

RAZONES PARA REGULAR EL MERCADO DE VALORES

José Antonio Payet
Master en Derecho
Universidad de Harvard
Profesor de Derecho Mercantil
Pontificia Universidad Católica del Perú

I. ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES

Se designa mercado financiero al conjunto de canales de interrelación entre oferta y demanda de fondos.¹ En el mercado financiero se intercambia dinero hoy, por una promesa de dinero futuro. A estas promesas se les denomina, en general, activos financieros. Los activos financieros representan derechos respecto del emisor o promitente. Por ello se los contraponen a los activos reales, que son los bienes de los emisores respecto de los cuales se ejercen los derechos representados por los activos financieros.

Dentro del mercado financiero se distingue, por el plazo, el mercado monetario (donde las promesas son a corto plazo, normalmente no mayores de un año) y el mercado de capitales (referido a los fondos colocados a plazos medianos o largos). Asimismo, tomando en cuenta la forma como se instrumentan las promesas de dinero futuro, se distingue entre el mercado de créditos y el mercado de valores. El primero es un mercado entre entidades de crédito e inversionistas, en el que aquellos utilizan los recursos depositados por particulares y empresas.² Señala Nieto que este es un mercado de negociación directa, cerrada al público y con una posición privilegiada de una de las partes.³ En el mercado de valores se negocian promesas de dinero futuro representadas mediante valores, que son instrumentos jurídicos con carácter transferible, representati-

La legislación del Mercado de Valores -originada en Estados Unidos a consecuencia del crack de la Bolsa de 1929- está destinada a garantizar un adecuado funcionamiento de este mercado, al proporcionar a los inversionistas la información necesaria para una adecuada toma de decisiones. La legislación norteamericana incluye entre las disposiciones tendientes a dar seguridad a los inversionistas, la obligación para las empresas emisoras de divulgar toda la información relevante para la adquisición del valor. Esta obligación se fundamenta en la asimetría informativa entre oferentes y demandantes, propia de un mercado complejo y con un creciente grado de sofisticación. El autor, destacado especialista en temas vinculados al mercado de valores, defiende la necesidad de cierta intervención estatal que obligue a los emisores poseedores de información relevante a ponerla a disposición de los inversionistas que la requieran, dado que de esta manera se garantiza la transparencia y estabilidad del Mercado de Valores.

¹ Nieto Carol, Ubaldo, El Mercado de Valores Organización y Funcionamiento, Civitas, Madrid, 1993, pag. 32.

² Ibid.

³ Ibid.

vos de derechos. Este es un mercado de negociación abierto al público y fundamentalmente organizado más que negociado.

Mercado Primario y Mercado Secundario

La venta inicial de valores de la sociedad o entidad emisora al inversionista, sea en forma pública o privada, se llama una oferta primaria. El emisor usa los fondos recaudados por la venta para expandir su producción, realizar actividades de investigación y desarrollo, construir puentes o cualquier otra actividad.⁴ El mercado donde se ofrecen estos valores recién emitidos es llamado, pues, mercado primario.

Ahora bien, dado que pocos inversionistas estarían dispuestos a dejar sus fondos atados indefinidamente, la mayoría de los valores son negociables y el comprador inicial puede ofrecerlos a cualquier interesado al precio que resulte mutuamente satisfactorio. Cualquier transferencia de un valor subsiguiente a su colocación primaria es denominada una transacción secundaria. Por ello, todas las operaciones en bolsa son transacciones secundarias. Cuando un inversionista compra 100 acciones de *General Motors* en la Bolsa de Valores de Nueva York el precio pagado no va a *General Motors* sino al inversionista que vendió las acciones.⁵

Ambos mercados, sin embargo, están estrechamente relacionados pues el mercado primario no podría existir sin la liquidez ofrecida por el mercado secundario. Señala Robert C. Clark que los individuos desean mantener activos líquidos porque no pueden predecir con exactitud las contingencias futuras que pueden afectar su necesidad de efectivo, mientras que los usuarios del capital, tales como las empresas, con frecuencia desean mantener el capital por largos periodos de tiempo.⁶ Son los mercados secundarios los que permiten resolver la aparente contradicción entre los intereses de las empresas (de obtener recursos a largo plazo) y los de los inversionistas (de tener la facultad de recuperar rápidamente lo invertido).⁷

Ofertas Públicas y Ofertas Privadas

Tanto las distribuciones primarias como las negociaciones secundarias pueden realizarse en forma

privada o de manera pública. En la oferta pública primaria, los valores son ofrecidos al público en general en forma masiva. Generalmente, estas ofertas se realizan bajo la conducción de un intermediario, llamado *underwriter*. De acuerdo con el volumen de la oferta puede contarse también con la colaboración de otros agentes colocadores. En la oferta primaria privada, la invitación se hace a personas determinadas, con frecuencia en términos negociados a nivel individual.

La negociación pública en mercados secundarios es la que se realiza en las bolsas de valores. Allí, las ofertas de compra o de venta se dirigen al público (o, como se dice habitualmente, al mercado); las transacciones son anónimas y el precio se forma por la interacción de numerosos compradores y vendedores. Existen también otros mecanismos públicos de negociación fuera de la bolsa de valores. En las transacciones privadas, en cambio, se trata de ofertas dirigidas a personas determinadas, en términos que se negocian a nivel individual.

Todas estas son transacciones en el Mercado de Valores, pero el mayor interés público (y, por tanto, el énfasis de la regulación) se encuentra en las transacciones públicas.

Principales Tendencias

El mercado de valores viene experimentando profundos cambios. Estas tendencias deben tenerse presentes al evaluar la necesidad de regular el mercado y el sentido que debe tener la legislación. Las normas deben responder a una realidad concreta; ello es especialmente cierto en el mercado de valores, cuyo dinamismo puede ser fácilmente obstruido por una legislación rígida u obsoleta.

Cambio en el Rol de los Intermediarios Financieros

El desarrollo del mercado de valores implica un cambio en el rol de los intermediarios financieros. A medida que el mercado se desarrolla, cada vez más empresas y entidades acuden directamente a los inversionistas para obtener el capital necesario para sus actividades, en lugar de a los bancos, que son las fuentes tradicionales de financiamiento. Igualmente, cada vez más inversionistas utilizan sistemas de

⁴ Teweles Richard J., Bradley, Edward S., y Teweles, Ted M., *The Stock Market*, John Wiley and Sons, New York, 1992, pag. 3.

⁵ Teweles, op. cit. pag. 4.

⁶ Clark, Robert C., *The Federal Income Taxation of Financial Intermediaries*, 84 Yale L. J. 1603 (1975).

⁷ de Trazegines, Prólogo, en Tola, José, *El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú*, Lima, 1994, pag. 10.

ahorro alternativos al sistema bancario. Ello ha obligado a los bancos a emprender nuevas actividades relacionadas con el mercado de valores (banca de inversión), así como a dar una mayor importancia a segmentos antes menos importantes dentro de la banca tradicional (banca de consumo, banca de personas, pequeña y mediana empresa).

En este proceso, adquieren una importancia creciente intermediarios financieros que realizan la misma función de intermediación pero de una forma distinta a la banca comercial tradicional, tales como los fondos de inversión y los fondos de pensiones. Estas instituciones, a las que se ha denominado bancos no-bancos (*non-bank banks*) reciben fondos del público captados a través del mercado, y los dirigen hacia el financiamiento empresarial también a través del mercado. Hoy representan una gigantesca fuerza que está cambiando el panorama de las finanzas

El siguiente cuadro presenta un ejemplo ilustrativo:

Citibank	Fidelity Investments
Banco global con oficinas en 92 países	Empresa Administradora de fondos mutuos con más de 50 fondos de inversiones.
Activos totales: US\$ 225 mil millones	Activos totales: US\$ 225 mil millones
Empleados: 81,000	Empleados: 8,000

(fuente: *Seminarium y University of California, Berkeley, Update in Finance*, Lima, 1993)

Una empresa administradora de fondos puede manejar diez veces más dinero por empleado que un banco global. La administradora recurre directamente al mercado de valores para levantar y para colocar fondos, mientras que el banco se ve obligado a utilizar fuentes de fondeo menos dinámicas como los depósitos bancarios, y a colocar directamente a prestatarios individuales.

La distinta importancia de los intermediarios financieros en el nivel de financiamiento total se puede ver en el siguiente cuadro, que mide la participación de mercado en la industria financiera norteamericana en 1960 y en 1992.

Participación de Mercado de Instituciones Financieras - EEUU

Institución	1960	1992
Bancos Comerciales	34.2%	24.0%
Compañías de Seguros	21.8	15.0
Otras Instituciones de Depósito	17.0	0.0
Fondos de Pensiones y Retiro	8.8	21.4
Fondos Mutuos	2.6	10.4
Agencias Gubernamentales y Pools de Hipotecas	1.7	12.2
otros	13.9	8.0
	100%	100%

Fuente: *Gart, Regulation, Deregulation, Reregulation, The Future of the Banking, Insurance and Securities Industry*, John Wiley & Sons, New York, 1994, pag. 5.

Esta tendencia tiene mucho que ver con la securitización, que permite a las empresas transferir sus cuentas por cobrar directamente al mercado, a través de su incorporación en valores, facilitando su fondeo directo sin recurrir a la banca comercial.

Institucionalización

Los mercados de valores son cada vez más mercados donde la demanda por instrumentos, es dominada por inversionistas institucionales. En este sentido, Robert C. Clark ha argumentado que la creciente importancia de los inversionistas institucionales es la característica fundamental del capitalismo contemporáneo. La creciente separación entre la decisión sobre cómo invertir y la decisión de proporcionar capital para la inversión, es uno de los desarrollos institucionales más asombrosos de nuestro siglo. Desde 1900, la proporción de los ahorros canalizada a través de intermediarios financieros ha crecido sostenidamente y alrededor de ochenta centavos de cada dolar ahorrado se canaliza a través de algún intermediario.⁹ En el Perú, por ejemplo, a menos de 3 años del inicio de operaciones de las AFP, éstas son ya el demandante más importante de instrumentos de renta fija.

Los inversionistas institucionales se caracterizan por tener un alto grado de sofisticación en materia financiera. Estas empresas cuentan con equipos de profesionales con gran conocimiento y experiencia respecto de los mercados de valores. Por ello, no puede asimilarse los inversionistas institucionales a los inversionistas individuales desde el punto de vista de la legislación sobre el mercado. Los bancos, fondos de pensiones, compañías de seguros y otros

⁸ Ver, generalmente, Pavel, Christine A., *Securitization, The Analysis and Development of the Loan Based/Asset Backed Securities Market*, Probus Publishing, Chicago, 1989.

⁹ Clark, *The Four Stages of Capitalism*, 94 Harv. L. Rev 561 (1981).

intermediarios similares no requieren el mismo nivel de protección legal que el común de los inversionistas individuales.

Desregulación

En los últimos años se ha producido una tendencia a desregular los mercados de valores, a fin de incrementar la libertad de acción de los inversionistas, emisores e intermediarios. Una manifestación de ello fue, por ejemplo, el denominado *big bang* del Reino Unido en 1986, cuando entró en vigencia el régimen de libertad de comisiones y de acceso al mercado de los diversos intermediarios financieros.¹⁰

En el mismo sentido, en los Estados Unidos se viene efectuando un progresivo, aunque lento, desmantelamiento de las limitaciones establecidas por la *Glass-Steagall Act* para la actuación de los bancos comerciales en el mercado de valores¹¹, así como la flexibilización de disposiciones para el registro de ofertas de valores o la ampliación de excepciones a la obligación de efectuar tal registro.

Internacionalización

Como resultado de la eliminación a las restricciones a las transferencias de capital en numerosos países y de los avances en la tecnología de las comunicaciones, el proceso de internacionalización de los mercados financieros es cada vez más acentuado, hasta el punto que ya podría hablarse de un mercado global de 24 horas en los principales valores.

La internacionalización ha creado nuevas alternativas de financiamiento para los emisores, y de inversión para las personas e instituciones, abriendo la posibilidad de lograr una efectiva diversificación internacional. A la misma vez, sin embargo, ha hecho que cualquier crisis importante en un mercado tenga efectos directos e inmediatos en los demás, introduciendo el peligro de una crisis sistémica.

Diversidad

Otra tendencia en los mercados de valores modernos es la creciente diversidad de los valores ofrecidos, producto de un permanente proceso de inno-

vación financiera. Nuevos tipos de instrumentos aparecen continuamente, destinados a satisfacer las necesidades y expectativas de inversionistas cada vez más sofisticados.

II. RAZONES PARA REGULAR

¿Por qué es necesaria una legislación especial sobre el mercado de valores? ¿Qué distingue a este mercado de otros, de forma tal que no baste con las disposiciones comunes en materia contractual y de protección de los consumidores?

La necesidad de una legislación especial en materia de mercado de valores deriva de las especiales características de los bienes que se negocian en este mercado. Estas características determinan la existencia de necesidades excepcionales de información por parte de los consumidores o usuarios (inversionistas), en un contexto en el que existe una pronunciada asimetría entre el acceso a la información de éstos y el que tienen los proveedores (emisores, banqueros de inversión).

En este sentido, Cox, Hillman y Langevoort afirman que "La legislación del mercado de valores existe debido a las necesidades únicas de información que tienen los inversionistas. A diferencia de los automóviles y otros bienes tangibles, los valores mobiliarios no son inherentemente valiosos. Su valor proviene sólo de los derechos que otorgan a su titular sobre los activos y los ingresos del emisor, o del poder de voto que acompaña dichos derechos. Por tanto, decidir comprar o vender un valor mobiliario requiere información confiable sobre asuntos tales como la condición financiera del emisor, sus productos y mercados, su administración y el ambiente regulatorio y de la competencia. Con esta información, los inversionistas pueden intentar hacer un estimado razonable del valor presente del paquete de derechos que la propiedad de un valor mobiliario confiere".¹²

Evidentemente, existe una gran diferencia entre el nivel de información que la propia empresa (y, en particular, sus administradores) tienen respecto a su situación económica y financiera y la que tienen los actuales o potenciales inversionistas. Esta realidad es, en parte, una consecuencia de la separación

¹⁰ Chapman, Colin, *How the Stock Market Works*, Century, London, 1994.

¹¹ Ver, por ejemplo, Kaufman, George G. y Kormendi, Roger C., *Deregulating Financial Services*, Ballinger Publishing Company, Cambridge, Massachusetts, 1986.

¹² Cox, James D., Hillman, Robert W. y Langevoort, Donald C., *Securities Regulation, Cases and Materials*, Little Brown & Co., Boston, Toronto and London, 1991, pag. 1.

entre la propiedad y el control, típica de las grandes sociedades anónimas. En estas, la dirección y en general el control de la empresa está en manos de los administradores, mientras que la propiedad se encuentra difundida entre miles de accionistas cuyas participaciones individuales son insuficientes para motivar algún tipo de acción directa de control o supervisión sobre los actos de los administradores.¹³ En este contexto, los administradores de una sociedad ostentan una especie de monopolio sobre la información respecto de la empresa.¹⁴ Ante la ausencia de incentivos que lleven a los administradores a divulgar el nivel óptimo de información, esta situación determina una gran asimetría informativa entre demandantes y oferentes en el mercado de valores. En consecuencia, en ausencia de un marco institucional que promueva el acceso a la información, el funcionamiento libre del mercado no llevará al resultado óptimo desde el punto de vista de la asignación de los recursos.

Dada la importancia del mercado de valores como mecanismo de asignación del capital, es indispensable garantizar su adecuado funcionamiento. Si el mercado de valores está distorsionado, toda la economía se trastoca, ya que este mercado es el centro nervioso de la economía, el mecanismo para que, a través de los precios, los inversionistas dirijan el capital hacia sus usos más productivos. En este sentido, Joseph E. Stiglitz ha escrito que "Los mercados financieros esencialmente involucran la asignación de recursos. Pueden ser concebidos como el cerebro del sistema económico, el lugar central de decisión... Si ellos fallan, no sólo se afectan las utilidades del sector, sino que puede dañarse el desempeño general del sistema económico en su conjunto".¹⁵

III. LA EFICIENCIA DEL MERCADO DE VALORES

Un mercado eficiente es aquél en el que la interacción de un gran número de compradores y de vendedores da como resultado precios que reflejan toda la

información disponible públicamente sobre los bienes que se negocian y que reaccionan de manera virtualmente instantánea para reflejar la nueva información tan pronto como ésta se hace disponible. Por ejemplo, nueva información que lleve a compradores y vendedores de un determinado bien a suponer que la oferta del mismo es menor que la que previamente suponían, probablemente resultará en un incremento del precio de ese bien.

Si el mercado es ineficiente y la nueva información se refleja sólo gradualmente en los precios, el cambio de precios resultante se produce sólo gradualmente, los cambios sucesivos de precios no son independientes uno de otro y el tamaño y la dirección de cada uno indica algo respecto del siguiente. En consecuencia, algunos compradores y vendedores pueden usar esa información en su propio provecho. En cambio, en un mercado eficiente, la información se refleja en los precios con tanta rapidez, que su posesión no da ventaja alguna a compradores y vendedores.¹⁶

El hecho de que los mercados de valores fueran eficientes fue descubierto por un investigador llamado Maurice Kendall, un estadístico que en 1953 presentó una investigación realizada para descubrir secuencias en los precios de ciertos productos de los valores. La sorpresa fue que no se descubrió ciclo alguno. Los precios de los valores se movían aleatoriamente (*random walk*), de forma tal, que el movimiento en los precios en un día no tenía relación alguna con el movimiento de los precios el día anterior.¹⁷ Esa realidad sólo era explicable si los precios en todo momento incorporaban toda la información sobre el movimiento futuro de los precios contenida en los precios pasados.¹⁸

Versiones Débil, Semifuerte y Fuerte

Dentro de la hipótesis de los mercados de valores eficientes se distingue tres versiones, la versión débil, la semifuerte y la fuerte.

¹³ Ver, Clark, Robert E., *Corporate Law*, pag. 21 - 24 y 141 a 158.

¹⁴ Cox, op. cit. pag. 53.

¹⁵ Stiglitz, Joseph E., *The Role of the State in Financial Markets, Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics* 1993, Washington, D.C., 1994, pag. 23.

¹⁶ FASB, *The Efficient Market Hypothesis: Tentative Conclusions of Objectives of Financial Statements of Business Enterprises*, N° 122 - 130 (1976) citado por Cox, op. cit. pag. 33 - 37.

¹⁷ Brealy, Richard. A. y Myers, Stewart C., *Principios de Finanzas Corporativas*, Cuarta Edición, Mc Graw Hill, Madrid, 1993, pag. 347 - 348.

¹⁸ El hecho que los precios reflejen toda la información disponible no implica, sin embargo, que correspondan al verdadero valor, pues ese es el valor futuro final el cual, por definición, no puede predecirse. Por ello, los precios cambiarán, pero sólo cuando llegue nueva información. Brealy y Myers, op. cit. pag. 351.

De acuerdo con la versión débil de la hipótesis, los precios reflejan toda la información incorporada en los precios pasados de los valores. Ello implica que toda la información contenida en los precios pasados de un valor sobre los precios futuros del mismo ya se han reflejado en el precio actual. En consecuencia, no se puede predecir los precios futuros sobre la base de los precios pasados. El estudio de Kendall que hemos mencionado, así como numerosos otros estudios realizados en mercados desarrollados, demuestran que el mercado de valores es eficiente en el sentido débil del término.¹⁹

La versión semifuerte de la hipótesis de los mercados de capitales eficientes afirma que los precios no sólo incorporan los precios pasados, sino también toda la demás información disponible públicamente.²⁰ La evidencia disponible en mercados desarrollados indica que estos son también eficientes en el sentido semifuerte. Esta evidencia está relacionada con la forma prácticamente inmediata en que se modifican los precios de un valor ante un anuncio o la aparición de nueva información.²¹

La versión fuerte de la hipótesis de los mercados de capitales eficientes señala que toda la información existente - sea pública o no pública - está reflejada en los precios de los valores.²² La evidencia respecto de la eficiencia de los mercados de valores bajo esta forma no es clara. Sin embargo, existen ciertos indicadores en el sentido de que los mercados más sofisticados podrían en algún grado tener eficiencia de este tipo. La evidencia disponible respecto de las inversiones realizadas por administradores profesionales, con cuantiosos recursos disponibles para investigación, son un ejemplo. Si el mercado no fuera eficiente en el sentido fuerte, entonces estos administradores sistemáticamente obtendrían rendimientos por encima del promedio en virtud a su superior información, obtenida de sus investigaciones. Sin embargo, la evidencia indica que ningún administrador de fondos puede obtener rendimientos sobre el promedio del mercado de manera sistemática.²³ De otro lado, sin embargo, los estudios

respecto de las negociaciones en valores de una empresa por parte de personas vinculadas a ésta demuestran que los poseedores de información privilegiada sí obtienen rendimientos por encima del promedio del mercado.²⁴

Mecanismos

Evidentemente, no todos los mercados tienen el mismo grado de eficiencia. Aún dentro de los países más sofisticados, existen segmentos del mercado con menor grado de eficiencia. En los EEUU, por ejemplo, las acciones de las empresas más pequeñas tienen menor grado de eficiencia que el mercado de las acciones de las más grandes corporaciones.²⁵

Gilson y Kraakman han destacado que los niveles de eficiencia de un mercado están relacionados con los sistemas de difusión y análisis de la información, de manera que los menores costos de acceder y procesar la información están asociados con mayores niveles de eficiencia del mercado.²⁶ Estos autores destacan dos mecanismos en particular:

- a. Un primer aspecto tiene que ver con el costo del acceso a la información. Señalan Gilson y Kraakman que los mercados no son eficientes en el sentido fuerte del término porque el acceso a información no pública es elevado (requeriría actividades de espionaje industrial, por ejemplo). En cambio, son muchos los mercados eficientes en el sentido semifuerte pues la información pública es accesible a un costo reducido. Finalmente, aún los mercados en los que no existe mayor divulgación de información son eficientes en el sentido débil del término pues todos tienen acceso a la información sobre precios pasados a un costo muy bajo.
- b. Un segundo aspecto se relaciona con la presencia de agentes con incentivos y capacidad para procesar la información. La sofisticación y profesionalidad de la industria financiera y, en particular, la presencia de inversionistas institucionales, está estrechamente ligada a la eficiencia del mercado. Son estos

¹⁹ Brealy y Myers, op. cit. pag. 353.

²⁰ ibid.

²¹ Cox, op. cit., pag.37.

²² Brealy y Myers, loc. cit.

²³ ibid.

²⁴ Cox, *Insider Trading Regulation and the Production of Information, Theory and Evidence*, 64 Wash. U. L. Q. 475 (1986).

²⁵ Cox, op. cit. pag. 40.

²⁶ Gilson y Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 Va. L. Rev 549 (1984).

agentes los que rápidamente descubren la nueva información y la llevan a los precios a través de sus actividades de negociación.

La hipótesis de la eficiencia de los mercados de valores, sus tres versiones, y el estudio de los mecanismos para su operación, nos permiten descubrir la importancia de reducir los costos de transacción en el mercado. En particular parece indicar que, dada la asimetría existente en la información disponible para los distintos agentes, reducir los costos de transacción implica facilitar dicho acceso por parte de los inversionistas.

IV. UN EJEMPLO: EL DERECHO NORTEAMERICANO

La Legislación del Mercado de Valores se origina en los Estados Unidos, donde luego del *crash* del mercado de valores de los treinta, se dictaron importantes leyes destinadas a garantizar un adecuado funcionamiento de estos mercados. Estas leyes constituyen el primer intento por garantizar la transparencia del mercado obligando a los emisores de valores a proporcionar información a los inversionistas.

Un informe de la Cámara de Representantes de los Estados Unidos respecto al proyecto de la *Securities Act* de 1933 señalaba: Durante la década de la postguerra alrededor de 50 billones de nuevos valores fueron distribuidos en los Estados Unidos. La mitad, o el equivalente a \$ 25,000'000,000 en valores emitidos durante este período, han demostrado no tener valor alguno. Estas frías cifras significan una tragedia en la vida de miles de individuos que invirtieron sus ahorros de toda una vida, acumulados después de años de esfuerzo, en estos valores inservibles. La distribución de tal masa de valores esencialmente fraudulentos fue posible debido al completo abandono por parte de muchos *underwriters* y negociantes en valores de aquellos principios de justicia, honestidad y prudencia en los negocios que deben ser básicos en la promoción de la inversión privada en cualquier empresa. Atractivas promesas de riquezas fáciles fueron realizadas fácilmente, con poco o ningún intento de llamar la atención de los inversionistas sobre aquellos hechos esenciales para estimar el valor de una inversión. Una intensa presión de ventas en lugar de un consejo cuidadoso fue la regla en esta actividad tan peligrosa.²⁷

Con respecto al mercado secundario, las prácticas de manipulación descubiertas a raíz del *crash* de los 30 eran igualmente generalizadas. Loss describe la operación de un *pool* de manipuladores de la siguiente manera²⁸:

"El primer grupo obtiene una opción para comprar un bloque importante de acciones con un cierto potencial de atractivo y con poca liquidez, a un precio más alto que la cotización vigente en ese momento. Es la labor del administrador del *pool* subir el precio y, para ello, se requiere incrementar la demanda. La manera más efectiva de inducir a otros a comprar es tener un *record* de precios que demuestra que estos se están elevando. Para ello, el administrador abre una serie de cuentas ficticias y comienza a realizar transacciones entre éstas a precios cada vez más elevados. Mientras el precio sube, se desarrolla una serie de actividades promocionales. Los directores de la empresa enfatizan públicamente las buenas perspectivas del negocio. Los *brokers* y *dealers* recomiendan la adquisición a sus clientes. Se contrata a agentes para que diseminen rumores de un incremento en las utilidades o de una inminente fusión.

Una vez que se ha desatado la fiebre compradora y la cotización ha sobrepasado el precio de ejercicio de la opción, los manipuladores la ejercitan y luego, cuidadosamente, comienzan a vender sus acciones a la cotización del mercado, obteniendo una cuantiosa utilidad. Poco a poco se comienza a desinflar la burbuja y cuando ello sucede, los manipuladores, conscientes de que el precio va a bajar, venden a futuro acciones (que ya no poseen). Una vez que el precio ha terminado de caer, compran las acciones que deben entregar al comprador a futuro y realizan una nueva utilidad en esta operación".

Como reacción contra estas prácticas, entre 1933 y 1940 se dictaron en los Estados Unidos una serie de leyes destinadas a garantizar la transparencia del mercado y proteger a los inversionistas. La filosofía básica de estas normas es la de transparencia total (*full disclosure*). De acuerdo con esta orientación, en lugar de controlar los aspectos sustanciales de las emisiones de valores corresponde al Estado asegurar que los emisores pongan a disposición del público toda la información relevante para la toma de una decisión de inversión adecuadamente informada. Louis Bradeis, el inspirador de esta legislación resumió esta filosofía con la siguiente frase: "La publicidad es justamente encomiada como un remedio

²⁷ H.R. Rep. N° 85, 73d Cong., 1st Sess (1933), citado por Cox, op. cit, pag. 14.

²⁸ Loss, Louis, *Fundamentals of Securities Regulation*, Little Brown and Company, Boston and Toronto, 1988, pag. 844 - 845.

para enfermedades sociales e industriales. Se dice que el sol es el mejor desinfectante, la luz eléctrica el policía más eficiente".²⁹

En este contexto, la *Securities Act* de 1933 reglamentó la oferta pública de valores haciendo ilegal la oferta de acciones sin que se haya previamente presentado ante la *Securities and Exchange Commission* (SEC) una solicitud de registro conteniendo toda la información relevante sobre el emisor y el valor (*registration statement*), prohibiendo la venta de valores hasta que el registro se haya obtenido y exigiendo que toda oferta se efectúe mediante la entrega al posible inversionista de un prospecto informativo (*prospectus*) conteniendo toda la información relevante para la adquisición.³⁰ Estas disposiciones son aplicables a las ofertas y ventas realizadas por emisores (*issuers*), *underwriters* y agentes de colocación (*dealers*).³¹ La ley define como *underwriter* a toda persona que ha adquirido de un emisor (o de una persona que controle a un emisor) con el objeto de realizar, u ofrece o vende por un emisor en relación con, la distribución de un valor mobiliario, o participa o tiene una participación directa o indirecta en dicha actividad... salvo las personas cuyo interés está limitado a una comisión pagada por un *underwriter* o *dealer* que no exceda las comisiones acostumbradas de los distribuidores o los *dealers*.³² La prohibición se aplica únicamente a ofertas primarias o a ofertas secundarias realizadas por una persona que controla a un emisor.³³ La legislación contempla excepciones para ofertas privadas³⁴, ofertas por montos limitados³⁵, así como para las transacciones como resultado de ciertas reorganizaciones de sociedades.³⁶

La *Securities Exchange Act* de 1934 trata sobre los valores que se negocian en los mercados secundarios. Inicialmente, las normas eran de aplicación sólo a los valores transados en alguna Bolsa de Valores Nacional, pero en 1964 la ley fue modificada para abarcar también los valores de negociación

extrabursátil en la medida que los emisores tuvieran más de \$ 5,000'000,000 en activos y más de 500 accionistas. Estas empresas están obligadas a registrar sus valores ante la SEC y a entregar a esta misma entidad información en forma periódica sobre su situación financiera y otros hechos de importancia. La *Securities Exchange Act* de 1934 regula también la solicitud de poderes para ejercer el derecho a voto respecto de acciones registradas, estableciendo la obligación de incluir toda la información relevante para ejercer el voto en esas solicitudes y de dar oportunidad a los tenedores de ejercer libremente el voto.

Una modificación a esta ley efectuada en 1968, denominada la *Williams Act* incluyó ciertas disposiciones en materias de ofertas de adquisición, estableciendo la obligación de informar de quienes pretendan adquirir más del 5% de acciones de una empresa registrada o soliciten votos para aceptar o rechazar una oferta de adquisición. De otra parte, la *Securities Exchange Act* de 1934 prohíbe el uso de la información privilegiada (*insider trading*), obliga a los funcionarios de las empresas a revelar las compras y ventas de valores de su empresa que realizan y a restituir cualquier utilidad que obtengan por operaciones con dichos valores en plazos de seis meses (*short swing profits*). Finalmente, la *Securities Exchange Act* de 1934 regula la actividad de los operadores del mercado y el registro de las Bolsas de Valores Nacionales.³⁷

La violación de las disposiciones de la *Securities Act* de 1933 y de la *Securities Exchange Act* de 1934 puede dar lugar a distintos tipos de consecuencias, que van desde la responsabilidad civil frente a los inversionistas por los daños causados, hasta multas, inhabilitaciones para ejercer actividades profesionales en los mercados de valores, o prisión. En este marco, la *Securities and Exchange Commission* cuenta con amplias facultades de investigación, reglamentación y sanción.³⁸

²⁹ Brandeis, Louis, *Other People's Money and How the Bankers Use It*, St. Martin's Press, Boston, 1995, pag. 89 y 95.

³⁰ Loss, op. cit. pag. 88-90.

³¹ *Securities Act* de 1933, Section 4 (1)

³² *Securities Act* de 1933, Section 2 (11)

³³ Loss, op. cit. pag. 90.

³⁴ Loss, op. cit. pag. 317-350.

³⁵ Loss, op. cit. pag. 305-317.

³⁶ Loss, op. cit. pag. 276-395.

³⁷ *Securities and Exchange Commission, The Work of the SEC* (October, 1986), citado por Jennings, Richard W y Marsh, Harold, *Securities Regulation, Cases and Materials*, The Foundation Press, New York, 1987, pag. 40 - 44.

³⁸ Cox, op. cit. pag. 18 - 19.

La legislación federal del mercado de valores de los Estados Unidos comprende también leyes especializadas de ámbito más limitado que las anteriormente mencionadas. La *Public Utility Holding Company Act* de 1935 contiene disposiciones especiales en materia de información y de transacciones corporativas aplicables a las empresas tenedoras de acciones de empresas generadoras, transmisoras o distribuidoras de electricidad a nivel interestatal. El estándar de control público en este caso es mayor que en el de las demás empresas y la SEC tiene la potestad de aprobar o desaprobar la oferta al público de valores por estas empresas.³⁹ La *Trust Indenture Act* de 1939 regula el contenido de la escritura de emisión de obligaciones en el caso de ofertas por montos mayores a U.S.\$ 1,000'000,000. En particular, las disposiciones de esta ley están destinadas a garantizar la independencia del fideicomisario (*trustee*) y a establecer sus obligaciones respecto de los obligacionistas.⁴⁰ La *Investment Company Act* de 1940 regula las actividades de las empresas cuyo giro principal es la inversión y negociación en valores. La ley establece obligaciones de presentación de información especiales para estas empresas. También contiene ciertas disposiciones de carácter sustantivo destinadas a garantizar una adecuada administración de estas sociedades, incluyendo la prohibición de que personas que hayan sido sancionadas por prácticas fraudulentas en el mercado sean funcionarios de estas empresas y la prohibición de transacciones entre estas empresas y personas afiliadas salvo con previa aprobación de la SEC.⁴¹ Por último, la *Investment Advisors Act* de 1940 regula las actividades de los agentes de intermediación, estableciendo la obligación de registrarse ante la SEC, así como ciertas normas de conducta tales como evitar todo tipo de conducta fraudulenta y de informar a sus clientes todo tipo de conflictos de interés.⁴²

La legislación norteamericana en materia de mercado de valores ha servido de modelo a distintos ordenamientos jurídicos en este campo a nivel nacional y supranacional hasta el punto que ciertamente puede afirmarse que se trata de la legislación más influyente en este campo. Esta es también la

legislación que ha tenido mayor aplicación práctica y la que ha sido objeto de más debate.

V. CRITICAS AL SISTEMA DE DIVULGACION OBLIGATORIA

El sistema de divulgación obligatoria ha recibido numerosas críticas. Los críticos tradicionales han argumentando que una política de transparencia es insuficiente, en la medida que la información financiera contenida en el prospecto informativo y presentada con la solicitud de registro es ininteligible para el común de los inversionistas, por lo que se requiere un grado mayor de protección. Más recientemente, las críticas vienen desde la otra orilla, donde, sobre la base de la teoría económica, se argumenta que la SEC ha sobrerregulado áreas tales como la política de divulgación, con un enfoque excesivo y paternalista en la protección de los inversionistas, excluyendo nociones igualmente justificadas de justificación de costos y eficiencia en la asignación de recursos.⁴³

a. La divulgación obligatoria es insuficiente, pues los inversionistas no entienden la información financiera.

Esta posición tuvo una gran importancia en el debate que precedió a la aprobación de la *Securities Act* de 1933. El principal defensor de esta tesis fue William Douglas, quien después fue Presidente de la SEC y luego Vocal de la Corte Suprema de los Estados Unidos.

En un artículo publicado unos meses después de la promulgación de la *Securities Act* de 1933,⁴⁴ Douglas señaló que una política de transparencia es insuficiente porque la mayoría de los inversionistas no están en condiciones de entender la información necesaria para una adecuada decisión de inversión. Aquellos que necesitan consejo sobre sus inversiones encontrarán poco consuelo en los balances, contratos y la compilación de otro tipo de información que se revela en el *registration statement*. O carecen del entrenamiento o la inteligencia necesarios para asimilar esa información, o están tan ansiosos por

³⁹ *Securities and Exchange Commission*, op.cit. pag. 44.

⁴⁰ *Securities and Exchange Commission*, op.cit. pag. 45.

⁴¹ *Securities and Exchange Commission*, op.cit. pag. 45 - 46.

⁴² *Securities and Exchange Commission*, op.cit. pag. 46 - 47.

⁴³ Cox, op. cit. pag.

⁴⁴ Douglas, William O., *Protecting the Investor*, 23 Yale Rev (N.S.) 521 (1934).

obtener una ganancia especulativa que considerarán esa información irrelevante. Para Douglas, la *Securities Act* era una ley obsoleta desde su nacimiento, pues no tenía en cuenta la complejidad de los negocios contemporáneos. Ello explica, entre otras cosas, su énfasis en la verdad sobre los valores mobiliarios, como si la verdad pudiera ser dicha a personas que la entenderán; una suposición que podría ser justificada si se tratase de pequeñas unidades de negocios buscando fondos y de personas comprando acciones con la misma inteligencia con la que compran ropa o caballos.⁴⁵

La posición de Douglas era acorde con una tradición legislativa en ciertos estados y en algunas actividades económicas, en las que el Gobierno tenía la potestad de autorizar las emisiones de valores si cumplían con ciertos requisitos de orden sustancial. Aún hoy, la legislación estatal de California, por ejemplo, permite al *Commissioner of Corporations* en ciertos casos negar una autorización para la emisión de valores a no ser que determine que el plan de negocios propuesto por el solicitante y la emisión propuesta son adecuados, justos y equitativos y que el solicitante se propone conducir su negocio con honestidad y justicia.⁴⁶ La *Public Utility Holding Company Act* de 1935, vigente hasta la fecha establece que la SEC debe analizar y aprobar toda emisión de valores de estas empresas para asegurar, entre otros aspectos, que el valor mobiliario esté razonablemente adaptado a la estructura financiera del emisor y de otras empresas vinculadas, que el valor mobiliario esté razonablemente adaptado al flujo de ingresos de la empresa, que la emisión propuesta sea necesaria para la eficiente operación de las actividades de la empresa, que los cargos, comisiones y otras retribuciones pagadas con relación a la emisión sean justos y razonables y que los términos y condiciones de la emisión o venta del valor mobiliario no sean perjudiciales a los intereses del público o de los inversionistas.⁴⁷

b. La divulgación obligatoria no es necesaria, pues los administradores tienen incentivos para revelar la información relevante voluntariamente.

El establecimiento de una obligación legal para que los emisores de valores divulguen al mercado la información relevante sobre sus valores tiene sustento en el hecho de que, producto de la separación entre la propiedad y el control en las empresas modernas, los administradores no tienen incentivos para divulgar rápidamente información que influiría en el precio del valor, sino más bien para utilizar esa información en provecho propio antes de revelarla al mercado.⁴⁸

Se ha argumentado, sin embargo, que es posible que, a través del diseño de relaciones contractuales entre los dueños de una empresa y sus administradores, se logre alinear los intereses de estos últimos con los de aquellos, de manera que los actos de los administradores destinados a maximizar su propio bienestar redunden también en la maximización del bienestar de los accionistas.⁴⁹ En este marco, es factible que, a través de pactos tales como el otorgamiento a los administradores de participaciones en las utilidades o de derechos de opción respecto de las acciones de la sociedad, se logre que estos tengan un incentivo para obtener la maximización del valor de las acciones de la empresa. Si este objetivo se logra, entonces los administradores de una empresa divulgarán al mercado la información relevante sobre la empresa y sus valores, dado que esa divulgación reducirá el riesgo inherente al valor mobiliario tal como éste es percibido en el mercado y ello redundará en un mejor precio para tales valores. Por ello, se argumenta, si los administradores tienen incentivos para maximizar el valor de las acciones de una empresa, el sistema de divulgación obligatoria de información carece de sentido pues la empresa voluntariamente divulgará la información relevante.⁵⁰

⁴⁵ Loss, op. cit. pag. 29 - 31.

⁴⁶ Cal. Corp. Code, Section 25140, citado por Loss, op. cit. pag. 13, en nota 21.

⁴⁷ *Securities and Exchange Commission*, op.cit. pag. 44.

⁴⁸ Cox, op. cit., pag. 52 - 53.

⁴⁹ Jensen y Meckling han descrito la empresa como un complejo de contratos entre propietarios, empleados, proveedores, clientes, etc. La corporación privada o firma es simplemente una ficción legal que sirve como un nexo para relaciones contractuales y que se caracteriza también por la existencia de derechos divisibles sobre los activos y los flujos de efectivo de la organización que generalmente pueden venderse sin autorización de las otras partes contratantes. (...) En un sentido muy real sólo existe una multitud de relaciones complejas (es decir, contratos) entre la ficción legal (la firma) y los dueños del trabajo, los insumos físicos y de capital y los consumidores de la producción. Jensen y Meckling, *Theory of the Firm, Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. of Fin. Econ. 305 (1976).

⁵⁰ Cox, op. cit. pag. 54.

Easterbrook y Fischel ilustran la operación de este mecanismo: Una empresa quiere emitir nuevos valores. La empresa tiene un proyecto (por ejemplo, la fabricación de una nueva computadora) que espera será rentable. Si la empresa simplemente solicitase fondos sin divulgar la naturaleza del proyecto y la identidad de las personas encargadas de administrarlo, entonces no obtendría nada. Los inversionistas asumirían lo peor, porque pensarían que si la empresa tuviera algo bueno que decir sobre el proyecto entonces lo diría. El silencio será interpretado como malas noticias. Por ello, una empresa con un buen proyecto, buscando distinguirse de las empresas con proyectos mediocres ... divulgaría la cantidad óptima de información. Esto es, divulgaría más y más información hasta el punto donde el costo de divulgación (tanto los costos directos de diseminación como los costos de dar información a la competencia) compensaran los beneficios obtenidos por la generalidad de los inversionistas... El proceso funciona tanto para las buenas noticias como para las malas. Una vez que la firma comienza a divulgar información, no puede dejar de hacer cualquier revelación crítica porque los inversionistas siempre asumirán lo peor. Deberá revelar lo bueno con lo malo, pues de lo contrario los inversionistas pensarán que lo malo es aún peor de lo que es. Y la empresa no puede emplear únicamente su propia palabra ... Por ello, utiliza mecanismos de verificación y de certificación. Dados estos mecanismos, una regla que obliga a divulgar información parece redundante.⁵¹

c. La divulgación obligatoria es un invento de los burócratas para maximizar su poder y de los abogados para aumentar sus ingresos.

De acuerdo con la teoría del *public choice* los funcionarios públicos actúan, como todo agente económico, con el objeto de maximizar su bienestar. En este sentido, sus acciones no están motivadas por un concepto independiente del bien público o el bien común. Más bien, los reguladores actúan racionalmente para maximizar su propio nivel de apoyo político. Para ello utilizan los medios que están a su alcance para recompensar (en la forma de subsidios regulatorios y/o limitaciones a la competencia) a aquellos grupos que más ofrecen en términos de tal apoyo. Ello implica que muchas veces las regulaciones favorecen a un segmento de la industria que la agencia se supone debe controlar (la denominada hipótesis de captura), dado que el titular de

ese interés especial probablemente es el rentista mejor organizado y más efectivo.⁵²

Dos economistas que antes trabajaron para la SEC han escrito: La teoría del *public choice* sugiere que las regulaciones tenderán a favorecer (subsidiar) a grupos relativamente pequeños y bien organizados que tienen per cápita mucho que ganar o perder por la regulación, en perjuicio de grupos relativamente grandes y poco organizados con menos que ganar o perder per cápita con la regulación. Este patrón parece ser consistente con el más importante programa regulatorio de la SEC, que obliga a más de 10,000 empresas a preparar diversos formularios periódicamente y cuando se obtiene nuevo capital. Los principales soportes de este programa fuera de la SEC son los abogados especializados en mercado de valores, los contadores y otros que se ganan la vida preparando estos documentos, y los analistas financieros, administradores de fondos y otros profesionales del mercado, que obtienen los frutos de ese trabajo a muy poco costo. Los costos son soportados por las empresas listadas las cuales, a su vez, los trasladan a sus clientes, trabajadores, propietarios y proveedores en proporciones desconocidas. Los programas de divulgación corporativa pueden también satisfacer el interés público si proveen información que mejora el funcionamiento del mecanismo de precios respecto de los valores y, en ese proceso, reducen la manipulación de precios, el fraude y el engaño. Estas son todavía las principales razones expuestas para sostener el programa de divulgación obligatoria. Sin embargo, la evidencia sugiere que se ha tenido poco impacto en lograr estas metas. Estimamos que, en cambio, han redirigido recursos por más de \$ 1 billón por año, aparentemente del público en general en pequeñas sumas per cápita, a varios grupos relativamente pequeños en grandes cantidades per cápita.⁵³

VI. CONCLUSIONES

Las críticas al sistema de divulgación obligatoria resaltan ciertas debilidades del sistema, pero no implican que el mismo deba descartarse o modificarse sustancialmente.

Respecto de las críticas tradicionales basadas en la insuficiencia de una política de simple divulgación se debe observar que, sin duda, la forma de presentación de la información financiera y, en general, la complejidad inherente a esta información hacen

⁵¹ Easterbrook y Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, 70 Va. L. Rev. 669, 682-684 (1984).

⁵² Cox, op. cit. pag. 24 - 25.

⁵³ Phillips y Zecher, *The SEC and the Public Interest* (1981), pag. 21 -23, citado por Cox, op. cit. pag. 25.

difícil que el inversionista común acceda directamente a ella. Sin embargo, como se ha visto al examinar la hipótesis de la eficiencia de los mercados de capitales los mecanismos del mercado hacen que esa información se refleje rápidamente en los precios en la medida que sea hecha pública. En este sentido, no interesa tanto que todos los inversionistas entiendan lo que implica la información divulgada; ni si esa información está al alcance de los inversionistas con un nivel de sofisticación promedio. Basta que la información llegue y sea entendida por los inversionistas más sofisticados pues la actuación de éstos generará precios que reflejen todos los datos disponibles sobre el valor. Por tanto, existiendo un mercado eficiente para los valores mobiliarios carece de sentido pretender un esquema legislativo que permita al gobierno controlar la oferta o los precios. Adicionalmente, la alternativa ofrecida por los partidarios de la regulación sustantiva, basada en la asignación de capital a través de un mecanismo de planificación centralizada, ha demostrado históricamente no ser la más conveniente.

La crítica basada en la posibilidad de crear incentivos para que los administradores de la empresa voluntariamente divulguen la información relevante no enfatiza suficientemente la naturaleza de bien público de la información. Joseph E. Stiglitz ha resaltado que la información es, en un sentido fundamental, un bien público. Dos características esenciales de un bien público son ... que el consumo del bien por un individuo no disminuye el consumo del mismo bien por los demás y ... que es imposible o al menos muy costoso impedir que alguien disfrute el bien. Como se sabe, añade Stiglitz, los mercados competitivos proveen una cantidad insuficiente de cualquier bien público - incluyendo la información. Debido a las dificultades en apropiarse de los retornos sobre la información, existen frecuentemente externalidades relacionadas con su adquisición. Otros se benefician de la información adquirida por un individuo.⁵⁴

En este sentido, aún cuando fuera posible alinear los intereses de los administradores con los de los tenedores de valores mobiliarios en general, de todas maneras se proveería una cantidad insuficiente de información. Esta insuficiencia significa que la información proporcionada por los emisores no sería verificada suficientemente y que se efectuarían esfuerzos insuficientes para obtener información de fuentes distintas a los emisores. Se ha señalado, por ello, que un sistema de divulgación obligatoria puede ser visto como una estrategia deseable de

reducción de costos a través de la cual la sociedad, en efecto, subsidia los costos de adquirir información con la finalidad de asegurar tanto una mayor cantidad de información como una mayor verificación de su exactitud.... (lo cual) mejora la eficiencia del mercado de valores como mecanismo de asignación de capital y de esa manera genera una economía más productiva.⁵⁵

Por último, las críticas provenientes de la escuela del *public choice* ciertamente llaman la atención sobre un aspecto poco estudiado pero extremadamente importante y real de las estructuras burocráticas. Si embargo, el hecho de que los funcionarios públicos puedan utilizar el poder público para lograr finalidades personales y que los agentes económicos busquen aprovechar esa debilidad en beneficio propio - realidades que se dan en forma general en todos los tipos de regulación gubernamental de la economía - no constituye una debilidad propia del sistema de divulgación obligatorio. El sistema de divulgación obligatorio reduce la discrecionalidad administrativa, al reemplazar la decisión del funcionario público sobre la procedencia de una emisión de valores por una decisión de mercado. El sistema busca únicamente garantizar información suficiente y adecuada para el funcionamiento del mercado. Por tanto, en gran parte se trata de un sistema que reduce la posibilidad de utilización del poder público en beneficio personal y el rentismo.

En conclusión, el mercado de valores presenta características fundamentales en cuanto a la complejidad de los bienes materia de negociación y a las asimetrías informativas existentes entre oferentes y demandantes. Dada la naturaleza de bien público de la información, no debe esperarse que los agentes económicos la produzcan espontáneamente en la cantidad y calidad óptimas. Este problema se acentúa por los conflictos de interés entre quienes controlan la información y quienes la requieren, en un contexto de elevados costos de transacción. Por ello, se requiere un grado de intervención estatal que obligue a los emisores poseedores de la información relevante a ponerla a disposición de los inversionistas que la requieren. Dada la presencia de agentes sofisticados, esta información se reflejará rápidamente en los precios de los valores incrementando la eficiencia del mercado de valores como mecanismo de asignación de capital. En este contexto, es preciso tener en cuenta además la creciente sofisticación de los principales inversionistas en el mercado, evitando que el exceso de regulación protectora signifique, en la práctica, un costo de transacción que trabe el funcionamiento del mercado.

⁵⁴ Stiglitz, op. cit. pag. 24.

⁵⁵ Coffee, *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 Va. L. Rev. 717 (1984).