

Algunas ideas acerca de la autorregulación bursátil

Jose A. Delmar(*) (**)
Abogado.

1 Introducción.

Efectuar un análisis de la autorregulación dentro del ámbito del mercado de valores⁽¹⁾ supone, como veremos adelante, tomar una posición respecto de algunos conceptos básicos (no todos jurídicos) vinculados con esta materia. Por ello empezaremos el presente artículo desarrollando algunas ideas acerca del mercado de valores y las funciones que éste desempeña dentro de un escenario económico caracterizado, entre otras cosas, por un proceso de globalización⁽²⁾ creciente. Dichas funciones nos permitirán comprender luego la importancia de las bolsas de valores así como el papel que desarrollan en tal contexto.

Posteriormente analizaremos la necesidad de regular el mercado de valores y, al hacerlo, haremos énfasis en el análisis de los objetivos de tal regulación. A fin de construir una justificación teórica, nos alejaremos, en esta primera aproximación, del análisis dogmático y recurriremos a un análisis funcional, desde la perspectiva del análisis económico del Derecho.

Luego de haber justificado la necesidad de contar con una regulación para el mercado de valores, abordaremos el tema de la autorregulación, siempre desde la perspectiva de análisis enunciada. Finalmente, a modo de conclusión, haremos algunos comentarios acerca de aquellos requisitos que deben ser tomados en cuenta a fin de promover una adecuada utilización de procedimientos autorregulatorios.

2 Los mercados de valores.

Entender el concepto, función y dinamismo del mercado de valores, de manera aislada al sistema financiero, parece poco apropiado. Y es que debe recordarse que el sistema financiero se encuentra constituido por el conjunto de instituciones, mercados, activos y técnicas a través de los cuales se canaliza eficientemente el ahorro hacia la inversión⁽³⁾. Esta definición, aunque general, nos provee de una idea bastante aproximada de la importancia macro económica de los temas involucrados en el presente análisis y, sobre todo,

(*) El presente artículo recoge, con ciertas modificaciones, parte de un informe preparado por el autor a solicitud de un cliente de la firma en la que trabaja. El autor desea expresar su sincero agradecimiento al Dr. Federico Oviedo, gerente legal de la Bolsa de Valores de Lima, por su confianza y su permanente desafío intelectual.

(**) A la memoria de mi amigo José Manuel Calle y a mi alma gemela, de quienes he aprendido que el azar no existe.

(1) Desde hace varios años, la autorregulación viene también siendo estudiada desde la perspectiva del derecho de la publicidad.

(2) Para un mayor desarrollo acerca del significado que tiene esta expresión en el ámbito financiero, puede consultarse la primera parte del trabajo de LANGUETIN, Pierre. *Introduction: Transformation of the Banking and Financial Environment*. En: *International Banking: Innovations and New Policies*. New York: St. Martin's Press, 1988.

(3) En este sentido, CACHÓN BLANCO, José Enrique. *Derecho del Mercado de Valores*. Tomo I. Dykinson, 1992. p.13. También en esa línea, ZUNZUNEGUI, Fernando. *Derecho del Mercado Financiero*. Madrid: Marcial Pons Editores, 1997. p.16. Puede consultarse una definición alternativa (que no compartimos por cuanto se limita a contemplar sólo uno de sus aspectos) en ACOSTA ROMERO, Miguel. *Derecho Bancario, Panorama del Sistema Financiero Mexicano*. México D.F.: Porrúa, 1978. pp.442 y ss.

del gran número de actores y la complejidad de los escenarios en los cuales éstos han de desarrollar su actividad.

Siguiendo a Cachón Blanco, podemos afirmar que el sistema financiero se encuentra formado por instituciones financieras, mercados financieros y activos financieros. De los conceptos indicados, nos interesa destacar el de mercados financieros, el cual es definido por el citado autor como el “conjunto de fuerzas de oferta y demanda de ahorro e inversión así como los mecanismos que permiten la canalización del ahorro hacia la inversión y la obtención de un equilibrio entre ellas⁽⁴⁾”.

El mercado financiero se divide, a su vez, en mercado crediticio y mercado de valores en sentido amplio. Este último concepto, precisamente el de nuestro interés, es definido como aquél que incluye las relaciones de crédito y financiamiento entre una entidad demandante de financiación y un número elevado de ahorristas a través de unos valores negociables de carácter homogéneo y fungible.

Dentro del mercado de valores en sentido amplio encontramos, finalmente, al mercado monetario (emisión y negociación de activos financieros a corto plazo) y el mercado de valores en sentido estricto (emisión y negociación de valores negociables de financiación a mediano y largo plazo, así como aquellos otros valores negociables que atribuyen derechos de participación en el capital social de una entidad o derechos de suscripción, y de adquisición y venta de los valores anteriores u otros instrumentos financieros basados en los mismos)⁽⁵⁾.

Del concepto de mercado de valores expuesto, pueden colegirse algunas de las funciones que el mismo desempeña al interior de un sistema económico. Entre éstas, cabe destacar⁽⁶⁾:

a) Canalizar directamente el ahorro hacia usos más valiosos.

b) Proporcionar liquidez a los activos negociados.

c) Facilitar la eficaz reasignación de los riesgos.

Algunas otras funciones del mercado de valores son menos obvias, aunque resultan igualmente importantes. Así, el mercado de valores puede ser utilizado como una herramienta de política económica a fin de procurar la repatriación de capitales y la captación de inversión extranjera.

Todas estas funciones, atribuidas al mercado de valores en general, serán adecuadamente materializadas en la medida que existan mecanismos que faciliten la ordenada, transparente y segura negociación de los activos financieros objeto de oferta y demanda. Es aquí donde las bolsas de valores juegan un importante papel y, por lo tanto, es respecto de ellas que debemos centrar nuestro análisis.

3 La bolsa de valores.

3.1 Funciones.

Entre las múltiples funciones que pueden competir a una bolsa de valores moderna, y en adición a las indicadas de modo general para el mercado de valores, deben destacarse las siguientes:

- Reducir los costos de búsqueda (en pureza, evita la duplicidad de los mismos).

- (4) CACHÓN BLANCO, José Enrique. Op.cit.; p.14. Al respecto, y entre nosotros, cabe consultar a TOLA NOSIGLIA, José. *El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú, Teoría General, Aplicación Práctica y Aspectos Especiales*. Lima, 1994 pp.20-22. En su libro, Tola Nosiglia reconoce la existencia de un concepto general de sistema financiero, sin embargo no le da la amplitud que al mismo concepto otorga Cachón Blanco. Asimismo, Tola Nosiglia utiliza un concepto mucho más restringido de “mercado financiero”. Para él, el “mercado financiero” es aquél en el que se negocian activos de mediano y largo plazo y que, consecuentemente, forma parte del “mercado de capitales”. Un concepto amplio de “mercado financiero” puede ser encontrado en la literatura anglosajona. En este sentido, puede consultarse a manera de ejemplo, HARAF, William S. y KUSHMEIDER, Rose Marie (editores). *Restructuring Banking & Financial Services in America*. Washington D.C.: American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1988 y HOUTHAKKER, Hendrik S. y WILLIAMSON, Peter J. *The Economics of Financial Markets*, 1995.
- (5) CACHÓN BLANCO, José Enrique. Op.cit.; p.15. Por su parte, Tola Nosiglia define al mercado de valores como un “mercado especializado (...) en el cual se realizan operaciones de carácter monetario o financiero, expresadas en valores mobiliarios que se constituyen para los emisores, en fuente de financiamiento destinada a la producción de bienes y servicios”. Op.cit.; pp.21-22.
- (6) Al respecto, consúltese, entre otros, QUINTERO RAMOS, Angel M. *El Mercado de Valores*. Editorial Universitaria Universidad de Puerto Rico, 1963. pp.17 y ss.; HARAF, William S. y KUSHMEIDER, Rose Marie (editores). Op.cit.; p.1; CACHÓN BLANCO, José Enrique. Op.cit.; p.17; ÁLVAREZ SOBERANIS, Jaime. *Impacto de la Internacionalización y la Globalización en la Regulación Jurídica del Mercado de Valores*. En: *Revista de Derecho Económico Actual*. No.42, setiembre- diciembre 1992. pp.704 y ss.

- Reducir los costos de transacción⁽⁷⁾.

Hemos considerado importante destacar estas funciones por cuanto, como veremos luego, ellas nos ayudarán a comprender la finalidad que debe perseguir toda regulación (ya sea que ésta provenga del Estado o ya sea que ésta sea efectuada por organismos con facultad autorregulatoria) de los mercados de valores.

3.2 Sistemas.

Consideramos conveniente examinar ahora los modelos de bolsa existentes. En este sentido, suele ser común distinguir entre dos modelos de organización; a saber:

a) El modelo anglosajón: en el cual las bolsas son asociaciones privadas caracterizadas por la libre asociación de sus miembros y la libertad de funcionamiento (amplias facultades autorregulatorias).

b) El modelo latino (también denominado latino-francés): en el cual las bolsas son instituciones públicas creadas por iniciativa de los poderes públicos o, en el caso que se formen por iniciativa privada, requieren de una autorización administrativa⁽⁸⁾.

La incidencia práctica de resaltar la diferencia entre ambas estructuras o sistemas de bolsa, cuyas fronteras cada vez son más tenues, es que nos permite advertir con claridad que mientras en el primer modelo (anglosajón) la intervención

pública sólo se presenta en un momento posterior a su creación -en atención a la especial relevancia de estas instituciones para la economía-, en el segundo modelo (latino-francés), en todo momento se contaría con una organización y regulación proveniente del Estado.

4 ¿Es necesario regular el mercado de valores (y las bolsas en particular)?

En el caso que la respuesta a la pregunta planteada como título sea afirmativa, deberemos considerar resolver la siguiente interrogante: ¿Cómo debe efectuarse dicha regulación? o desde otra perspectiva, ¿quién debe efectuar tal regulación y por qué?

4.1 Algunas notas acerca de los fundamentos de la regulación del mercado de valores.

Según señala Freixas⁽⁹⁾, una regulación se justifica solamente en aquellos casos en los cuales el mercado resulta ineficiente para alcanzar la asignación deseada de los recursos⁽¹⁰⁾. Esta hipótesis nos permite inferir que el Estado sólo debería intervenir -a fin de regular una situación determinada- cuando el mercado no pueda alcanzar por sí mismo la óptima asignación de los recursos en tal escenario; dicho de otra manera, cuando el mercado no permita alcanzar la eficiencia económica⁽¹¹⁾⁽¹²⁾. Pero, ¿no es acaso posible que a

(7) En estricto, los costos de transacción incluirían a los de búsqueda. Se ha efectuado una separación sólo para hacer un énfasis en los beneficios. Algunas otras funciones son apuntadas por autores diversos. Así, Cachón Blanco señala que las bolsas también cumplen la función de facilitar la realización de valorizaciones de empresas, así como permitir efectuar comparaciones entre diversas empresas y entre diversos sectores. El mismo autor indica, que las bolsas permiten formar índices que se constituyen como instrumentos objetivos de las empresas, como indicadores más o menos aceptables de la economía nacional, y sirven asimismo para la creación de activos financieros adicionales, como las opciones sobre índices y los futuros sobre índices, de especial relevancia en cuanto a la gestión de carteras y riesgos. Al respecto ver: CACHÓN BLANCO, José Enrique. Op.cit.; pp.20-21. Algunas otras funciones de las bolsas (tales como fomentar el capitalismo del pueblo), pueden ser consultadas en QUINTEROS RAMOS, Angel. Op.cit.; pp.19 y ss.

(8) En este sentido, ARIÑO, G. y SALA, J.M. *La Bolsa en España: Marco Institucional*. Madrid, 1987, p.51; citado por JIMENEZ-BLANCO, Antonio. *Derecho Público del Mercado de Valores*. Madrid: Centro de Estudios Ramón Areces, 1989. p.43.

(9) FREIXAS, Xavier. *Fundamentación teórica de la regulación de los mercados financieros*. Madrid, 1990. pp.12 y ss.

(10) Habría que interpretar aquí que cuando el autor utiliza la expresión "distribución deseada de los recursos" quiere significar la asignación de los mismos a quienes los destinarán a su uso más valioso (con la finalidad de alcanzar un resultado óptimo en los términos de Pareto). Cualquier otra connotación que se otorgue a dicha expresión nos llevaría a discusiones interesantes aunque lejanas a las consideraciones del presente artículo. Un desarrollo adicional respecto de los objetivos redistributivos y la asignación de titularidades puede hallarse en CALABRESI, Guido y MELAMED, Douglas. *Reglas de la Propiedad, Reglas de la Responsabilidad e Inalienabilidad: Un vistazo a la Catedral*. En: *Themis*. Segunda Época. Lima, No.21, 1992. pp.63 y ss.

(11) En realidad, la respuesta de Freixas es mucho más amplia pues no se limita a la regulación estatal. Por una simple cuestión de orden expositivo, permítasenos hacer referencia sólo a esta última. Luego de justificar la necesidad de una regulación, analizaremos si es que ésta debe provenir del Estado, de los propios particulares o de ambos y por qué.

(12) Ciertamente, otros argumentos pueden ser encontrados para justificar la intervención del Estado en el ámbito normativo. Ver: RUBIO CORREA, Marcial. *El Sistema Jurídico. Introducción al Derecho*. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú, 1985.

través de los mecanismos del propio mercado se alcance esta clase de eficiencia? Por último, ¿qué significa alcanzar una eficiencia económica?

La eficiencia económica en la asignación de los recursos escasos debe ser entendida, en nuestra opinión, en el sentido que fuera formulada por el economista italiano Vilfredo Pareto (1848-1923). La eficiencia económica, según la definición elaborada por Pareto, importa que “los recursos escasos sean distribuidos de modo que tal distribución no pueda ser perfeccionada, en el sentido que un cambio adicional no mejoraría la condición de aquellos que se beneficiaron por ello, en tal medida que pudiera compensar a aquellos que perdieron con la misma y permanecer aún en mejores condiciones que antes (óptimo de Pareto)⁽¹³⁾”.

Ahora bien, la pregunta de si puede el mercado permitirnos alcanzar una eficiencia económica en la asignación de los recursos escasos resulta mucho más interesante en el análisis que nos ocupa por cuanto venimos discutiendo aquí acerca del mercado de valores, mercado que ha sido calificado como “tradicionalmente el ejemplo más característico de un mercado perfecto y de un mercado eficiente⁽¹⁴⁾”.

Debemos crear un conjunto de normas que protejan a los inversionistas, procurando la disminución de su aversión al riesgo, creando una estandarización de las operaciones que les asegure un trato igualitario.

Si el mercado de valores fuera un mercado perfecto y eficiente, tendríamos que concluir, necesariamente, que cualquier regulación del

mismo, provenga del Estado o de organizaciones autorregulatorias, importaría incurrir en un costo (el de regular) absolutamente injustificado. Pero, ¿es el mercado de valores un mercado perfecto? Si recurriésemos sólo a las características tradicionalmente aceptadas para determinar la existencia de un mercado perfecto y eficiente⁽¹⁵⁾, comprobaríamos que todas ellas son aparentemente satisfechas por el mercado de valores.

Sin embargo, existe un concepto que subyace a todas esas características y cuya verificación en lo fáctico nos concede un argumento en contra. Nos referimos a la existencia de costos de transacción.

Si pudiésemos afirmar que en el mercado de valores los costos de transacción son iguales a cero, podríamos concluir válidamente que dicho mercado es absolutamente eficiente, *per se*, para distribuir los recursos escasos (dinero, valores negociados, etc.) a su uso más valioso y, consecuentemente, la existencia de una regulación (sea estatal o privada) resultaría inútil, al menos desde la perspectiva de la eficiencia.

En nuestra opinión, no puede considerarse que en el mercado de valores (y en las bolsas de valores en particular) los costos de transacción sean iguales a cero, ni siquiera teóricamente. En efecto, aun reduciendo el mercado de valores a su expresión más simple (un mecanismo que permite comunicar a todas las personas que desean comprar valores con aquellas que desean venderlos), nos encontraríamos con que surgirían innumerables costos de transacción.

Así, la inseguridad de un inversionista de que su contraparte posea la titularidad de los valores que negocia y que vaya a cumplir con entregarlos en el plazo acordado generaría una aversión al riesgo difícil de medir (y más aun de superar). De otro lado, alcanzar una adecuada valoración de los títulos objeto de la negociación importaría, como

(13) CALABRESI, G. y MELAMED, D. Op.cit.; p.66. Una lectura más sencilla de la eficiencia en términos de Pareto sería la siguiente: “Los recursos se asignan eficientemente cuando no es posible mejorar el bienestar de ninguna persona sin empeorar el de alguna otra” FISHER, Stanley, DORNBUSCH, Rodiger y SCHMALENSSEE, Richard. Op.cit.; p.22.

(14) CACHÓN BLANCO, J. E. Op.cit.; p.21.

(15) En este sentido: existencia de un amplio número de demandantes y oferentes, sin que ninguno de ellos pueda ostentar una posición de dominio sobre el resto; información completa al alcance de todos los participantes del mismo; inexistencia de barreras para el acceso al mercado; entre otros.

consecuencia de la asimetría de la información, una tarea altamente costosa para el inversionista en este mundo sin regulación⁽¹⁶⁾.

En un mercado sin regulación alguna, una norma que permitiese la existencia de intermediarios ciertamente reduciría los costos de transacción para los inversionistas, por cuanto permitiría la significativa reducción de los costos de búsqueda, al margen de otros beneficios adicionales. Sin embargo, la participación de intermediarios, positiva por cuanto reduce los costos de transacción importa, de otro lado, incurrir en costos administrativos derivados de la regulación (y de hacerla efectiva)⁽¹⁷⁾. Todo ello nos da una idea (muy pequeña) de lo absolutamente necesario que resulta contar con una regulación del mercado de valores ya que, sin ella, dicho mercado no es ni más eficiente ni perfecto que cualquier otro⁽¹⁸⁾⁽¹⁹⁾.

La pregunta que surge obligada, luego de los argumentos expuestos, es: ¿quién debe encargarse de efectuar la regulación del mercado de valores? La respuesta a dicha interrogante es bastante compleja y preferimos guardarla para más adelante. Por el momento, consideramos importante, al margen de determinar quién debe regular el mercado de valores, precisar cuáles serían las finalidades de tal regulación y los posibles efectos de la misma sobre el funcionamiento del mercado.

4.2 Objeto de la regulación.

Cuando hablamos de regular el mercado de valores, hacemos implícitamente alusión a la imposición de un límite a la actividad de los agentes que participan en él de tal modo que obtengamos beneficios sociales compensatorios. Dichos beneficios, que constituyen el objeto de la regulación, pueden ser agrupados en torno a dos principios:

- a) mantener la competencia; y,
- b) proteger a los inversionistas contra fraudes u otros abusos.

El primer principio es bastante claro por sí mismo, aunque debe precisarse que debe ser entendido de manera amplia. Así, se trata de crear un mercado estable y ordenado en el cual pueda desarrollarse libremente un modelo altamente competitivo, en el sentido de lo expuesto en las líneas precedentes (eficiencia del mercado)⁽²⁰⁾. El segundo principio, por el contrario, es bastante más complejo.

En efecto, el fraude a los inversionistas usualmente se origina en la falta de información (asimetría informativa) la cual, por lo demás, generalmente se presenta en aquellos escenarios donde existe un gran número de inversionistas pequeños poco sofisticados. El problema con este principio es que, por sí mismo, puede no servir para fundamentar una regulación de los mercados de

(16) Algunos otros problemas pueden ser anotados. Así, por ejemplo, de no existir una regulación del mercado de valores podría dudarse de que surjan operaciones de crédito entre un intermediario y su comitente. Asimismo, ¿cómo enfrentar temas tan complejos como el préstamo de valores o los mercados de futuros y opciones sin una adecuada regulación? ¿Cómo tratar el problema del uso de información privilegiada o la toma de control de las empresas? Entre nosotros, un ejemplo claro de la necesidad de una regulación se produjo, hasta hace poco, respecto a la operación de titularización. En este sentido, numerosos empresarios y banqueros mostraron durante algún tiempo su consternación por la falta de una regulación del tema, ya que ello desincentivaba la utilización de este importante mecanismo de financiamiento.

(17) Adicionalmente, es probable que los intermediarios no intervengan en el mercado si no pueden asegurar, de algún modo, la internalización de las externalidades positivas derivadas de su inversión en reducir los costos de búsqueda para sus clientes (ya que de otro modo, tal inversión se convertiría en costos hundidos).

(18) El determinar si debe existir una regulación o no del mercado de valores es mucho más complejo. En realidad, la ausencia de costos en sí misma no necesariamente justificaría la ausencia de regulación por cuanto, como sabemos, el único efecto que la misma tendría es que permitiría una distribución de la riqueza condicionada por la distribución original de titularidades que se hubiese efectuado. En efecto, como señalan Calabresi y Malamed, "el óptimo de Pareto es óptimo cuando se da una cierta distribución de riqueza, pero diferentes distribuciones de riqueza implican cada una su propia distribución óptima de recursos según Pareto". Teniendo ello presente, podemos concluir que existen otras razones al margen de la eficiencia económica que justifican una regulación. Así, podemos no estar conformes con una determinada distribución de la riqueza y queremos crear un sistema por el cual, como producto de futuras transacciones, ésta sea distribuida del modo que para nosotros resulta óptima. Todo ello puede vincularse también con el tema de la justicia (tan panfletariamente contrapuesta a la eficiencia en algunos recintos). Como puede advertirse, un análisis mucho más completo resulta necesario aunque, como puede comprenderse, ello escapa a los límites del presente artículo.

(19) Algunos argumentos adicionales pueden ser consultados en el artículo de BACQUÉ, Eduardo. *Regular o no regular, no es tan simple la cuestión*. En: *Revista del Instituto Argentino del Mercado de Capitales*. Buenos Aires, 1987. p.57.

(20) En este sentido, HOUTHAKKER, H. y WILLIAMSON, P. Op.cit.; pp.285 y ss. Adicionalmente, puede consultarse el artículo de KANE, Edward. *How Market Forces Influence Regulation*. En: HARA, W. y KUSHMEIDER, R.M. Op.cit.; pp.343 y ss.

valores ya que podría afirmarse, en contrario, que es el propio mercado quien puede solucionar mejor esta clase de situaciones.

Así, los inversionistas poco diligentes, al perder dinero, se convertirán en más diligentes o destinarán sus restantes recursos a inversiones más confiables (depósitos en instituciones financieras de reconocida solvencia). Del otro lado, los intermediarios o empresas que actúan fraudulentamente poco a poco encontrarán menos “víctimas” y, probablemente al final, abandonen esta actividad en favor de intermediarios o empresas más escrupulosas. Tal argumento debe ser descartado por cuanto:

a) En el mejor de los escenarios, la solución que pueda proporcionar el mercado tardaría algún tiempo y el número de afectados y la magnitud de los daños causados puede ser enorme.

b) Los costos de transacción generados durante todo ese período serían cuantiosos y, probablemente, por un efecto inercial, permanecerían altos aún cuando los potenciales intermediarios o empresas que actuaban fraudulentamente se hubiesen retirado del mercado.

c) La aversión al riesgo generada entre los inversionistas puede frustrar definitivamente su acercamiento a un mercado que puede ofrecer importantes réditos.

La regulación del mercado de valores (y de las bolsas en particular) permite asegurar la rápida generación de un orden, allí donde los costos de poner de acuerdo a todas las partes involucradas resultaran exagerados⁽²¹⁾⁽²²⁾.

Un objetivo adicional de contar con una adecuada regulación del mercado de valores, es el impacto que la misma puede tener en el contexto de un “mercado globalizado de inversiones”. Como sabemos, un inversionista racional adopta una decisión de inversión en función a la rentabilidad

esperada de la misma y a la valoración del riesgo del incumplimiento. Una adecuada regulación, que permita a los inversionistas reducir su aversión al riesgo, los costos de transacción relacionados con la operación que desean efectuar y la posibilidad de incumplimiento, determinará la elección de un mercado en lugar de otro.

En suma, debemos crear un conjunto de normas que protejan a los inversionistas, procurando la disminución de su aversión al riesgo, creando una estandarización de las operaciones que les asegure un trato igualitario, entre un número importante de otros beneficios de menor envergadura aunque de la misma importancia.

4.3 Niveles de regulación.

Luego de analizar la necesidad de contar con una regulación para el mercado de valores, así como los objetivos que la misma debe satisfacer, debemos ahora preguntarnos por la conveniencia de la coexistencia de distintas fuentes de regulación (autónoma y heterónoma) dentro de un único marco legal.

4.3.1 ¿Quién debe regular qué? Análisis costo-beneficio de la regulación estatal y privada.

Dentro de este contexto, nos parece seguro afirmar que los supuestos “macro” indicados primero deberían ser regulados por el Estado, por cuanto resultarían exagerados los costos de transacción derivados de poner de acuerdo a todas las personas que participan en el mercado respecto de cómo debe organizarse éste.

Por el contrario, parece más discutible afirmar que debe ser también el Estado quien regule los demás supuestos, a los que por contraposición denominaremos “micro”⁽²³⁾. Las razones para considerar discutible tal afirmación son varias

(21) La regulación de los mercados de valores permite alcanzar, también, una estandarización de las operaciones y actividades de los diversos agentes que intervienen en el mismo. Dicha estandarización es conveniente por cuanto favorece la imparcialidad (lo cual se acerca, desde una perspectiva, a la justicia) y reduce significativamente los costos de transacción (fomentando la eficiencia).

(22) La utilización de conceptos de eficiencia para el análisis de temas vinculados con el mercado de valores no es reciente. Al respecto, puede consultarse el excelente trabajo de GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, Javier. *Sobre la eficiencia del Mercado de Capitales. Una aproximación al Securities Law de los Estados Unidos*. En: *Libro Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*. Tomo II. pp.979 y ss.

(23) Puede considerarse entre ellos, la regulación de las operaciones en el mercado de valores, las labores de vigilancia del mercado, la difusión de la información al mercado, entre otros.

(muchas de ellas nos servirán luego como ejemplos de los beneficios que pueden derivarse de la autorregulación); entre ellas:

a) Los costos de regular para el organismo estatal serán mayores que para los particulares por cuanto éstos tienen mayor información que aquél respecto de lo que de hecho ocurre en el mercado (incluyendo sus propios intereses). Esto es favorable por cuanto la norma tendrá mayor valor agregado.

b) Existen más incentivos para que los propios participantes en el mercado regulen eficientemente sus actividades (y cumplan los preceptos así emitidos) por cuanto serán ellos quienes finalmente internalicen los beneficios derivados de dicha regulación (la norma es vista como un generador de externalidades positivas).

c) Los costos de transacción para los particulares no son tan elevados como para impedir a éstos autorregularse. Lo anterior, claro está, en la medida en que el Estado fije primero algunos parámetros generales. En este sentido, si el Estado no fijase primero las condiciones “macro”, no resultaría válido asumir que los particulares podrán autorregularse a bajo costo⁽²⁴⁾.

d) El establecer este doble nivel normativo permitirá una sustancial disminución de los costos administrativos (no sólo inicialmente). Piénsese, además, en el beneficio que este sistema genera en cuanto a reducción de costos por cuanto el mismo favorece una rápida adecuación de la norma a

necesidades cambiantes (modelo más flexible y ahorro de costos administrativos posteriores)⁽²⁵⁾.

Es necesario comprender que a todos los argumentos anteriores, que sustentan la conveniencia de la autorregulación, subyacen dos principios generales:

a) Los participantes en el mercado de valores⁽²⁶⁾ buscarán maximizar su beneficio.

b) Los participantes en el mercado de valores son quienes mejor entienden lo que es más conveniente para su propio bienestar.

Si asumimos como válidos ambos principios⁽²⁷⁾, necesariamente concluiremos que los preceptos dictados a través de mecanismos autorregulatorios beneficiarán al conjunto de la sociedad y tenderán, consecuentemente, a la eficiencia. En efecto, si los participantes en el mercado buscan alcanzar su mayor beneficio, es claro que procurarán desarrollar una regulación que genere un alto grado de confianza en los inversionistas (lo cual sólo se logrará con una gran transparencia del mercado y la estandarización de las operaciones) ya que, de no hacerlo, éstos (los inversionistas) buscarán irremediablemente otras alternativas de inversión en perjuicio, precisamente, de dichos participantes.

Ahora bien, a efecto de alcanzar una adecuada comprensión de la interacción entre ambos niveles normativos, y a fin de comprender mejor a qué aludimos cuando hablamos de

(24) Luego se verá con mayor detalle qué forma parte de esta regulación “macro” o estructural.

(25) La razón de la conveniencia de una regulación estatal y otra privada es en cierto modo similar a la razón que se utiliza para justificar la existencia de un sistema de responsabilidad civil contractual y uno extracontractual. En efecto, cuando los costos de transacción son bajos, las partes involucradas podrán alcanzar el acuerdo que satisfaga mejor sus intereses, cosa que no ocurre en un supuesto en el que los costos de transacción son altos. A manera de ejemplo, recuérdese el caso de una empresa que está contratando un servicio de transporte. Los costos para las partes en ponerse de acuerdo respecto a la responsabilidad que habrá de asumir el transportista son bajos, por lo que una regulación prolija por parte del Estado no se justifica (al menos en este caso). Por el contrario, imaginemos un supuesto en el que Luis debe contratar con todas las empresas de transporte público de Lima para que, en el caso en que alguno de los miembros de éstas lo atropelle, sea indemnizado adecuadamente. Los costos de transacción son tan altos que probablemente Luis preferirá no salir de su casa. En este caso, una norma que le conceda el derecho a ser indemnizado en el caso que sufra un accidente reducirá significativamente los costos sociales que hubiesen surgido como consecuencia de las transacciones (aunque, como puede advertirse, no los reduce a cero).

(26) En este punto nos limitamos a considerar como participantes en el mercado de valores a los agentes de intermediación (aunque podrían también serlo las empresas emisoras). No resultaría lógico, por el contrario, extender tal naturaleza a todas las personas naturales o jurídicas que, de algún modo intervienen o podrían intervenir en el mercado, por cuanto ello nos obligaría a concluir que la autorregulación es *per se* ineficiente por los altísimos costos en los que habría de incurrirse para alcanzar un consenso. Tal posición parece, a todas luces, absurda.

(27) Ambos principios pueden subsumirse dentro de un concepto más amplio al cual suele denominarse “comportamiento racional”. De acuerdo a Felices, el concepto del “comportamiento racional” forma el núcleo que caracteriza la conducta del individuo en sus relaciones económicas. Adicionalmente, debe considerarse que existe otro factor -que normalmente se incluye en el postulado de la racionalidad- que condiciona la elección final de los individuos. Nos referimos al costo de oportunidad. Ver: FELICES SAAVEDRA, Enrique. *La Elección Colectiva y el Análisis Económico de los Procesos Políticos*. En: *Themis*. Segunda Época. Lima, No.30, 1994, pp.295 y ss.

regulación “macro” en contraposición a regulación “micro”, resulta conveniente hacer referencia a la clasificación planteada por Freixas, quien sigue en esto a Kay y Vickers⁽²⁸⁾, respecto de las formas de regulación.

Al respecto, señala el citado autor que existen fundamentalmente dos clases de regulaciones: la regulación de estructura y la regulación de comportamiento. En la regulación de estructura se determina la organización del mercado, se fijan barreras a la entrada -justificadas por el interés de asegurar la solvencia de los participantes en el mercado- tales como el requisito de un capital mínimo, se establece una separación funcional - como en el caso del *Glass-Steagall Act*-, se establecen mecanismos para solucionar las controversias que inevitablemente se susciten, entre otros⁽²⁹⁾.

Por su parte, la regulación de comportamientos abarcaría las operaciones que pueden realizarse en el mercado, la actuación de los agentes que intervienen en el mismo (incluyendo empresas emisoras), entre otros⁽³⁰⁾.

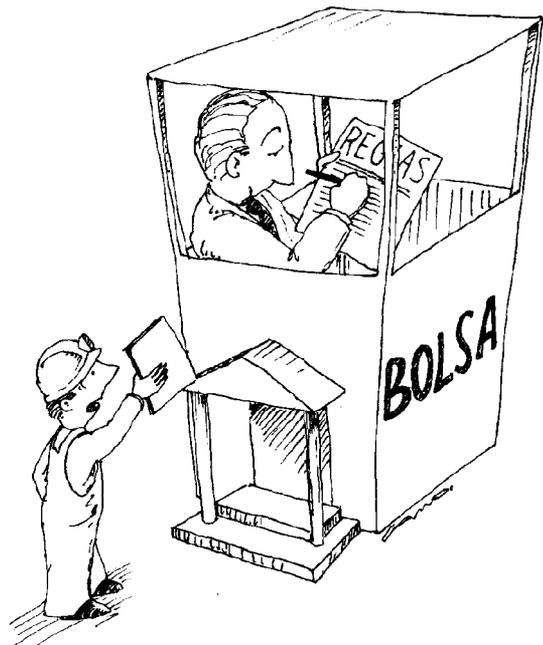
En la línea de lo expuesto, creemos que puede concluirse que debe corresponder al Estado la regulación “macro” o de estructura y a los organismos formados por particulares⁽³¹⁾ la regulación “micro” o de comportamiento, en términos de Freixas.

5 Autorregulación.

La autorregulación puede ser definida como el proceso por el cual los miembros de un organismo no estatal elaboran preceptos de carácter general que regulen su actividad y la de su organización. Como puede advertirse, la autorregulación es un fenómeno complejo cuyas bases deben apoyarse en argumentos sólidos que aseguren la estabilidad de los preceptos que puedan dictar.

5.1 Naturaleza de la facultad autorregulatoria.

Uno de los temas más interesantes relacionados con la autorregulación es la determinación de si la misma debe provenir de una delegación de facultades por parte del Estado o de un reconocimiento por parte de éste a la competencia normativa -basada en su especialización- de determinadas organizaciones.



El principal problema con este tema es que resulta difícil emitir una opinión definitiva ya que, en el fondo, la respuesta supone una opción política antes que jurídica. Tratar de escapar a tal limitación y emitir una respuesta general a este tema podría no resultar adecuado ya que no existe algo así como un modelo de regulación a seguir. En este sentido, conforme se señala en el informe elaborado por el *International Capital Markets Group*⁽³²⁾, debe tenerse en cuenta que la autorregulación de los

(28) FREIXAS, X. Op.cit.: p.13.

(29) Freixas señala que una regulación de estructuras se asemeja a la imposición de un marco competitivo, por lo que, a veces, puede eliminarse de este modo la ineficiencia del mercado.

(30) Ver al respecto, FREIXAS, X. Op.cit.: p.13. El citado autor plantea algunos ejemplos adicionales como la publicidad de los estados financieros de las empresas o la imposición de niveles mínimos de calidad en los servicios.

(31) Se hace necesario formular la pregunta de si la bolsa de valores es una organización pública o privada y, en todo caso, si ello altera la conclusión a la que hemos arribado. Ello será analizado en los siguientes puntos.

(32) International Capital Markets Group. *Standards of Self-regulation of the Securities Markets*. 1992.

mercados de valores ha evolucionado a lo largo de los años de tal modo que ha procurado cubrir los requerimientos y demandas del mercado en el cual se utiliza; demandas éstas relacionadas con los usos y prácticas comerciales del mercado en particular, la protección a los inversionistas -los cuales pueden tener un mayor o menor grado de sofisticación- así como las políticas y requerimientos legales del mercado referido. La autorregulación no puede ser entendida, pues, como un proceso abstracto, desvinculado de factores políticos, sociales y hasta culturales.

Quizá lo único que pueda concluirse de manera abstracta respecto de este tema es que la facultad autorreguladora de un organismo particular no debería encontrarse condicionada a su reconocimiento positivo. En otras palabras, la ausencia de este reconocimiento no enervaría, en nuestra opinión, las facultades autorreguladoras que pudieran resultarle inherentes en función a su naturaleza y la función que desarrolla. En definitiva, de lo que se trata es de identificar la razón de ser de la organización y analizar su naturaleza a fin de poder alcanzar una opinión respecto a la extensión o límites de la referida facultad⁽³³⁾.

Desde esta perspectiva, el hecho de si la autorregulación constituye un reconocimiento o una delegación estatal termina siendo relevante sólo para el análisis político. En efecto, si nos enfrentamos con el siguiente escenario: dos países en los cuales existen entidades especializadas capaces de asumir funciones autorregulatorias pero sólo en uno de ellos existe una cultura de cumplimiento diligente de las normas al margen de si éstas son sancionadas o no por un aparato

estatal, sólo en tal país las condiciones están dadas para que la autorregulación funcione sin necesidad de una previa delegación de facultades por parte del Estado⁽³⁴⁾.

5.2 Autorregulación vs. regulación estatal.

Un segundo tema a analizar, y quizá el de mayor importancia conceptual respecto a la autorregulación, es cuál es la ventaja que la misma supone frente a la regulación estatal.

En los acápites precedentes recogíamos algunas ideas relacionadas con los beneficios derivados del hecho que la responsabilidad de la regulación de los mercados de valores recayese en organismos no estatales. Dichos beneficios constituyen, en gran medida, los argumentos que nos impulsan a favorecer, respecto de ciertos temas claro está, la autorregulación antes que la regulación estatal.

Siguiendo los lineamientos del *International Capital Markets Group* y del Subcomité de Normatividad Internacional y Autorregulación de la Federación Iberoamericana de Bolsa de Valores (FIABV), podemos afirmar que los beneficios de la autorregulación por sobre la regulación estatal (y consecuentemente la razón de preferir una sobre otra) son:

1) Creación de estándares de conducta.- Sin lugar a dudas, uno de los beneficios de la autorregulación es que, a través de ella, pueden imponerse y hacerse cumplir estándares de conducta que las normas legales generales generalmente no logran.

2) Eficiencia.- La eficiencia alcanzada mediante la autorregulación se encuentra justificada en:

(33) La facultad de toda persona de vincularse por los efectos de su declaración puede ser vista, hasta cierto punto, como una manifestación de una facultad autorreguladora. La diferencia entre esa facultad y el concepto de autorregulación que venimos comentando vendría dada por el mayor carácter vinculante del segundo frente al primero. Puede tratarse de una diferencia solamente de grados o de una diferencia en esencia (para salvar este último problema habría que concluir que el acuerdo inicial para constituir el organismo autorregulatorio implica una aceptación presente a los acuerdos futuros que dicho organismo adopte para regular a sus miembros, siempre que dichos acuerdos sean adoptados siguiendo los mecanismos previamente acordados). Si aceptásemos esta posición, podríamos concluir que la autorregulación (del mercado de valores) no es sino una materialización en lo fáctico más amplia de la autonomía privada del organismo. Finalmente, tal razonamiento nos permitiría concluir, asumiendo una tesis normativista, que la facultad autorreguladora es siempre el poder conferido por la ley a los particulares, de crear derecho. En esta posición, hablar de una delegación (primigenia y no siempre expresa por parte del Estado a los particulares) resulta una necesidad. Ver, para un mayor detalle, DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel. *El Contrato en General, Primera Parte*. Tomo I. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú, 1991. pp.257 y ss.

(34) El análisis ciertamente es más complejo y escapa a este trabajo. El caso peruano, por ejemplo, es el típico caso de una delegación reglada, fundamentada en nuestra opinión en la creencia de que existiría una falta de aceptación (cumplimiento voluntario) de parte de los entes regulados así como, quizá, por el temor a la actividad creativa del órgano autorregulador.

- El alto grado de especialización de las personas encargadas de diseñar la regulación; ello tiene una importante incidencia en la reducción de los costos de regulación (menor costo de información).

- Las personas encargadas del proceso autorregulatorio son las que mejor conocen las necesidades que deben ser satisfechas a través de los preceptos legales a fin de fomentar el adecuado funcionamiento del mercado. Debido a ello, puede afirmarse que, de algún modo, existirán mayores incentivos para promulgar un conjunto de normas que permitan el establecimiento de un mercado competitivo.

- La posibilidad de que la regulación sea emitida por un órgano formado por un número limitado de miembros permite alcanzar un mayor consenso respecto a los temas a regular (menores costos de transacción) y una mayor aceptación de las normas emanadas por órganos dotados de estas facultades (reducción de los costos administrativos derivados de su ejecución).

- Reducción de costos administrativos (estatales) derivados de la actividad reguladora.

3) Flexibilidad.- Una gran ventaja de la autorregulación es que los encargados de la misma son capaces de identificar y comprender complejos problemas en un momento inicial. Gracias a ello pueden elaborar respuestas que rápidamente solucionen el problema en el momento en que éste se presente (costo de oportunidad).

Adicionalmente, debe considerarse que los procedimientos por los cuales se crean normas estatales suelen ser más rígidos y lentos que los procedimientos existentes al interior de una organización autorregulatoria. Ello favorece la capacidad de respuesta del sistema a innovaciones o a necesidades de regulación sobrevinientes.

Algunos otros beneficios pueden derivarse

de la autorregulación. Entre ellos, resulta interesante comentar la buena imagen que en los mercados financieros tiene una organización bursátil autorregulada⁽³⁵⁾.

En efecto, en el contexto de una economía globalizada, de la cual pretendemos participar, la desregulación financiera, que importa una menor injerencia estatal en lo referente a la regulación de comportamiento (y paralelamente un mayor grado de vigilancia y de sanción), ha sido adoptada como norma por los argumentos que han sido expuestos. En el actual contexto internacional, un mercado de valores desregulado puede tener un importante impacto en la apreciación que, respecto a dicho mercado, puedan hacer inversionistas extranjeros.

Los argumentos anteriores no deben interpretarse en el sentido que la autorregulación bursátil permite dejar de lado la regulación estatal la que, lejos de favorecer a la eficiencia del sistema, genera costos sociales que reducen su eficiencia. Nada más alejado de nuestra opinión. Consideramos que la regulación estatal y la autorregulación privada constituyen, ambas, niveles necesarios y complementarios. Ello será apreciado mejor en el siguiente punto.

6 Alcances de la autorregulación.

Debemos dedicarnos ahora a la tarea de establecer los alcances de la autorregulación en materia bursátil; es decir, qué es lo que la bolsa puede regular. Con tal propósito, habrá de reiterar aquí que, en principio, el límite de la facultad autorreguladora de una institución -sea cual fuere ésta- viene dado por la eficiencia de los preceptos que emita; eficiencia que, recordemos, deberá medirse en función a la reducción de los diferentes costos involucrados con la tarea de regular⁽³⁶⁾.

Sobre el particular, y permítasenos reiterar el

(35) Y este beneficio no debería ser considerado como secundario, menos aún en el contexto de una economía globalizada.

(36) Es decir, los que hemos reconocido como costos de transacción, costos de oportunidad, costos administrativos; incluyendo dentro de éstos últimos los costos en los que se tiene que incurrir para hacer cumplir las normas. En este último sentido, nótese que puede resultar muy costoso para la bolsa tratar de hacer cumplir normas a personas que no guardan relación directa con ella, como por ejemplo los comitentes. No ocurre lo mismo en el caso de las sociedades agentes o las empresas emisoras, aunque los costos sean mayores respecto de estas últimas. Resulta pertinente comentar que, en nuestro país, el caso de las empresas emisoras presenta complicaciones adicionales. En efecto, uno podría encontrar que existen incentivos suficientes para que una empresa emisora cumpla con los preceptos emitidos por la bolsa en la cual

razonamiento quizá no lo suficientemente explícito en las páginas precedentes, existen en abstracto sólo dos razones por las cuales las bolsas de valores no resultarían competentes para crear una determinada regulación para cualquier tema que consideren conveniente. La primera sería los costos en los que tendrían que incurrir para regular y hacer cumplir la regulación creada y, la segunda, sería la consideración social de que dicho tema debe ser regulado por un ente de mayor jerarquía (por ejemplo el Poder Legislativo del Estado en el caso del derecho penal).

Siguiendo los lineamientos expuestos en los puntos precedentes, debe considerarse que las bolsas de valores, en abstracto, deberían ser competentes para regular tres temas generales; a saber, las operaciones que se desarrollan en el mercado de valores -incluyendo en esto la actividad de las empresas emisoras relacionada con la bolsa⁽³⁷⁾-, la regulación de los agentes de intermediación y las funciones de la bolsa relacionadas con la solución de disputas⁽³⁸⁾.

Los tres temas generales indicados en el párrafo precedente constituyen, a criterio del *International Capital Markets Group*, los Estándares Básicos de Autorregulación. De modo adicional, según la citada organización, existirían temas de corte estructural que permitirían o garantizarían que el Régimen Básico de Autorregulación funcione de manera más eficiente o que se encontrarían por encima de los alcances de tal régimen. A tales temas los han denominado como Estándares Adicionales de Regulación.

Los Estándares Básicos de Autorregulación constituyen el cuerpo de lo que habrá de ser

preferentemente regulado por organizaciones como las bolsas de valores (que cuentan con facultades autorregulatorias)⁽³⁹⁾.

7 Límites de la autorregulación.

Si bien los particulares pueden ser vistos, desde una perspectiva teórica, como agentes racionales (podría incluso teorizarse al respecto afirmando que éstos, actuando en función a su deseo maximizador procurarán y quizá lograrán elaborar la más eficiente y justa de las regulaciones), los hechos nos demuestran que, en ocasiones, ello no es así. El Estado debe, consecuentemente, intervenir en aquellas zonas en las cuales los principios sobre los cuales se apoya el mercado pudieran ser afectados. La necesidad de participación del Estado en la regulación del mercado de valores, conforme a lo anotado aquí y precedentemente, constituye el gran límite a la autorregulación.

De otro lado, pueden enunciarse una serie de otros límites. Uno de ellos es la capacidad de hacer cumplir los preceptos emanados en virtud de ella o, visto desde otra perspectiva, los costos en los que se tiene que incurrir para hacerlos cumplir. Así, hacer que los miembros de la entidad autorregulatoria cumplan los preceptos emitidos por ella es sencillo. Hacer que terceros a la entidad (empresas emisoras) los cumplan, podría ser más complicado y costoso. El asunto se torna más complicado aun cuando se pretende aplicar los mismos preceptos a personas no domiciliadas que se relacionan con la bolsa.

Otro tema de gran importancia desde la perspectiva de los límites a la autorregulación, y que ciertamente genera temor en los propios sujetos

sus valores se encuentran listados ya que, el incumplimiento, podría determinar la suspensión o exclusión (*delisting*) de los mismos. Ello, desafortunadamente, no es del todo exacto en nuestro país ya que muchas empresas no desean que sus valores listen en bolsa. No queremos pronunciarlos aquí sobre la conveniencia de forzar esta situación pero, inevitablemente, la misma nos resulta sumamente discutible.

(37) Un tema discutible, al respecto, es determinar si la relación entre las empresas emisoras y la bolsa de valores se regula por el contenido de los reglamentos de la bolsa o por el contenido del contrato que ambas partes han de suscribir. El asunto consiste en evaluar si respecto de esta clase de contrato opera, conforme ocurre, por ejemplo, en una compraventa, la "integración normativa". Es claro, de cualquier modo, que los contratos suscritos entre las empresas emisoras y la bolsa de valores no comparten la naturaleza jurídica de los contratos de compraventa.

(38) De acuerdo a lo indicado por el informe del *International Capital Markets Group* denominado *Standards of Self-Regulation of the Securities Markets* de enero de 1992 y el *Report on Self-Regulation Surveillance, Enforcement and Disciplinary Actions in the Securities Markets* de agosto de 1995.

(39) Reiteramos que no existe un criterio único al respecto. En este sentido, cabe precisar que el informe del *International Capital Markets Group*, que seguimos en este punto, no pretende informarnos cómo deben ser las cosas sino cómo ocurren estas en el mayor número de mercados desarrollados y evaluar su conveniencia.

regulados, es la difícil tarea del órgano regulador de encontrar un equilibrio entre el establecimiento de un conjunto de reglas necesarias para el adecuado funcionamiento del mercado y el hecho que las mismas puedan constituir una barrera de acceso para un número de nuevos participantes o una limitación a la innovación financiera. Ello nos revela, sin lugar a dudas, la existencia de un límite “encubierto” pero presente en todo proceso de autorregulación: la aversión al riesgo que tal proceso puede generar en las personas que serán reguladas. En muchos casos, estas personas no

aceptarán la autorregulación sino en la medida en que alguna clase de presión estatal se manifieste (o si el Estado asume la tarea de revisar la regulación emanada en virtud a este proceso).

Finalmente, un último límite al proceso de autorregulación es el costo derivado del mismo para la organización autorregulatoria. El costo es doble; a saber, el que se tiene que incurrir para diseñar y hacer cumplir las normas emitidas y el costo derivado de la obtención de una estructura de mercado no competitiva que se crea como consecuencia de la regulación⁽⁴⁰⁾. \overline{AB}

(40) Y los costos que este sistema ineficiente impone a las partes (un sistema que tiende al error impone un costo por cada error que cometa por sus propias deficiencias). Para un desarrollo adicional sobre este aspecto, ver: FREIXAS, X. Op.cit.; pp.16 y ss.