización y control, incluso para transacciones que involucran sólo a partes sofisticadas y, más aún, para proteger al inversionista pequeño de varias formas de abuso. Desde luego, en este terreno, no

---

(\*) Profesor con la distinción James Parker Hall de la Facultad de Derecho de la Universidad de Chicago, Profesor de la Facultad de Derecho de la Universidad de Nueva York. Miembro con la distinción *Peter and Kirsten Bedford* de *The Hoover Institution*. Mi agradecimiento a Jeana M. Bisnar, de la promoción 2010 de la Facultad de Derecho de la Universidad de Nueva York, por su hábil e instantánea asistencia en investigación.

(\*\*) Publicado originalmente bajo el título de *The dangers of 'investor protection' in securities market*. En: *Texas Review of Law & Politics*. Volúmen. 12, Número. 2, 2008. La traducción del presente texto, con autorización expresa del autor, fue realizada por Pedro Tomatis Souverbielle, miembro del Consejo Editorial de Derecho PUCP, Revista de la Facultad de Derecho de la PUCP, bajo la supervisión de Mario Zúñiga Palomino, abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú y Miembro de la Asociación Civil IUS ET VERITAS. Se han añadido notas del traductor para procurar establecer y/o enriquecer algunos pasajes del trabajo traducido, las cuales serán identificadas con la abreviatura (NT).

(1) *Sarbanes-Oxley Act of 2002*, Public Law. 107-204, 116 Stat. 745. 2002. (codificada en secciones dispersas del 11, 15, 18, 28 y 29 del *United States Code - USC*)

necesitamos entrar en el mayor debate respecto a si debe o no permitirse la transacción de valores en el mercado de capitales. La única pregunta es la naturaleza y la extensión de la regulación requerida para combatir el fraude y otras prácticas engañosas.

Muchos de estos grandes sistemas reguladores deben ser replanteados con el surgimiento de los mercados globales, que indudablemente modifica la relación entre inversionistas sofisticados y no sofisticados. Si algún sistema de regulación antifraude tiene sentido, entonces deberíamos esperar atraer capital e inversionistas extranjeros a los Estados Unidos, pues los inversionistas sofisticados del mundo entero ansían confianza en la probidad de los mercados de capital. Pero si aquella presunción sobre extensos, o nuevos, niveles de regulación resulta ser equivocada, los inversionistas extranjeros deberían reducir sus colocaciones en los Estados Unidos, en vista de las distorsiones creadas por la regulación. La dirección de los flujos de capital debería darnos una idea del beneficio neto que representa un “paquete” de regulación, aun cuando no nos permitirá decidir cuáles reformas o prácticas particulares son deseables y cuáles no.

Para preparar el escenario, permítanme primero tratar con algunos de los errores conceptuales más comunes respecto a la regulación, de los cuales es posible identificar cuatro. El primero trata de las tasas de depreciación no declaradas de la regulación. El segundo se enfoca en la supuesta inelasticidad de la respuesta a la regulación. El tercero trata de la infravaloración de los efectos de la regulación futura. El cuarto trata sobre las consecuencias indirectas de la regulación. Una vez hecho esto, hablaré sobre las consecuencias legales que se derivan, tanto para el Derecho Administrativo como para el Derecho Constitucional, de estos errores conceptuales: una fuerte deferencia hacia los actores estatales, lo cual acelera la tasa de regulación directa y, con ello, el nivel de fuga de capital del mercado nacional de valores públicos. Posteriormente, evaluaré cómo se aplica esta estructura en dos situaciones concretas: el diseño básico de las normas del mercado de valores y el surgimiento de los directores independientes. Finalmente, la última sección explica por qué el impacto

cumulativo de estas reformas ha sido reducir el atractivo de los mercados de valores de Estados Unidos en la escena mundial.

## **2. Errores comunes sobre la regulación**

### **2.1. Depreciación regulatoria**

La primera de las desventajas asociadas a la intervención regulatoria es el de la “depreciación oculta”. La regulación, especialmente la buena regulación, puede ser considerada como una especie de “activo social”. Su valor es determinado como el de cualquier otro activo. ¿Cuál es el valor del sistema cuando es inicialmente puesto en marcha? ¿Y cuál es su tasa de depreciación (u, ocasionalmente, apreciación) en el tiempo? Hay algunas regulaciones que tienen altos valores iniciales y bajas tasas de depreciación, incluso inexistentes. Mi ejemplo favorito es el de la Ley de Fraudes, que data de 1677<sup>(2)</sup>(NT<sup>1</sup>) y mantiene su valor para las transacciones sobre bienes inmuebles hasta la fecha. La razón de esta impresionante durabilidad es que esta Ley solo requiere algunas formalidades simples -instrumentos escritos firmados por la parte a ser imputada- cuyo valor “incrementa” a medida que los acuerdos subyacentes se vuelven más valiosos y más complejos. Dicho de otro modo, la Ley de Fraudes retiene su poder porque ofrece un conjunto simple de precauciones intuitivas que facilitan, y no frustran, las transacciones voluntarias. Otros sistemas regulatorios, desde luego, tienen ambiciones más intervencionistas, por lo que son más propensos a depreciarse a una tasa muy alta. Desafortunadamente, y de forma contraria a lo que sucede con el mercado, la regulación no tiene la importante ventaja de la “autocorrección descentralizada”. Para dar

(2) *Statute of Frauds* del año 1677. 29 Car. II, c.3.

(NT1) La Ley de Fraudes fue promulgada por el Parlamento inglés, aunque fue recogida por varios Estados de los Estados Unidos de América y actualmente permanece vigente en muchos de ellos con diferentes enmiendas.

## Richard A. Epstein

sólo un ejemplo: la reciente Ley de Telecomunicaciones de 1996<sup>(3)</sup> fue justificada bajo la presunción de que la telefonía fija sería permanentemente una industria con grandes operadores dominantes, de tal manera que la regulación de los portadores de servicios de telecomunicaciones locales era la clave para romper su ventaja en la “última milla” de la comunicación. Pues bien, lo siento, pero tal presunción era equivocada. La mejoría de los teléfonos celulares, el surgimiento de la telefonía VOIP y mil otras innovaciones, grandes y pequeñas, han hecho que esta estructura sea obsoleta. Hoy en día, las líneas fijas se están reduciendo tanto en números absolutos como respecto del porcentaje total de líneas. Sin embargo, doce años más tarde, no hay ninguna certeza de que el Congreso aprobará la siguiente generación de controles regulatorios, dados los nuevos grupos de interés que han emergido. La regulación del mercado de valores no es inmune a la referida “tasa de depreciación”, dadas las grandes y constantes transformaciones que tienen lugar en las tecnologías y modalidades de intercambio.

### **2.2. Respuestas inelásticas de los privados hacia la regulación**

Un segundo error cometido a menudo por los modernos defensores de la regulación es asumir que la mayoría de los mercados privados están marcados por una fuerte inelasticidad de demanda. En otras palabras, se asume que independientemente de la regulación que se imponga sobre determinada actividad, los privados seguirán realizándola. Un ejemplo bastante familiar es el de la típica defensa del salario mínimo: si determinada empresa paga a sus trabajadores un salario de 7 dólares por hora y lo aumentase a 9 dólares por hora, entonces, pagaría a sus trabajadores un extra de dos dólares la hora. La suma total del salario es un ejercicio matemático simple. Entonces, si todos los otros factores permanecen invariables, tenemos que si había 100 obreros antes del aumento de salario, habrá 100 obreros después de él, de tal manera que los salarios totales se incrementarían en 200 dólares. Pocas personas cuestionarían esta proposición en su forma matemática, por lo que se asume implícitamente que el salario mínimo “favorece” o “protege” a todos los trabajadores. Como consecuencia de ello, el regulador, orientado “por los dictados de su conciencia”, no se preocupa del hecho de que los empleadores podrían reducir el número de trabajadores

empleados a consecuencia del aumento salarial ordenado.

Al proceder de tal forma, el regulador comete el fatal error de asumir que pequeños (o tal vez no tan pequeños) cambios en la regulación no tienen efecto sobre las decisiones privadas. Una forma de expresar este punto sería hacer la pregunta de si habría algún cambio en los niveles de empleo si el nivel del salario mínimo se fija en un centavo por encima del salario prevaleciente en el mercado. La respuesta obvia es ¿quién despediría a un trabajador para ahorrar un centavo? Pero, ¿qué hay del segundo centavo y del tercero? Dicho esto, parece claro que un aumento de US\$2.00 sí tendrá algunas consecuencias, incluso si es simplemente la suma de 200 incrementos de un centavo. Si ello es así, entonces surge la siguiente pregunta: ¿Cómo puede ser relevante la totalidad de estos aumentos si cada componente de ellos no lo es? No es esta, en realidad, la cuestión que debe preocuparnos.

Lo relevante del ejemplo es que, al aumentar el precio, la cantidad demandada baja. Cualquier función de demanda es continua y monótonamente decreciente, aun cuando no sea lineal. Cada aumento de precio, ya sea obligatorio o voluntario, afectará negativamente la cantidad demandada. Sin embargo, de ello no se desprende que por aumentos infinitesimales de precio, habrá un manifiesto decrecimiento en la cantidad demandada. Lo que sí se puede afirmar con total certeza es que siempre hay una probabilidad positiva, aunque sea muy pequeña, de que cualquier aumento de precio producirá una reducción en la cantidad demandada. A medida que los intervalos se agranden, los resultados se vuelven más evidentes. Y, gracias a la ciencia política, podemos saber que nadie asumirá un

(3) *Telecommunications Act of 1996*, Public. Law. Número 104-404, 110 Stat. 56 (codificada como modificaciones dispersas en las secciones del 47 del U.S.C)

costo político (la impopularidad ganada ante los afectados por la regulación) para hacer cambios insignificantes. Entonces, debemos observar los cambios en la oferta en un escenario que corresponda al mundo real. Y los mismos argumentos se aplican a los cambios en las cantidades ofrecidas como función del precio. No hay intervalos “seguros” donde la regulación puede operar para proveer protección en una dimensión -por ejemplo, en el precio- sin generar riesgos en otra, por ejemplo, en la cantidad demandada. Y lo que sucede con los cambios monetarios se aplica con igual fuerza a las cargas regulatorias, que siempre se traducen en algún equivalente monetario. Por ello, la única cuestión que debe preocuparnos es la extensión de la regulación, nunca su mera existencia.

Por lo tanto, el regulador ingenuo, que diseña normas legales bajo la premisa inicial de que la regulación tiene una respuesta inelástica, siempre va a optar por sistemas de regulación más intrusivos de lo que, a la larga, será sostenible en la práctica. Por el contrario, cualquiera que parta de la premisa opuesta -es decir, que los individuos y las empresas están siempre en una pendiente, nunca en terreno plano- será más cauteloso al diseñar sistemas regulatorios, a causa del permanente miedo de que las partes reguladas reaccionen en formas que puedan mermar los objetivos de la regulación. La cantidad demandada de cualquier bien se ve reducida a medida que el precio sube y la regulación es un tipo de “precio” que hay que pagar por el bien. En este punto los argumentos son iguales a los discutidos en el caso del salario mínimo. Las magnitudes sí importan en la regulación. Regulaciones moderadas no generarán demasiada diferencia. Sistemas de regulación extensos e intrusivos sí. Cuidado con cualquier argumento que diga que un pequeño cambio simplemente no hace “ninguna diferencia”.

### **2.3. Regulación adicional anticipada**

Una tercera advertencia debe ser hecha también con especial énfasis respecto de los nuevos regímenes tributarios y regulatorios. El impacto de una regulación menor o poco intrusiva debe considerarse no sólo en un sentido estático, sino también en un sentido dinámico. Un pequeño nuevo impuesto o regulación generará una respuesta modesta sólo si las partes reguladas están confiadas de que la severidad del impuesto o de la regulación no aumentará con el tiempo. Pero en un mundo con pocas garantías constitucionales en contra de la regulación o la tributación, esa presunción simplificadora probablemente sería errada. En particular, los sujetos regulados que deben hacer inversiones recuperables en el

largo plazo estarán siempre temerosos de que el Estado “meta sus narices” en sus negocios o proyectos. Antes de la promulgación de una nueva regulación, el marco regulatorio aparece como una constante. Pero una vez que la regulación está instaurada, la dinámica política cambia. Para lograr su aprobación, los reguladores aseguran a la gente que los reguladores -que siempre actúan bajo el dictado de sus conciencias- la mantendrán tan moderada que no hay nada que temer. Sin ofrecer alguna garantía firme de ello, desde luego.

La segunda etapa tendrá lugar casi inmediatamente. Una vez que la regulación está instaurada, el argumento cambia. Cualquier promesa hecha en relación a mantener la regulación lo menos intrusiva posible, es olvidada. Se recurre frecuentemente al argumento según el cual un cambio en las circunstancias requiere una intervención más agresiva de la regulación. Al mismo tiempo, se dice que la aprobación inicial de la regulación despeja, en principio, toda duda en cuanto a su razonabilidad, o cuando es relevante, a su constitucionalidad. La única cuestión es la severidad o grado, o el tipo de decisión que se debe dejar a los cuerpos políticos y no judiciales. El resultado es que la etapa inicial de regulación (o de tributación) se usa para establecer una agenda, luego de lo cual los incrementos de regulación son más fáciles de implementar. La estrategia política es llegar a un régimen de intensa regulación o alta tributación en dos etapas en vez de una. Y si las partes reguladas (o tributadas) perciben que esta estrategia de dos etapas tendrá lugar, su proceder en el período inicial reflejará su incertidumbre sobre la futura acción gubernamental. Cuando se trata de regulación, por lo tanto, a menudo las discusiones suelen ser postergadas a un segundo momento. La resistencia a la regulación inicial (como su apoyo) reflejará tanto la alta probabilidad de que se promulgue regulación más intrusiva y

## Richard A. Epstein

detallada, así como la (menos probable) posibilidad de que la regulación sea derogada. La “batalla de la regulación” será más intensa de lo que uno podría suponer, así como la magnitud de su efecto. No hay secretos en un mundo en el cual una segunda ola de regulación puede seguir a la primera. El regulador que pasa por alto estas tendencias y, por tanto, asume que las partes reguladas tienen sólo horizontes de corto plazo, subestimarán sistemáticamente la velocidad en que el capital se mueve sobre los límites jurisdiccionales tanto en Estados Unidos como internacionalmente.

### 2.4. Consecuencias directas e indirectas

Un cuarto error común en los reguladores es asumir que las consecuencias indirectas de la regulación son menores y, por lo tanto, pueden ser ignoradas. Sin embargo, si lo que sostengo respecto a las respuestas elásticas a la regulación es correcto, entonces, las consecuencias indirectas probablemente minen los esfuerzos de los reguladores para confinar las respuestas privadas a un espectro reducido. Acá la observación simple es esta: la regulación ciertamente influenciará la oferta y demanda de los bienes y servicios regulados. Pero, además, ejercerá una poderosa influencia sobre la oferta y la demanda de todos los complementos y sustitutos de los bienes o actividades reguladas. Estos efectos cascada se sumaran rápidamente, llevando con ellos el potencial de instalar regímenes comerciales alternativos que escapen a la regulación. Es posible, también, que allí donde las substituciones son difíciles de lograr, las regulaciones pueda estropear otras actividades fuertemente dependientes de la vitalidad del sector regulado. Si forzáramos a toda actividad financiera fuera de los Estados Unidos, los grandes bancos de inversión podrían seguir a sus clientes al extranjero. Sin embargo, muchos empleados locales y propietarios de bienes raíces tendrán menos opciones y, por tanto, serán inevitablemente atrapados en una fuerte corriente de caída.

La razón de estas diversas respuestas no es difícil de apreciar. Piense, en primer lugar, en el sistema actual como uno que está en relativo equilibrio. Pensemos, ahora, cómo se adaptarán los sujetos regulados si un regulador agregara una (o más) fuerte restricción u obligación al sistema. La simple verdad es que cuanto más intensa sea la restricción más extensas serán las distorsiones para las partes reguladas y los que hacen negocios con ellos. Cualquier énfasis sobre estas consecuencias indirectas

ayuda a legitimizar un régimen de *laissez-faire*. Demasiado a menudo los reguladores escuchan a las personas que reclaman protección especial debido a las “distorsiones” que generan las fuerzas del mercado, frecuentemente atribuida a sujetos que tienen menos influencia política que ellas. Las pocas víctimas generadas por las innovaciones de mercado son fáciles de ver cuando se trata de empleados despedidos de empresas que se van a la quiebra porque resultaron perdiendo en el juego de la competencia. Pero los cientos de ganadores generados por estas mismas innovaciones, que gracias a la regulación podrían desincentivarse, no pueden salir al frente para defender sus intereses ante los órganos políticos. Las personas visibles perjudicadas por la “ruin competencia” pueden fácilmente obtener concesiones especiales de los legisladores, que retardan los cambios tecnológicos o comerciales o les conceden algunos paquetes especiales de compensación a los que han sido desplazados por dichos cambios. Tomar en cuenta sólo la posición de los perdedores visibles -por ejemplo, el empresario que es desalojado en ejecución de una hipoteca- nos conduce inevitablemente por el camino errado. Al final, esta respuesta podría influenciar negativamente la buena voluntad de inversionistas extranjeros para colocar su capital en mercados americanos. Demasiado a menudo, la falta de buena voluntad o la incapacidad de tomar en cuenta estos efectos indirectos lleva a una sobre regulación sistemática.

### 3. Pagando los platos rotos: deferencia con el regulador de “buena fe”

Los cuatro errores que acabo de delinear tienen importantes consecuencias para la forma en que el Derecho estadounidense opera, tanto en el ámbito interno como en el ámbito internacional. En un mundo en el que las desventajas de la regulación son

constantemente subestimadas, es fácil defender la proposición de que, como regla general, a los reguladores que actúan de buena fe se les debe dar el beneficio de la duda. Esa simple proposición se manifiesta en innumerables formas en nuestro sistema legal actual. A nivel constitucional, tiende a neutralizar toda objeción a la regulación en base al tradicional argumento de que interfieren indebidamente con la libertad y la propiedad. Al final, por lo tanto, reguladores federales y estatales tienen carta blanca para decidir si dicha interferencia es justificada. A nivel administrativo, la proposición comentada puede fácilmente llegar a ser una extrema deferencia hacia las agencias administrativas, tal como lo establece el precedente del caso *Chevron U.S.A. Inc. v. Natural Resource Defense Council, Inc.*<sup>(4)</sup>, según el cual la supuesta pericia y neutralidad de las agencias administrativas no debería ser atacada por las Cortes, que no pueden comprender la complejidad de los asuntos en cuestión.

Esta combinación de dos “golpes” ha tenido una poderosa influencia en el Derecho estadounidense, tanto así que es virtualmente imposible montar una objeción exitosa contra cualquier esquema regulatorio importante, no importa cuán perversos y anticompetitivos sean sus efectos. Las mismas Cortes que usualmente hacen un buen trabajo determinando qué prácticas comerciales son anticompetitivas según el Derecho de Libre Competencia, no son capaces de utilizar las mismas herramientas analíticas cuando se trata de regulación administrativa. La mayoría de los jueces son conscientes ahora de los efectos anticompetitivos que pueden tener algunas decisiones judiciales que prohíben o sancionan ciertas conductas empresariales supuestamente en aras de proteger la competencia<sup>(5)</sup>. Pero cuando se ponen el uniforme de constitucionalistas no son capaces, o no están dispuestos a atacar del mismo modo esquemas regulatorios que en la

práctica, y muy comúnmente, se traducen en grotescos sistemas de cartelización<sup>(6)</sup>.

Al adoptar esta postura condescendiente con la regulación, el Derecho Constitucional moderno ignora uno de los más importantes postulados de Frederic Bastiat. Según Bastiat, el gobierno es un instrumento que permite a las personas meter su mano en el bolsillo de su vecino<sup>(7)</sup>. Eso pasa demasiado a menudo, pero en realidad una razón, tal vez “la” razón por la cual necesitamos un Estado, es que la mutua renuncia a la fuerza privada, que no puede conseguirse únicamente mediante acuerdos voluntarios, crea genuinas eficiencias de Pareto<sup>(8)</sup>, aun luego de tomar en cuenta los impuestos que se requerirían para hacer funcionar dicho sistema. Dada la existencia evidente de por lo menos algunas mejoras de Pareto, la labor del regulador es determinar si el nuevo régimen legal ha generado una ola a la cual pueden subirse “todos los barcos” o si simplemente algunos barcos han salido a flote a costa de otros. Si notamos demasiados desequilibrios y algunos barcos están en peligro de zozobrar, ciertos ajustes podrían ser necesarios para restablecer un equilibrio más razonable.

Tanto la premisa de un Derecho Constitucional basado en la “razonabilidad” como la regla de “deferencia con el regulador” del caso *Chevron* tienen ahora una interpretación más agresiva. Los apasionados defensores de la

(4) *Chevron U.S.A. Inc. v. Natural Res. Def. Council, Inc.*, 467 U.S. 837, 1984. Se resuelve que cuando el texto de una determinada regulación no es claro, las Cortes deben permitir a dicha agencia que interprete razonablemente la regulación.

(5) Véase, por ejemplo, *Weyerhaeuser Co. v. Ross-Simmons*, 127 S. Ct. 1069, 2007; *Matsushita Twombly*, 127 S. Ct. 1955, 2007.

(6) Véase, por ejemplo, *Parker v. Brown*, 317 U.S. 341, 1943. Se establece que la restricción del comercio o la monopolización resultante de una acción gubernamental válida no vulnera el Derecho de la Libre Competencia, a diferencia de una restricción privada al comercio.

(7) BASTIAT, Frederic. *The State*. En: *Selected Essays on Political Economy* 140, 144, 1964. (*The state is the great fictitious entity by which everyone seeks to live at the expense of everyone else*).

(8) Una mejora de Pareto se produce cuando un aspecto de un determinado sistema mejora sin que se dañe o reduzca otro aspecto del mismo sistema.

Richard A. Epstein

intervención gubernamental han hecho que la (no merecida) presunción de buena fe sea casi irrefutable. Las Cortes están demasiado inclinadas a asumir que la regulación beneficia a todos los barcos por igual o que, en cualquier caso, que no importa si los beneficia o no. Pero hay una lamentable relación proporcional entre el nivel de revisión judicial y la calidad de la regulación. Mientras menos examinen las Cortes la forma en que la regulación se elabora, más probable será que los legisladores aprueben “regulación partidaria”<sup>(NT2)</sup>. Cuando el gato sale, los ratones se divierten.

#### 4. Regulación de los mercados de valores y la Ley Sarbanes-Oxley

¿Cómo interactúan entonces las limitaciones de la regulación antes descritas con la regulación de los mercados de valores vigente? Es necesario aquí relevar dos puntos: el primero se refiere a la tasa de depreciación de la regulación vigente con anterioridad a la última ola de reformas; el segundo, tiene relación con los peligros asociados a la “innovación regulatoria”.

##### 4.1. ¡Abajo con el pequeño inversionista!

En relación al primer punto, es preciso preguntarnos (aunque para algunos pueda parecer una herejía): ¿para qué necesitamos a la *Securities Exchange Commission*<sup>(NT3)</sup> (en adelante, la “SEC”)? En términos generales, en 1932, poco antes de que se cree la SEC, el mercado tenía un gran cantidad de pequeños *traders*, y existía la duda concreta sobre si podían ser engañados o defraudados con ventas subvaluadas<sup>(NT4)</sup> y muchas otras manipulaciones del mercado para las cuales la regulación directa podía proveer un antídoto útil<sup>(9)</sup>. Pero asumamos que el sistema tenía sentido en el momento en que se estableció. ¿Existe alguna razón para pensar que no es completamente obsoleto hoy en día? No haré referencia

aquí a aquellas prácticas fraudulentas burdas y antiguas, como el mandar varios poderes y reportes por correo, para hablar sobre la cuestión más fundamental de cuándo funciona la regulación y cuándo no.

La premisa clave es esta: ningún sistema unitario de regulación funciona bien con respecto a comunidades heterogéneas que realizan actividades comerciales entre sí. Dicho de otra manera, cuanto más variada es la población regulada, menos efectivo será recurrir a un modelo de “talla única”. El argumento ciertamente aplica a los mercados de capitales en los que todos pueden participar. Hay, sin duda, “tontos” por un lado y “genios” por el otro. Uno no puede crear un juego de reglas uniformes que funcione para todo el mundo y la única forma en que uno puede evitar esto es, básicamente, adoptando una nueva política que reduzca el ámbito de competencia de la SEC. “¡Al diablo con el pequeño inversionista!”, para parafrasear al señor Vanderbilt<sup>(10)</sup>. Saneada y actualizada, lo que esa propuesta comunica al público lego es que deben dejar que otros inviertan en su nombre, ya sea a través de un fondos mutuos, un representante financiero o cualquier otra cooperativa que elijan. Sabiendo que estas opciones están disponibles en abundancia, la SEC elaborará sus reglas, no para los inversionistas no sofisticados, sino sólo para los “tigres”, porque cualquiera puede contratar a un tigre. En este punto particular todos los jugadores profesionales -los *Fidelitys* y los

(NT2) Por “regulación partidaria” (*faction ridden regulation* en el original) el autor se refiere a regulación promovida por grupos de interés, que favorece a determinadas empresas o industrias en perjuicio de otras empresas o de los consumidores.

(NT3) Se trata de la agencia independiente del gobierno de los Estados Unidos que se encarga de regular el mercado de valores y asegurar que la normativa pertinente se cumpla.

(NT4) El autor usa el término *wash sales* en el original, refiriéndose a la práctica consistente en la venta de valores con pérdidas, con la finalidad de utilizarlas para compensar ganancias obtenidas y disminuir el impuesto a la renta por pagar. Los valores eran recomprados luego a precios similares con la esperanza de que incrementen su valor.

(9) Véase, por ejemplo, *Banking Act of 1993*, Pub. L. No. 73-65, 48 Stat. 162; Jonathan Z. Cohen, Comment, *The Mellon Bank Order: An Unjustifiable Expansion of Banking Powers*, 8 ADMIN. L.J. AM. U., 335, 335, 1994. Se critica la expansión de la regulación implementada en respuesta a la gran depresión.

(10) BINYON, Michael. En: *The Right Kind of Lines on the Track*. *The Times* (Londres), 27 de mayo de 2006, p. 12.

*Smith Barney*s- pueden estar sujetos a un orden explícito de obligaciones fiduciarias que por contrato protejan a los inversionistas no sofisticados de varias formas de abuso. Una vez hecho esto, la SEC opera bajo principios afines a la NASCAR<sup>(NT5)</sup>, en cuanto supervisa sólo a conductores profesionales. Una habilidad uniforme permite una mayor velocidad en las transacciones de cambio y de manejo. Evidentemente, lo que corresponde es una reorientación fundamental de toda la SEC.

#### 4.2. Directores independientes

Los errores de diseño institucional tratan no solo con asuntos grandes sino también con temas más pequeños pero aun así críticos. Uno de los rumores que se escuchaba en la última década era que un Directorio sólido requiere una cuota alta de directores independientes<sup>(11)</sup>. ¿Pero cuál es el origen de esta afirmación? Una vez más, no todos los Directorios son iguales, así que la única predicción teórica que podemos hacer es esta: directorios diferentes necesitan diferentes mezclas de directores internos y externos. La respuesta “correcta” en cualquier caso dependerá de un orden de factores. ¿Cuáles son las competencias esenciales de los participantes en el Gobierno Corporativo de una empresa? ¿Cuántos directores independientes están disponibles? ¿Qué tipo de retos tiene una empresa?, y así sucesivamente. Por lo tanto, no siempre tener más directores independientes es lo mejor para una empresa. Lo difícil para el regulador, entonces, es hacerse esta pregunta: ¿qué información tiene el congreso o la SEC o, para tal caso, cualquier órgano especializado, sobre el “mix” de directores adecuado para una firma en particular? El hecho de que tengamos respuestas distintas en cada empresa no significa que algunas se queden atrás de otras. Es solo una prueba más de los riesgos asociados a seguir cualquier método de “talla única”. Dejemos que aquellos que asumirán las consecuencias de los errores hagan las elecciones.

Desafortunadamente, el régimen regulatorio actual empuja hacia la dirección opuesta. Desde el momento en que los directores independientes son considerados como “salvadores”, estarán sujetos a deberes adicionales que probablemente desincentiven a las personas más competentes de participar en directorios<sup>(12)</sup>. Por tanto, la regulación hace más difícil reclutar a directores independientes. Sus deberes son tan onerosos que pierden su independencia. Este cambio, por lo tanto, no cuenta como una mejora, sino como un ejemplo más de las consecuencias no deseadas de la regulación.

La explicación a la imposición de la regla de directores independientes es fácil de identificar. La situación política era propicia para la aprobación de la Ley Sarbanes-Oxley, pues la administración Bush estaba bajo fuerte presión política de “hacer algo” con respecto a los escándalos corporativos, tales como Enron y WorldCom, que ocurrieron pocos años atrás<sup>(13)</sup>. Así, su decisión de corto plazo es explicada en consideraciones políticas relevantes a la entonces próxima elección de 2002, sin ninguna consideración real de las implicancias a largo plazo sobre la estructura de los mercados de capital. Fiel a su forma, la regulación es defendida en parte por su prudencia, pero produce más respuestas problemáticas de las que muchos habían anticipado.

Una vez establecidas las reglas legales, las partes privadas se encuentran con que

(NT5) NASCAR significa *National Association for Stock Car Auto Racing*. Es una muy conocida carrera de autos en los Estados Unidos.

(11) Véase: *Sarbanes-Oxley Act* § 301. Se crean requisitos de independencia para miembros de los comités auditores de las compañías públicas.

(12) Véase, por ejemplo, *Sarbanes-Oxley Act* § 305 (codificada como modificaciones en secciones dispersas del 15 del U.S.C.) (Tribunales y Penalidades para Funcionarios y Directores); *Id.* en § 1105. Autoridad de la comisión que prohíbe a las personas de servir como funcionarios o directores.

(13) WOOLLEY, Scott. *Feel-Good Justice*. En: *Forbes*. 23 de junio de 2003, p. 52.

Richard A. Epstein

tienen que desarrollar controles internos y prácticas que son percibidas como necesarias para lidiar con la responsabilidad civil y quizá hasta penal. Puedo recordar conversaciones en algunos directorios donde los niveles de ansiedad eran tan altos, que las personas se preocupaban de si podían guardar sus propias notas escritas a mano sin peligro de incurrir en algún riesgo adicional de responsabilidad.

## 5. Las consecuencias predecibles

La incertidumbre relativa a las normas legales tiene, desde luego, ramificaciones en el mercado internacional. Los costos directos del cumplimiento con la regulación son altos, pero estos no son los únicos costos a asumir. Compañías o firmas que se preocupan constantemente de un potencial litigio civil o penal desarrollan posturas defensivas. Sus directorios están menos interesadas en la innovación y más interesadas en el cumplimiento de la regulación. Ese cambio de objetivos no pasa desapercibido por las compañías que tienen opciones de colocarse en el extranjero. Es así como los mercados de capital americanos pierden de dos maneras. Algunas empresas deciden que es mejor deslistar sus acciones de las bolsas americanas que pagar los costos de cumplir con la regulación. Otros deciden que no harán ninguna operación en los Estados Unidos. Y otros deciden que prefieren mantener su capital como privado para evitar la tensión. Aun otros deciden evitar o retrasar listar sus acciones en el mercado de valores por la misma razón.

¿Qué es lo que está pasando? Durante muchos años, Estados Unidos tuvo una gran reputación de “el hogar de los mercados de capital”. En parte, esto se explicaba en su entorno por lo general libre de corrupción. En parte, se explicaba también en las debilidades que existían en mercados extranjeros. Hay poco que pueda hacer Estados Unidos para impedir las mejoras de regulación o la sofisticación financiera de sus competidores foráneos, pero hay mucho que puede hacer para lidiar con la situación dentro de sus fronteras. Y difícilmente ayuda la situación para los foráneos, el dudar

si los Estados Unidos ofrece un ambiente regulatorio hospitalario, solo para descubrir que sería prudente considerar el riesgo soberano como una cuestión seria. Y una vez que los inversionistas extranjeros anticipan el riesgo soberano, una respuesta racional sería que ellos diversifiquen sus posesiones lejos del riesgo soberano, de manera que puedan poner en oposición un riesgo soberano contra otro. Solo esa percepción es suficiente para que los mercados de capital de Estados Unidos pierdan su posición dominante<sup>(14)</sup>. Estas pérdidas intangibles de reputación son difíciles de revertir, especialmente cuando otras naciones proveen servicios comparables a los nuestros.

El temor a la regulación de este modo induce otras formas de comportamiento. Si las ofertas públicas llevan riesgos serios, entonces las compañías buscarán maneras de minimizar esos riesgos. Una respuesta es interponer nuevas entidades entre el público y la nueva oferta. Así, las firmas que se especializan en hacer ofertas privadas a fondos de pensiones y a grandes compañías de seguro adoptarán precisamente esta estrategia. La nueva forma de acercarse es hacer tratos con entidades grandes que representan a muchos individuos<sup>(15)</sup>, sin tratar con los individuos en sí. En efecto, el modelo privado implementa el acercamiento que la SEC debería tener hacia el añorado “pequeño inversionista”.

Las consecuencias de este cambio son difíciles de evaluar. Tal vez esta estrategia, que desdeña las ofertas públicas, sería preferida en cualquier entorno regulatorio. Pero hay alguna razón para pensar que este

(14) Véase: FRENKEL, Michael, Alexander KARMANN y Bert CHOLTENS (editores). *Sovereign Risk and Financial Crises*. Singer Publishing, 2004. (Se discute la diversificación como una respuesta al riesgo soberano).

(15) Véase: MEISNER NIELSEN, Kasper. *Institutional Investors and Private Equity*. 12 Oxford Review of Finance 185, 2008. Se discute el alto grado de inversión en el Mercado de acciones privado por los fondos especulativos y otros inversionistas institucionales.

no es el caso. Después de todo, las ofertas públicas fueron alguna vez más comunes de lo que son hoy en día<sup>(16)</sup>. Algunas pérdidas de eficiencia se producen cuando el cambio es inducido por la regulación y no por las fuerzas del mercado. De seguro la diversificación puede seguir teniendo lugar en al menos algunos casos, pero ahora dos niveles de entidades se requieren para obtener este resultado en vez de una. El cambio entonces crea más fricción intrínseca y reduce el nivel de revelación pública de información y, en consecuencia, del conocimiento público. No pretendemos afirmar que los mercados de acciones ordinarias públicas sin regulación siempre tendrán un mejor desempeño que los mercados de acciones ordinarias privadas. Pero en el momento en que la regulación cambie los costos relativos de hacer negocios, habrá consecuencias colaterales. *Koch Industries Inc.* se apoderara de *Georgia Pacific Corp.* y no al revés, de modo tal que ahora

tenemos a una compañía privada con un estimado de US\$90 mil millones de ventas anuales que no publica sus Estados Financieros<sup>(17)</sup>.

¿Pero qué pasa si las firmas no pueden esconderse? Algunas -es difícil decir cuántas- buscarán protección en otro lado. ¿Dónde? Tal vez en Hong Kong, Londres u otros lugares que no tengan nuestro sistema regulatorio<sup>(18)</sup>. Puede que estos países no tengan nuestra estructura constitucional pero, qué valor tiene esto cuando el grado de protección que Estados Unidos concede a los derechos de propiedad esta tan diluido que estos siempre estarán sujetos a riesgos políticos. Nuestra estructura constitucional débil no nos proporciona ninguna ventaja comparativa respecto de la competencia internacional entre sistemas regulatorios.

El enfoque institucional que debe adaptarse, entonces, es claro. Debemos tratar la “protección del inversionista” como un arma de doble filo, y tratar de evitar su mayor crecimiento. De una vez por todas debemos acabar con el mito de que más regulación significa más protección. La gran mayoría de las veces, menos es más.

(16) BESS, Allyce. *Bakers Footwear Makes Imprint on NASDAQ Its First St. Louis-Area IPO in Two Years*. En: *St. Louis Post-Dispatch*, 6 de febrero de 2004, en C1.

(17) Koch Industries, <http://www.kochind.com/default.asp> (visitada el 20 de mayo de 2008).

(18) Véase: *Committee on capital markets regulation, interim report of the committee on capital markets regulation*, 2006, disponible en: [www.capmksreg.org/pdfs/11.30Committee\\_Interim\\_ReportREV2.pdf](http://www.capmksreg.org/pdfs/11.30Committee_Interim_ReportREV2.pdf); McKinsey & Company. *Sustaining New York's and the us' global financial services leadership*. 2007. Disponible en: [www.senate.gov/~schumer/SchumerWebsite/pressroom/special\\_reports/2007/NY\\_REPORT%20\\_FINAL.pdf](http://www.senate.gov/~schumer/SchumerWebsite/pressroom/special_reports/2007/NY_REPORT%20_FINAL.pdf). (discutiendo el cambio en la actividad de inversión de los Estados Unidos a mercados extranjeros).