

Entrevista a George Triantis

Perre Bowen Professor of Law y Horace W. Goldsmith Research Professor en la Facultad de Derecho de la Universidad de Virginia. Es editor de la Revista de Análisis Económico del Derecho de la Universidad de Chicago y Director del programa John M. Olin en Análisis Económico del Derecho para la Universidad de Virginia. Tiene a su cargo los cursos de Contratos, Derecho Mercantil, Garantías Reales, Derecho Concursal y Mercado de Valores. Es autor de diferentes artículos en relación con estas materias. Tiene en prensa dos importantes obras: una vinculada al análisis financiero y legal de las transacciones garantizadas y la otra consistente en un estudio de Derecho Comercial.

La entrevista fue realizada y traducida por José Domingo Rivarola Reisz, Master en Derecho por la Universidad de Virginia.

En el ámbito concursal, el orden de prioridad para el cobro de los créditos tiene una gran importancia para lograr la eficiencia *ex-ante* del sistema. En este sentido, se critica que el sistema concursal peruano privilegie el cobro de los créditos laborales sobre los créditos garantizados. Por otro lado, algunos académicos plantean la posibilidad de otorgar un tratamiento prioritario a los créditos extracontractuales. En general, ¿cuál cree usted que es el orden de prioridad más eficiente, teniendo en cuenta los efectos *ex-ante* de la insolvencia? ¿Considera que hay alguna razón que justifique el desplazamiento de los créditos garantizados del primer orden de preferencia?

Una buena manera de comenzar a analizar el problema es asumir que los acreedores pueden ajustar sus precios en función del rango de preferencia que tienen. En tal sentido, un acreedor de primer rango sabe que tiene menor riesgo

de no cobro y en consecuencia le prestará al deudor a una menor tasa de interés. Por el contrario, un acreedor no garantizado o incluso el accionista del deudor, tiene un mayor riesgo de no cobro y en consecuencia le prestará al deudor a una mayor tasa de interés. En una situación ideal sin costos de transacción, los rangos de prioridad no importan porque todos los acreedores están en capacidad de transar sus posiciones iniciales y "vender" su prioridad inicial y con ella la posibilidad de cargarle una mayor o menor tasa de interés al deudor. En buena cuenta lo anterior vendría a ser un juego de suma cero en el que simplemente la torta se divide distinto y en el que cada acreedor paga por su pedazo de torta aquello que está dispuesto a pagar por dicho pedazo.

Sin embargo, en el mundo real algunas personas no pueden transar sobre el rango de prioridad y la tasa de interés que le cobrarían al deudor. Los acreedores extracontractuales son un excelente ejemplo de esto último puesto que éstos reciben una tasa de interés fija sobre el monto indemnizatorio que las cortes le obliguen al deudor a pagar a favor de dichos acreedores. En ese sentido, los acreedores extracontractuales reciben una tasa de interés fija¹ a cambio del "préstamo"² realizado, sin interesar si el deudor tiene otros acreedores garantizados y deudas indemnizatorias adicionales o si el deudor le debe sólo a la víctima pero a nadie más. Sin embargo, a pesar de recibir la misma tasa de interés en ambas situaciones, es claro que el riesgo de ambas es distinto para el acreedor extracontractual. Como el acreedor extracontractual no está en capacidad de transar, el juego de suma cero que acabo de describir no se aplica. En consecuencia, sí creo que tiene sentido darle a los acreedores extracontractuales el mismo orden de prioridad que le corresponda a los acreedores garantizados.

Con respecto a los trabajadores, la cosa es un tanto distinta, porque éstos sí pueden negociar con los sueldos que reciben y proponerle a su empleador, asumiendo que este último tenga muchas deudas con acreedores garantizados, recibir un salario más alto a cambio del mayor riesgo de no cobro al que están expuestos. Si uno no confía en que los acreedores laborales pueden negociar entonces los rangos de priori-

¹ Nota del Traductor: El artículo 1985 del Código Civil establece que la indemnización devenga el interés legal desde la fecha en que se causó el daño, sin hacer distinción en la tasa de interés en función del tipo de víctima.

² Nota del Traductor: Se entiende que el "préstamo" funciona de la siguiente manera: la titularidad ostentada por el acreedor ("derecho a no ser dañado en la integridad física o en el patrimonio") es tomada por el deudor como consecuencia de la acción dañosa y debe pagar a cambio de ello una indemnización. Este tipo de "transacciones" se rigen por Reglas de Responsabilidad en el sentido de Calabresi. "Reglas de la Propiedad, Reglas de la Responsabilidad: Un Vistazo a la Catedral" En: THEMIS-Revista de Derecho, Publicación Editada por Alumnos de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú, N° 21. p.63.

dad no interesan. Sin embargo, si bien pienso que la situación de los trabajadores no es similar a la de los acreedores extra contractuales en términos de la posibilidad de negociar, sí creo que es posible sostener que los trabajadores no están en posibilidad de negociar sus salarios y ajustarlos en función del mayor o menor riesgo que soportarían en caso de ser contratados por una empresa con un alto nivel de morosidad al momento de efectuar la contratación del trabajador.

La hipótesis que usted se plantea respecto a la posibilidad de negociar de los trabajadores tiene como premisa la ausencia de costos de transacción en la relación empleador – empleado y que hay competencia perfecta en el mercado laboral.

Si uno asume que el mercado laboral funciona de esa manera, entonces se generaría el juego de suma cero que acabo de describir, en el cual los rangos de prioridad no interesan. Si por el contrario, uno asume que existen costos de transacción, algún nivel de asimetría informativa, entonces la consecuencia sería tender hacia el otorgamiento de prioridad a los empleados por sobre los acreedores garantizados.

¿Cuál es su opinión sobre la propuesta para establecer reglas de insolvencia a nivel internacional para los casos de países que, como Argentina, se encuentren en la imposibilidad de pagar su deuda externa?

Creo que el punto de partida es preguntarse cuál es el rol de las reglas concursales en el sector empresarial para luego pensar en un mundo sin reglas concursales. Cabe recordar que los acreedores tienen una serie de derechos fuera del contexto de las reglas concursales. Tienen el derecho de apropiarse de la garantía si son acreedores garantizados con bienes muebles³, y si son acreedores no garantizados, tienen el derecho de recurrir a las cortes y obtener una sentencia que luego les permita embargar la propiedad del deudor y luego rematarla para satisfacer su acreencia.

Las reglas concursales comienzan a tener un rol cuando hay más de un acreedor. Si sólo hay un acreedor el Derecho Concursal es irrelevante, puesto que si hay incumplimiento el acreedor ejecuta al deudor y se hace cobro de la deuda, deja el remanente para los accionistas

si es el caso y, ese es el final de la historia.

Pero si hay varios acreedores y todos ellos tratan de ejecutar al deudor simultáneamente involucrándose en una competencia por ver quién llega primero y cobra, entonces se destruye el valor de la empresa, puesto que cada acreedor tratará de ejecutar activos que valen más juntos que separados. Entonces, acá las reglas concursales tienen un papel importante, que es forzar a los acreedores a cobrar en el marco de un proceso colectivo que protege el valor de los activos del comportamiento depredador de los acreedores individualmente considerados.

La pregunta en contextos internacionales en los que ciertos países tienen deudas que no pueden pagar, es si las reglas concursales son necesarias o si por el contrario se necesita tener claridad sobre cuáles son los derechos de los acreedores cuando hay un incumplimiento. Supongo que no está tan claramente establecido qué derechos tienen los acreedores frente al incumpliendo en el pago de la deuda externa. ¿Pueden éstos rematar predios o plantas industriales al igual que un acreedor hipotecario? Esta es en realidad la primera pregunta que debe ser analizada antes de establecer si son necesarias las reglas concursales en contextos internacionales. Una vez que resolvamos lo relativo a cuáles son los derechos de los acreedores individualmente considerados ante la falta de pago de la deuda externa, entonces luego podremos preguntarnos si el hecho de que cada acreedor trate de cobrar por su lado genera una situación ineficiente que deba ser remediada con las reglas concursales.

En la medida en que los acreedores internacionales no puedan embargar o afectar propiedad estatal, la cual es administrada por el Estado en interés de la población, parece que el problema no tiene una solución clara.

Así es. Ese es un primer problema. Sin embargo, desde el punto de vista del Derecho Concursal, el problema aparece en el mundo empresarial cuando varios acreedores intentan ejecutar activos de la empresa por separado cuando éstos valen más juntos. Bueno, este mismo problema no tiene un paralelo en el contexto internacional. Si hay un problema serio en cambio cuando los acreedores no pueden ejecutar coactivamente a su deudor y concuerdo con usted en que este es el problema que debe

³ De acuerdo con el Código Comercial Uniforme de los Estados Unidos, en caso de incumplimiento los acreedores prendarios pueden tomar posesión de la prenda y venderla para hacerse cobro de la deuda, sin necesidad de recurrir al auxilio de la fuerza pública o a un remate judicial.

ser resuelto primero.

Sin embargo, también sabemos que en el mundo empresarial más reestructuraciones ocurren fuera del procedimiento concursal que dentro de él. Se puede decir entonces que muchas reestructuraciones ocurren bajo la sombra del Derecho Concursal y en consecuencia, las reglas concursales tienen un papel importante incluso cuando las reestructuraciones ocurren fuera del procedimiento concursal. No obstante, tengo la impresión de que en un mundo sin reglas concursales, muchas empresas serían igualmente reestructuradas y es por ello que no me queda claro que necesitemos un régimen concursal internacional para fomentar la reestructuración de la deuda externa.

¿Cuál es el principal incentivo que tienen los acreedores en el mundo empresarial para acordar reestructurar las deudas de la empresa insolvente?

El principal incentivo es la preocupación de que la ejecución individual por parte de otros acreedores puede reducir el valor total de la empresa así como la participación de cada acreedor en dicho valor. El segundo incentivo es la preocupación consistente en que cuando el deudor está sobre endeudado pierde incentivos para esforzarse, puesto que ¿por qué uno trataría de obtener ganancias si todas ellas van a los bolsillos de los acreedores? Así, los administradores de la empresa y los trabajadores pierden incentivos para trabajar duro y los accionistas pierden el incentivo para invertir más dinero en la empresa. Ante ello, los acreedores suelen acordar una reestructuración para darle al insolvente incentivos para tratar de revertir la situación.

Si me piden traducir lo anterior al mundo internacional, el incentivo que tendrían los acreedores internacionales para acordar reestructurar un país sería el segundo de los incentivos que acabo de explicar, puesto que el primer incentivo parte de la premisa que los acreedores tienen la posibilidad de ejecutar coactivamente al país deudor.

En cierto sentido, los acreedores pueden llegar a acuerdos de reestructuración que hagan que todos ellos estén mejor así como que el país deudor esté mejor, de tal manera que se creen incentivos para una política gubernamental sensata y para trabajar de manera más intensa en beneficio del país y del pago de la deuda.

¿Pero qué ocurre en países en los que los ciudadanos le dan más valor al populismo que a una política guber-

namental sensata? ¿Qué ocurre si los ciudadanos no le otorgan valor al hecho de pagar o reestructurar la deuda externa?

Voy a dividir su pregunta en dos. La primera sería qué ocurre si la población dice: ¿para qué nos sirve a nosotros la reestructuración? La respuesta sería que si el Estado no paga la deuda no tendría luego la posibilidad de pedir nuevos préstamos. Y si a ello la gente replica que no necesitan al Fondo Monetario Internacional, entonces esa replica implica una visión miope y de corto plazo.

La segunda pregunta sería qué ocurre si la gente no concuerda con los términos de un acuerdo de reestructuración concreto. La respuesta sería que como en cualquier negociación empresarial, siempre hay la posibilidad de llegar a un buen acuerdo e incluso hasta el ciudadano más populista en última instancia estará de acuerdo en que es necesario llegar a alguna forma de reestructuración.

Durante el periodo de gobierno 1985-1990 el gobierno peruano decidió dejar de pagar la deuda externa y en aquella época la mayoría de la población respaldó esta decisión. A pesar de que hoy en día el país es gobernado de acuerdo a lineamientos de política que no coinciden con aquella iniciativa consistente en dejar de pagar la deuda, sí existen ciertas tendencias a regresar a los años ochenta. Como es lógico, ello despierta cierta preocupación entre el 25% de la población que en este momento respalda los lineamientos de la actual política ¿Qué puede hacerse para evitar regresar al no pago de la deuda?

Mi impresión es que en muchos países en los que la opinión pública es reacia a la reestructuración, la persona promedio piensa que los préstamos otorgados por los prestamistas internacionales están directamente dirigidos a beneficiar a la clase alta del país receptor del préstamo y no a beneficiar a la clase media y baja, la mayoría de la población. En consecuencia, se suele pensar lo siguiente: ¿por qué debería apoyar el pago de la deuda o la reestructuración de la misma si yo no obtengo nada con ello?

Si el gobierno afronta ese problema y se asegura que los beneficios derivados de los préstamos sean percibidos directamente por la clase media y baja, entonces habrá una mayor tendencia a respaldar una política que evite caer

en incumplimiento en el pago de la deuda externa.

Debido al alto índice de informalidad que existe en el Perú, un amplio sector de la población no tiene acceso a mecanismos registrales que le permitan publicitar sus derechos de propiedad. Considerando que la informalidad constituye un impedimento para el acceso al crédito bancario y que éste representa el 90% de los créditos otorgados en el país: ¿qué mecanismos propone usted para fomentar el acceso al crédito de los informales en estas circunstancias? ¿Existe para ellos alguna alternativa al crédito bancario?

Quiero establecer una distinción entre la definición de derechos de propiedad y la publicidad de éstos. Lo primero es extremadamente importante tanto para la economía en general como para la disponibilidad de crédito. En efecto, es importante que los derechos de propiedad estén claramente definidos y que exista un sistema judicial sensato dispuesto a hacer respetar dichos derechos. Sin embargo, soy un tanto escéptico sobre la publicidad de los derechos de propiedad.

Si yo tengo un negocio y me acerco a un banco en busca de crédito, parte de las preguntas que se me harán serán las siguientes: ¿de qué es usted propietario? ¿Ha otorgado garantías en favor de terceros que graven sus propiedades? Pero un segundo conjunto de preguntas serán las siguientes: ¿qué va a hacer usted con el dinero que le prestaremos? ¿Cuál es el flujo de caja que usted espera recibir de su negocio? ¿Quién va a administrar el negocio? ¿Ha realizado estudios de mercado?

La información sobre este segundo conjunto de preguntas es hecha pública de manera privada. Sin embargo, es usada por el banco para decidir si otorga el préstamo o no. Si el banco no confía en la veracidad de la información que le proporcione siempre podrá recurrir a una tercera persona, como un auditor, que verificará la información. No hay pues un sistema de registros públicos para toda esta información, que es revelada de manera privada.

Cuando se trata de derechos de propiedad respecto de predios y derechos de garantía sobre éstos, el gobierno nos proporciona un registro público. Sin embargo, para darle publicidad a

las múltiples operaciones sobre bienes muebles y sobre dinero que ocurren a diario, el gobierno no nos proporciona un registro público similar al registro de propiedad sobre predios⁴.

Así, en este tipo de operaciones, no es posible registrar mi derecho. Resulta curioso que determinada información es hecha pública a través de un registro administrado por el gobierno pero la gran mayoría de información es hecha pública mediante mecanismos administrados por privados.

Dado lo anterior: ¿por qué no confiar completamente en mecanismos privados para toda la información que los bancos necesitan considerar antes de otorgar un crédito? Pienso que sí existen ventajas en tener un registro público pero creo que éstas no son esenciales. La clave es tener derechos de propiedad bien definidos a pesar de que no tengamos un sistema de registros administrado por el gobierno.

Asumiendo que los registros de propiedad pudieran ser todos administrados por privados, de la misma manera en que la información referida a la historia crediticia de los deudores viene ya siendo administrada, registrada y hecha pública mediante mecanismos de registro administrados por privados: ¿cómo se podría promover un mercado competitivo de sistemas de registro y divulgación de información?

Como usted sugiere, sería bastante similar a las empresas privadas que actualmente se encargan de la historia crediticia de los consumidores. Estas empresas le cobran un precio al banco por revelar la información que manejan y el banco a su vez le traslada ese costo al consumidor final del crédito.

¿Qué ocurre en pequeñas comunidades en las que los privados no tendrían incentivos para desarrollar el mercado? ¿Sugiere usted la intervención estatal en este caso?

En pequeñas comunidades no hay necesidad de un registro. Todos los habitantes saben de qué es propietario cada uno. En consecuencia, para un banco es suficiente ir al pueblo y preguntarle a la gente quién es el propietario de determinado terreno. Siempre y cuando los derechos de propiedad estén bien definidos la ausencia de un registro en pequeñas comunida-

⁴ Nota del Traductor: En esta parte el entrevistado hace referencia al sistema de Registros Públicos en los Estados Unidos, que tiene características bastante distintas al sistema peruano, aunque con algunos puntos en común. Sin embargo, no es necesario mayor detalle para entender el enfoque que se plantea.

des no es un problema. No creo que la ausencia de registros sea una barrera que impida el desarrollo del crédito en ese tipo de comunidades. Sin embargo, una mala definición de derechos de propiedad sí es una barrera para el desarrollo del crédito. Si el banco trata de ejecutar una hipoteca y ni los habitantes ni el sistema legal tienen claridad sobre quién es propietario de qué, entonces sí tenemos un problema.

Si vemos el problema en términos puramente probatorios podríamos tener testimonios contradictorios respecto de quién es el propietario, ante la pregunta hecha por un banco antes de decidir si prestar o no y entonces tendríamos derechos de propiedad inciertos. ¿A qué se refiere con derechos de propiedad claramente definidos?

Uno no tiene derechos de propiedad claramente definidos cuando no tiene el derecho de excluir. Si yo tengo el derecho de usar un terreno y otras personas tienen el mismo derecho al mismo tiempo y de acuerdo a ley, o si otras personas tienen el derecho de usar el terreno para otros usos sin mi consentimiento, entonces estamos frente a un derecho de propiedad mal definido y el banco no otorgará créditos en esas circunstancias, sin importar si el terreno está registrado o no. En conclusión, un derecho de propiedad bien definido depende de una regla legal clara más que de una indagación probatoria sobre quién es propietario.

Argumentos como el encarecimiento del servicio, la disminución de puestos de trabajo y sentimientos nacionalistas, han generado que las privatizaciones en el Perú sean objeto de serios cuestionamientos sociales. En este contexto, ¿es adecuado continuar con el proceso de privatización iniciado? ¿Qué modelo de privatización sería el más conveniente?

Como usted sabe, los cambios con los cuales los economistas se sienten más cómodos son con los cambios eficientes en términos de Pareto, esto es, un cambio en el que por lo menos alguien está mejor y nadie está peor que en el escenario anterior al cambio. Las privatizaciones más convenientes son las conducidas de acuerdo con el criterio de eficiencia de Pareto. El Estado persigue muchos objetivos cuando administra una empresa. No persigue sólo utilidades y usted ya ha dado una pista sobre cuáles son esos

otros objetivos. El Estado busca subsidiar los bienes y servicios para beneficiar a la población y a la vez proporcionar la mayor cantidad de empleo posible a través de puestos de trabajo en empresas estatales.

En este escenario el Estado ha decidido sacrificar utilidades a cambio de estar en la posibilidad de perseguir esos otros objetivos, que son básicamente distributivos. Entonces, cuando algo es privatizado es cierto, tal como la experiencia nos lo indica, que las utilidades se incrementan y que las empresas son administradas eficientemente. Sin embargo, la empresa privada no persigue objetivos distributivos como los que persigue el Estado como empresario. Para que una privatización sea eficiente en términos de Pareto, es necesario perseguir objetivos distributivos. Es necesariamente cierto que las personas que son despedidas como consecuencia de la privatización – que en consecuencia pagan un precio más alto por los bienes y servicios ahora privatizados – deben recibir parte de las ganancias derivadas de la eficiencia de la privatización.

La verdad es que si los impuestos eran los que subsidiaban a las empresas estatales que no eran eficientes entonces tiene que haber ahora alguna transferencia de impuestos dirigida hacia las personas que sufren como consecuencia de la privatización. La verdadera premisa de la privatización es incrementar el tamaño de la torta y ello significa que va a haber suficiente valor como para efectuar estas transferencias de impuestos.

Recientemente se aprobó una norma en el Perú que creó un sistema con objetivos claramente distributivos. De acuerdo con la norma, las empresas eléctricas a cargo de la distribución de electricidad al consumidor final, debieron implementar un sistema según el cual los consumidores grandes pagan más que lo que corresponde a la electricidad efectivamente consumida en una situación normal, de tal manera que ese diferencial es destinado a subsidiar a los pequeños consumidores. Al final, los pequeños consumidores pagan menos que lo que corresponde a la cantidad real de electricidad por la que hubieran tenido que pagar en una situación normal. ¿Qué piensa de esta norma?⁵

Pienso que trae ciertos problemas porque afec-

⁵ Nota del Traductor: La referencia es a la Ley No. 27510 que aprobó el FOSE (Fondo de Compensación Social Eléctrica) publicada el 28 de agosto de 2001.

ta la decisión de los pequeños consumidores respecto de cuánta electricidad consumir. En otras palabras, si están consumiendo electricidad a un costo menor que el normal, entonces van a consumir más electricidad que la que consumirían si pagaran el precio real de la misma.

Creo que una mejor manera sería la siguiente: si la empresa estatal es más valiosa en manos privadas, entonces podemos comparar esta situación con una oferta de adquisición de una empresa privada que cotiza en bolsa. En este contexto, quien desea adquirir la empresa ofrece un precio que es mayor al valor que tiene la empresa para el actual titular de la misma (digamos, 100), pero menor al precio que le asigna el potencial adquirente a la empresa (digamos, 150). Si la transacción se cierra por 125, entonces hay 25 extra.

Poniéndonos en el caso de una privatización exitosa, el gobierno obtiene 25 extra que deberían ser distribuidos entre las personas que van a sufrir como consecuencia de la privatización, como por ejemplo, los consumidores de menores recursos.

La ventaja es que ellos pueden usar esa suma para consumir más electricidad, para comprar más comida, o para cualquier otro propósito. Eso genera una asignación más eficiente de recursos que la que se obtendría si se transfiriera el 25 extra producto de la privatización en la forma de electricidad. Una privatización eficiente genera valor y ese valor normalmente es suficiente como para que todos estén contentos: el Estado, los adquirentes de la empresa, las posibles víctimas de la privatización y el público en general.

Sin embargo, desde un punto de vista paternalista, la desventaja de este mecanismo podría ser que si las víctimas reciben una especie de bonificación como consecuencia de la privatización, que pueda ser utilizada para consumir cualquier tipo de bien o servicio, alguien podría decir que éstas gastarían el dinero de manera ineficiente. Tal vez estas consideraciones subyacen al hecho de que en el Perú los planes de ahorro para la jubilación sean obligatorios.

Supongo que si uno quiere ser un poco paternalista, se podría transferir cierta parte de los 25 en forma de electricidad, pero no toda. De otra manera, habrá sobre consumo de elec-

tricidad y eso es ineficiente. Pero si el gobierno tiene una preocupación respecto de ahorrar para la jubilación entonces parte de esos 25 podrían ir a los fondos de jubilación y la otra parte como una bonificación en dinero que sí debería poder ser libremente usada por las personas en consumir lo que consideren necesario para ellas.

Teniendo en cuenta lo sucedido con Enron, ¿cuál es su posición sobre la propuesta para desregular el mercado de valores? ¿Varía ésta tratándose de un mercado de valores poco desarrollado como el peruano?

Usted dijo hace algún rato que los bancos tienen una presencia predominante en el Perú. Esta es una característica de los mercados financieros menos desarrollados. En estos mercados, los intermediarios – categoría que incluye a los bancos – tienen un papel muy significativo. La diferencia con los Estados Unidos es que si los intermediarios, tales como bancos, fondos de pensiones, fondos de capitales de riesgo, todavía tienen un papel importante; también existe la posibilidad alternativa de realizar inversiones sin intermediarios.

Así, es posible invertir en el mercado de valores sin recurrir a un intermediario. El mercado de valores y los intermediarios son de alguna manera sustitutos frente al inversionista. Sin embargo, los intermediarios son más importantes en países sub desarrollados.

Creo que es un error tratar de poner mucho énfasis en el mercado de valores, si todavía se está en una etapa temprana en el camino hacia el pleno desarrollo. Tener un Estado de Derecho sólido y estable y derechos de propiedad bien definidos es el primer paso. Creo que toda economía que se apresure a consolidar un mercado de valores antes de haber dado ese primer paso está poniendo el carro adelante del caballo. Éste no es el orden en el que las cosas deberían hacerse.

Específicamente, con respecto a Enron y las inconductas de los administradores de una empresa, debo decir que este problema se enfrenta tanto desde las Leyes de Sociedades como desde las leyes que regulan el mercado de valores. La regla que prohíbe el *insider trading* y la nuevas leyes que se están aprobando en los Estados Unidos dirigidas a controlar las conductas de los administradores de las empresas, han sido calificadas como herramientas de regulación del mercado de valores, tarea que está a cargo de

⁶ La SEC es el equivalente de la CONASEV -Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores- en el Perú.

la SEC – *Securities Exchange Commission*⁶ -, pero en realidad son herramientas vinculadas con la promoción de un buen gobierno corporativo.

En realidad la pregunta que me ha formulado tiene dos implicaciones: ¿qué modificaciones debemos hacerle a las leyes que regulan las sociedades y corporaciones en respuesta a casos como Enron? ¿Qué modificaciones debemos hacerle a la Ley del Mercado de Valores? En el campo del mercado de valores, la desregulación implica permitir que las bolsas de valores se regulen a sí mismas. Sin duda hay ventajas en esto, de la misma manera en que hay también ventajas en permitir a través de una ley federal que cada estado integrante de los Estados Unidos – aunque debo decir que hay mucho debate sobre si las ventajas son tales - apruebe sus propias Leyes de Sociedades de tal manera que cada estado compita con los otros por tener la ley más eficiente, para así fomentar que más empresas se cons-

tituyan dentro de sus jurisdicciones.

Sin embargo, algunas personas creen que la competencia realmente generará que las leyes que regulan las sociedades y empresas tiendan a ser peores, en la medida en que cada estado tratará de atraer a gerentes y directores hacia empresas constituidas en ese estado, por la vía de aprobar leyes que sean más amigables para la administración de las empresas, como por ejemplo leyes que permitan bloquear la realización de una oferta pública de adquisición de la empresa que sea beneficiosa para los accionistas. De otro lado, si uno permite que las bolsas de valores compitan entre ellas, podríamos predecir que cada bolsa tratará de ofrecer a los inversionistas y emisores de valores las mejores condiciones tecnológicas, reglas de juego claras, entre otras, para inducirlos a que realicen transacciones a través de esas bolsas. Esta fuerza competitiva está disminuida cuando el Estado regula las bolsas de valores.
