

# La Regulación en los Mercados Financieros: Perspectivas

Gerardo Serra Puente Arnao\*

*«El presente artículo nos presenta una interesante reflexión sobre la vigencia del actual paradigma en torno al rol del Estado en la economía a partir del análisis de la crisis financiera que aqueja a las economías de todo el mundo, reflexión que dará lugar a propuestas para el cambio de la actual regulación que merecen ser tomadas en cuenta».*

## 1. Introducción

El presente artículo busca describir un tema de fundamental relevancia para los mercados financieros puesto en evidencia con plena nitidez ante la actual crisis económica que afrontan principalmente los países del primer mundo, y que amenaza con dañar los avances que en materia económica y social se han realizado en nuestros países de América Latina: las perspectivas en la regulación de los mercados financieros.

El estudio propone un breve estudio de las perspectivas actuales en la regulación de los mercados financieros. Para ello indaga previamente sobre el porqué de la necesidad de regulación de los mercados financieros, en qué momento histórico se originó la regulación, cuáles son los modelos de regulación clásicos, cuáles fueron los argumentos de la desregulación y por último, cuáles son las perspectivas actuales de cara a la actual crisis financiera, entre otros temas de interés. Para el desarrollo de estos temas será de fundamental importancia la experiencia norteamericana.

A fin de cumplir con los objetivos de este breve estudio, es importante definir los conceptos y aclararlos. Conceptualizar y aclarar no son tareas vanas cuando se trata de situar el problema y al mismo tiempo, en cierta forma, tomar partido o por la regulación o desregulación de los mercados financieros, desde una óptica no necesariamente jurídica, pues cada opción está matizada y adherida reconocidamente a una posición política evidente.

La historia de los mercados financieros en las últimas décadas comprueba que muchas veces las opciones políticas en materia regulatoria responden a situaciones económicas concretas. Si bien definitivamente existe un voluntarismo político de los gobiernos de adoptar tal o cual política, o defender tal o cual interés, en base a cuestiones estrictamente ideológicas o axiológicas, en la mayor parte de casos las situaciones económicas concretas definen las respuestas. Es por eso que se verá a lo largo del trabajo, como se pasa de las propuestas regulatorias a las desregulatorias, y de allí como se inicia un proceso inverso en respuesta a situaciones económicas concretas (de crisis o de bonanza). Al parecer la afirmación de Zingales, en el sentido de que la regulación responde a un patrón cíclico, puede ser considerada como una descripción perfecta a la luz de los sucesos de las últimas décadas. «En los períodos de auge económico suele haber poco apoyo a favor de la regulación ya que, por una parte, el éxito de los negocios hace que los poderes públicos no deseen arriesgarse a frenar su auge con nueva regulación y tampoco los agentes privados suelen estar motivados para presionar a favor de alguna regulación. Sin embargo, en momentos de recesión suelen producirse fracasos empresariales y escándalos, que se tornan en peticiones de regulación».<sup>1</sup>

## 2. La Función de Los Mercados Financieros

Los mercado de capitales, y en tal sentido los mercados de valores mobiliarios, tienen entre sus funciones básicas facilitar la formación de capital,

\* Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Autor del Mercado de Valores en el Perú. Ex-árbitro del Centro de Arbitraje de la Cámara de Comercio de Lima y asociado al Estudio Rey & de los Ríos – Abogados.

1 GARCIA SANTOS, María Nieves. **Análisis del Impacto de la Regulación Financiera. de la Intermediación Financiera.** En: Evolución de Políticas Públicas, mayo-junio del 2007. No. 836-ICE.

consistiendo ésta en inducir la acumulación de capital físico, movilizándolo los recursos monetarios y orientando el ahorro voluntario de los particulares hacia inversiones productivas.

Desde esta perspectiva, siendo la función de los mercados financieros poner en contacto de la forma más eficiente posible las unidades de ahorro con las unidades de gasto, es decir asegurar el correcto funcionamiento de los flujos financieros de la economía, el objetivo de la regulación de los mercados financieros será favorecer dichos flujos<sup>2</sup>.

### 3. La Regulación de los Mercados Financieros: Posiciones Divergentes

#### 3.1. Objetivos Tradicionales que Justifican la Regulación en los Mercados

Quienes apoyan la regulación de los mercados financieros han sustentado tradicionalmente su punto de vista en la necesidad de garantizar el buen funcionamiento de los mercados o lo que es lo mismo garantizar la eficiencia de los mercados, teniendo como premisa fundamental que las fuerzas solas del mercado resultan ineficientes para alcanzar una asignación deseada de recursos. De esta manera, el mercado eficiente es aquel mercado en el cual existe una adecuada asignación de recursos y formación de precios.

Esta posición clásica que propone a la regulación de los mercados financieros como una necesidad vital se sustenta en que éstos tienen fallos que los alejan de las condiciones de competencia perfecta, la misma que debe ser corregida. El principal fallo que afecta a los mercados financieros es la asimetría informativa y su presencia provoca distintas distorsiones que originan «decisiones ineficientes en los agentes económicos, como son los casos de selección adversa, problemas de desplazamiento de los buenos productos por los malos (mercados de *lemons*) y el deterioro de la conducta (riesgo moral o moral *hazard*)» bursátil<sup>3</sup>. Este fallo del mercado, será corregido o buscará ser corregido desde la filosofía de la *disclosure* (transparencia), como base fundamental para la búsqueda de mercados financieros eficientes, como más adelante se verá.

Al mismo tiempo, se acepta como un segundo objetivo en la regulación de los mercados financieros la protección de los inversionistas. Es más para algunos analistas, este es el objetivo central de la

regulación de los mercados y el objetivo principal de protección de los órganos supervisores. Al respecto, por ejemplo, Rafael Garza, con referencia a la regulación mexicana, manifiesta que tanto la Comisión Nacional Bancaria, La Comisión Nacional de Valores y la Comisión Nacional de Seguros y Finanzas «tienen como función principal cuidar los intereses del público inversor mediante la operación regular de las instituciones de intermediación financiera». Asimismo, señala que «la función principal de la autorregulación es la de cuidar los intereses de los inversionistas, y la segunda es encauzar el mercado bursátil»<sup>4</sup>. Para este punto de vista, no se equiparan los dos objetivos, sino que tanto la regulación estatal como la privada o autorregulatoria tienen como primera prioridad la protección del inversionista y en un segundo plano la protección de los mercados en sí.

Una posición similar es compartida por Francisco Alonso<sup>5</sup>, quien señala que la regulación del mercado de valores tiene como objetivo organizar un sistema jurídico capaz de proteger las expectativas de quienes invierten en valores. Estas expectativas giran en torno a la satisfacción de los intereses de liquidez, rentabilidad y seguridad, características que son inherentes a todo acto de inversión. Por tanto, el inversor de valores negociables se convierte así en el elemento subjetivo central de esa nueva categoría sistemática que tiende a ser el Derecho del Mercado de Valores y, por tanto, el destinatario, directo o indirecto, del régimen de los mercados primarios y secundarios de valores.

La forma de protección a los inversionistas, para Salinas<sup>6</sup>, puede ser concebida de dos formas:

- 1) La protección del inversor como forma de reforzar la confianza de los mercados. Esta perspectiva tiene como premisa que la protección del inversionista sólo se justifica porque es bueno para los mercados, es decir, dado que la pérdida de confianza de los mercados se origina básicamente en la percepción de los inversionistas, entonces, con el fin de preservar la confianza en los mercados de valores se protege a los inversionistas. En tal sentido, en caso de conflicto mercado-inversor, siempre el inversionista será sacrificado.
- 2) La protección del inversor como fin en sí mismo. Bajo esta perspectiva, en determinadas

2 SALINAS ADELANTADO, Carlos. **Desregulación y Neoregulación en el Mercado de Valores**. Madrid, Revista de Derecho Mercantil, 1995, p. 751.

3 GARCÍA SANTOS, *op.cit.*

4 GARZA BERLANGA, Rafael. **Autorregulación de la Intermediación Financiera**. México, Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas A.C., 1991, págs. 113 y 107.

5 ALONSO ESPINOZA, Francisco José. **Mercado Primario de Valores Negociables**. Barcelona, José María Bosch Editor, 1994, págs. 27 y 28.

6 SALINAS, *Op. Cit.*, p. 753.

circunstancias, puede justificarse la introducción de medidas que generen algunas ineficiencias en el mercado.

Cabe precisar que en el modelo clásico en el que la regulación va dirigida a la protección del inversionista y a la búsqueda de un mercado eficiente existen dos elementos claves para conseguir estos objetivos: la transparencia, principio muy extendido en los mercados financieros como elemento central de protección y la denominada «protección en la confianza en los mercados».

### a) La Transparencia

A través de la transparencia, se persigue que los inversionistas tengan «la tranquilidad de saber que los únicos riesgos que toman son los resultados de su propia decisión» a través del previo análisis de la información<sup>7</sup>. Desde otra perspectiva, la transparencia es un elemento importante en la eficiencia de los mercados a través de la formación óptima de los precios.

La razón parece fácil de explicar: si los denominados activos reales pueden ser fácilmente apreciados o cualificados al contener un valor propio e intrínseco, esto no sucede con los activos financieros pues su valor no es intrínseco sino extrínseco, es decir, depende de factores externos a ellos. El valor de estos bienes nace de los derechos patrimoniales que confiere, generalmente la participación en las utilidades o en un flujo periódico fijo o determinable a cargo de un emisor; unido al grado de certeza que un inversionista tiene sobre el bien en relación al cumplimiento de sus expectativas. Por tanto, la única forma en que un sujeto se puede representar adecuadamente el grado de cumplimiento de su expectativa será a través de la información. Es decir, la adquisición o la venta de un activo financiero por parte de un inversionista requiere necesariamente de información que dé cuenta sobre la situación financiera del emisor, sus productos o servicios, su administración, sus hechos de importancia, etc., a fin de garantizar una adecuada decisión.

Asimismo, el conjunto de normas destinadas a garantizar la transparencia de los mercados de valores mediante la obligación legal de informar no sólo tiende a satisfacer las necesidades de información de los inversionistas en relación a la naturaleza especial de los denominados activos financieros. En tal sentido, transparencia no sólo significa recepcionar información, sino que esta información

sea igual para todos los potenciales inversionistas. De este modo, la información se encuentra también destinada a subsanar las diferencias entre la poca o nula información de los potenciales inversionistas y el cúmulo de información que detectan los administradores de las sociedades emisoras, es decir, se trata de subsanar una situación de hecho, la llamada asimetría informativa. Es decir, la transparencia «excluye que determinados inversores o grupos de ellos puedan tener información anticipada o superior sobre circunstancias que afecten no sólo la negociación de los títulos valores, sino su juicio»<sup>8</sup>.

Igualmente, desde otra perspectiva, la transparencia no sólo garantiza un flujo de información en igualdad de condiciones a los potenciales inversionistas como garantía de una adecuada toma de decisiones, que además «es la clave para fijar los precios existentes y por ende, es el punto principal del concepto de mercado eficiente»<sup>9</sup>.

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 el contrario, en un mercado ineficiente «la nueva información se refleja sólo gradualmente en los precios, el cambio de precios resultante se produce sólo gradualmente (...). En consecuencia, algunos compradores y vendedores pueden usar esa información en su provecho»<sup>10</sup>

En otras palabras, puede afirmarse, conforme anota Jones<sup>11</sup>, que un mercado eficiente es aquel donde los precios de los valores reflejan rápida y completamente toda la información disponible. En tal sentido, conforme al mismo autor, un mercado eficiente supone que los inversionistas asimilarán toda la información pertinente de los precios al tomar sus decisiones de compra y venta. Por lo tanto el precio actual de un valor refleja toda la información conocida que incluye no sólo la información previa, sino también la información actual, así como los eventos que están siendo anunciados y que serán realizados próximamente.

La eficiencia del mercado se puede graduar desde el más bajo al más alto nivel de eficiencia atendiendo a la relación que existe entre la información y el precio. En tal sentido, se habla de hipótesis de los mercados de valores eficientes, distinguiéndose tres versiones

7 VERCHIK, Ana. **Mercado de Capitales**. Buenos Aires, Ediciones Macchi, 1993, p. 156.

8 VERCHIK, *Op. Cit.*, p. 156.

9 JONES, Charles P. **Investments. Analysis And Managent**. John Wiley & Sons, INC, 1994, p. 624.

10 PAYET, José Antonio. Razones para Regular el Mercado de Valores. En **Themis** p. 97.

11 JONES, *Op. Cit.*, p. 625.

o formas: a) La versión débil, en la cual los precios actuales reflejan el precio histórico y los datos de ganancia pasados; b) La versión semi-fuerte, que corresponde a un mayor nivel de eficiencia, en el cual los precios ya no sólo incorporan el precio pasado, sino que además toda la información pública y disponible, como ganancias, dividendos, desarrollo de nuevos productos, dificultades de financiación, etc. Así, un mercado que incorpora rápidamente toda esta información en los precios se puede decir que muestra una semi-fuerte forma de eficiencia. c) La versión fuerte, corresponde al más alto nivel de eficiencia, en el cual los precios reflejan completamente toda la información pública o no pública.<sup>12</sup>

Igualmente, podría decirse que un mercado eficiente se logra cuando los precios se forman transparentemente, es decir, sin fraudes o engaños, producto de la oferta y la demanda de esos bienes y de la información que sobre ellos se revele al mercado. Es decir, se trata que «los precios sean producto de la eficiencia y competitividad empresarial y no de la corrupción».<sup>13</sup>

La divulgación obligatoria de información como sustento de un mercado de valores eficiente ha recibido innumerables críticas, entre la que destaca, aquella que considera a este elemento como insuficiente para desarrollar un mercado eficiente. Al respecto, se dice que la información es insuficiente porque un segmento importante de inversionistas, básicamente inversionistas individuales, no tienen la capacidad de entender de modo coherente e integral la información disponible en el mercado; existiendo por tanto una desigual apreciación de la información en relación a la que tienen los inversionistas institucionales.

### **b) La Protección de la Confianza de los Mercados**

No sólo la información o la transparencia que origina ésta es el elemento que garantiza un mercado eficiente y una adecuada protección al inversionista. Dada la naturaleza de «mercancías peligrosas» de los valores que se negocian en los mercados de valores, éstos se encuentran basados en la confianza de los inversores. De allí que, el elemento fundamental de la transparencia debe ser completado con otro de

no menor importancia: la protección de la confianza en los mercados<sup>14</sup>.

La protección de la confianza en los mercados básicamente se encuentra representado por el gran conjunto de normas que tienen como fin crear, preservar y afianzar la confianza de los inversionistas en el mercado que no están relacionadas con la información. En tal sentido, las normas referidas a las condiciones de autorización de agentes de intermediación, o las normas de conducta no sirven para generar la transparencia, sino para asegurar unos estándares mínimos de solvencia y profesionalidad que eviten la pérdida de confianza en los mercados<sup>15</sup>. A estas normas puede agregarse la propia labor de los órganos supervisores de los mercados de valores.

### **3.2. La Desregulación como Posición doctrinaria y como Fenómeno Económico.**

La desregulación, es «la eliminación, modificación o simplificación, por parte de los poderes públicos, de aquellas normas (leyes, reglamentos...) o trámites administrativos que de alguna manera limiten, condicionen o restrinjan la iniciativa y el desarrollo de las actividades de contenido económico tanto públicas como privadas. O, dicho de otra forma, la eliminación de limitaciones estatales a la entrada, ejercicio de la actividad o salida en un determinado ámbito de la actividad económica»<sup>16</sup>.

La desregulación de los mercados financieros históricamente se produjo posteriormente a las décadas de construcción de lo que hemos denominado modelo regulatorio clásico, visto en el punto anterior, el mismo que había surgido en USA como respuesta a la recesión de los años 30 (ver punto 4.1.2). En la década de los ochenta, gobiernos y diversos teóricos de la política económica, dentro de los que destaca la escuela de economistas austriacos consideraba que las regulaciones impedían el funcionamiento del mercado y creaban más problemas que los que intentaban resolver, entre otras cosas porque los políticos (o agentes públicos) tenían menos capacidad de procesar información económica que los agentes privados.<sup>17</sup>

Esta tendencia a la desregulación de los mercados de valores, y la desburocratización de éstos en menor medida, se desarrolló principalmente en los mercados de valores consolidados de Europa y

12 JONES, *Op. Cit.*, págs. 627 y sgtes.

13 VERCHIK, *Op. Cit.*, p. 157. La citada autora define a la corrupción de la siguiente manera: «corrupción es igual a monopolio más discrecionalidad menos transparencia».

14 SALINAS, *Op. Cit.*, p. 752.

15 SALINAS, *Op. Cit.*, p. 753.

16 CACHON BLANCO, José Enrique. Análisis comparativo del concepto teórico doctrinal de valor negociable y del concepto reglamentario contenido en el Real Decreto de 27 de marzo de 1992 sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores. En *Revista de Derecho Mercantil*, No. 222, octubre-diciembre de 1996, Madrid, p. 713.

17 GARCÍA SANTOS, *Op. Cit.*

Norteamérica. Como consecuencia de ello, «se eliminaron muchas trabas a los movimientos internacionales del capital y se privatizaron industrias y empresas públicas. En muchos casos, bienes que anteriormente habían tenido la consideración de públicos pasaron a ser producidos y ofertados por empresas privadas»<sup>18</sup>.

El proceso de desregulación se produjo básicamente por el *efecto dominó* provocado por las medidas en USA, que luego se extendieron a Gran Bretaña y, posteriormente, a los demás países europeos. Este proceso, inspirado en la legislación anti-trust o anti-monopolio, perseguía dejar atrás la situación en la cual los mercados de valores eran unas instituciones dominadas por sus intermediarios, en una situación de monopolio natural o legal, que evitaba el libre juego de la competencia.

Este proceso desregulatorio propiciado por intereses económicos muy específicos y que han dado como resultado, con el paso de los años y su fortalecimiento político en la era Bush, la situación actual de crisis financiera en extremo, también tuvo como sustento doctrinal algunos temas que merecen especial atención pues eran perfectamente defendibles y que aun ahora cobran vigencia frente a los pedidos por parte de algunos gobiernos de una sobre regulación a ultranza.

Uno de los argumentos de mayor relevancia para los partidarios de la desregulación, es que la intervención de la regulación cuando no existen fallos del mercado conlleva a mayores costos que beneficios, es decir, para este punto de vista sólo se producirían beneficios netos en tanto que la regulación corrija un fallo de mercado. «Hay costes económicos (reducción del bienestar) cuando la regulación absorbe recursos (como gastos en sistemas, personal, etc.) o cuando provoca un deterioro de las condiciones de competencia del mercado». Estos costos pueden ser administrativos, en la producción de las normas; de aplicación que recae tanto en la administración pública como en los regulados; así como aquellos costos económicos derivados de que la regulación impone condicionantes a la actividad privada. Todo ello, en suma, frenaría innecesariamente los negocios<sup>19</sup>.

Lo importante del argumento anterior es que pone en evidencia que la regulación también puede tener fallos, por lo que ha llevado a un gran número de analistas a proponer la búsqueda racional de una justificación en la regulación, en base a un análisis riguroso y sistemático de sus beneficios y costos que acarrea<sup>20</sup>.

### 3.3. Posición Intermedia: Análisis del Impacto de la Regulación Financiera

Esta posición puede ser considerada intermedia en la medida que no establece la necesidad de la regulación *a priori*, sino que parte de la idea que una nueva medida regulatoria debe estar acompañada por un análisis en términos económicos<sup>21</sup>. Para ello se utilizan diversos métodos:

#### a) Análisis de los Fallos del Mercado

El primer paso de esta evaluación consiste en definir el mercado relevante en el que se ha observado un fallo, y realizar un ejercicio teórico si este fallo es susceptible de ser solucionado por una regulación. El análisis pasa por verificar la imposibilidad de aceptación de un funcionamiento del mercado en esas condiciones.

#### b) Análisis Costo-Beneficio (ACB)

Este método de análisis está dirigido a «identificar y cuantificar los efectos de las medidas regulatorias en comparación con los problemas que se pretenden resolver. Para que la regulación realmente se justifique ante la presencia de fallos de mercado, se debe probar que los beneficios superan los costes. El ACB tiene como objetivo el cálculo en términos monetarios de los costes de una política y de los beneficios que se esperan conseguir» (García Santos).

El análisis se realiza normalmente teniendo como base una situación hipotética de ausencia de regulación, a raíz de la cual se elaboran los diversos escenarios de evolución posible, o los efectos que esa medida regulatoria origina respecto de los beneficios y los costes. Los beneficios deben ser cuantificados en términos monetarios, especificando la vía por la cual se van a producir estos resultados y el período de tiempo en que se van a producir. Los costes son analizados en función de los beneficios perdidos como resultado de una medida regulatoria (coste de oportunidad), así como los costos necesarios para diseñar, vigilar y hacer cumplir la regulación en el sector público como los costos de cumplimiento que recae sobre el sector privado.

#### c) Análisis del Impacto Regulatorio (AIR)

El AIR toma al ACB como su método fundamental, pero supone un planteamiento más amplio con distintas etapas de análisis y evaluación. En estricto, es un «elemento del proceso de decisión de la política económica» que algunos países han ido implementando en su propia normativa.

18 GARCÍA SANTOS, *Op.Cit.*

19 GARCÍA SANTOS, *Op.Cit.*

20 GARCÍA SANTOS, *Op.Cit.*

21 En este punto seguiremos el desarrollo realizado por GARCÍA SANTOS, *Op.Cit.*

Son cuatro (4) las etapas que comprende el AIR:

- 1) Relación de problemas con objetivos de política económica. Esta etapa comprende: (i) La identificación de los problemas, es decir, la falla del mercado o aún de la regulación que se pretende corregir; (ii) El desarrollo de las principales opciones de política a cargo de los funcionarios del Estado a cargo del AIR, lo cual incluye también la posibilidad de no «hacer nada» o dejarle al mercado su propia solución; (iii) La definición de los objetivos de la política: debe de haber una conexión clara entre los objetivos y las opciones propuestas.
- 2) Análisis del Impacto de las diferentes alternativas: se deben identificar y medir los efectos posibles de cada una de las opciones propuestas, eliminando las que acarrear efectos no deseados.
- 3) Consulta pública: la propuesta elegida debe ser sometida a consulta con los agentes afectados o aun sometida a una consulta pública abierta. Los cambios que se acepten, así como los rechazados deben ser sustentados por los encargados de elaborar la propuesta y publicados.
- 4) Análisis posterior: es una revisión de la efectividad de la política aplicada. Con eso se evita, una justificación *a posteriori* de la regulación.

Todos estos métodos contribuyen a mejorar la cultura de la regulación, ya que aumenta la responsabilidad social de los agentes públicos, contribuye a que las normas respeten el principio de proporcionalidad y que se limiten los efectos no previstos (y no deseados) sobre el mercado (García Santos).

En este punto, haremos un breve recuento de los modelos de regulación que hasta hace unos años eran paradigmáticos.

Los modelos de regulación del mercado de valores se estructuran sobre la base a la combinación de dos fuentes de regulación: la regulación, ejercida por el Estado, incluyendo normalmente a un órgano supervisor del mercado de valores (regulación heterónoma); y la llamada autorregulación, ejercida básicamente por las Bolsas de Valores (regulación autónoma). La diferencia entre los modelos regulatorios radica principalmente, en la forma como estas fuentes se relacionan en grado de importancia. Son dos los modelos regulatorios paradigmáticos a los cuales dedicaremos una líneas: el norteamericano y el inglés.

## 4.1. Modelo de Regulación en Estados Unidos (USA)

### 4.1.1. Introducción

Las bases sobre las cuales descansa la regulación pública actual de los mercados de valores en los diferentes países, por lo menos en teoría debido al impacto del fenómeno desregulatorio, la transparencia de la información y la existencia de un órgano supervisor, tienen como influencia principal a la legislación norteamericana surgida como consecuencia de las crisis de 1929, que originó el «Crack de 1929».

Es interesante resaltar que tal como está sucediendo en la actualidad, las bases de la regulación clásica en USA se construyeron como respuesta a una crisis severa de los mercados financieros. La regulación que surgió, tuvo entre otras características, el asentarse sobre una intervención moderada de los poderes públicos sobre los actores financieros, situación que a la luz de los actuales acontecimientos, luego de la reunión del G-20 en abril del 2009, ha cambiado pues el modelo que se propone puede considerarse como un modelo decididamente intervencionista en los mercados financieros. La cuestión que queda pendiente será dilucidar si los próximos pasos del gobierno en los Estados Unidos consolidarán este nuevo modelo intervencionista, o habrá un retroceso basado en los ideólogos del libre mercado.

### 4.1.2. Crisis de 1929 y su Incidencia en el Cambio Regulatorio

Hasta el año de 1920, año en el cual se crea al interior del Departamento de Agricultura Americano la Administración de Granos (luego fusionada y convertida en la Autoridad Supervisora de la Bolsa de Productos), no existía en Estados Unidos regulación federal de los mercados de valores<sup>22</sup>. Esta situación originó al interior del mercado de valores norteamericano «toda clase de prácticas: unas regulares, otras legales, aunque no morales, y hubo unas últimas francamente delictivas» que tenían como base la existencia de un público ignaro<sup>23</sup>.

Garza nos describe estas prácticas irregulares, dentro de las que destacamos las siguientes:<sup>24</sup>

- a) Una de las prácticas más comunes consistían en realizar frecuentes y voluminosas compras y ventas de común acuerdo del mismo valor, con el fin de aumentar su precio. Al respecto,

22 ARTHUR ANDERSEN. *Comentarios Acerca de la Autorregulación Bursátil*. Lima, 1997, p. 15.

23 GARZA, *Op. Cit.*, p. 34.

24 GARZA, *Op. Cit.*, p. 36.

Morison señala que «las asociaciones para la compra de valores nacieron y prosperaron. Un grupo de personas se reunían, compraban un buen número de acciones de no importa qué, y luego las comerciaban una y otra vez, aumentando el precio y atrayendo a otras personas que esperaban ganar dinero con la especulación. Cuando el precio llegaba a un punto, los miembros del *pool* se salían del mercado vendiendo sus títulos, tomaban sus utilidades y dejaban a los incautos que recibieran el golpe de la baja»<sup>25</sup>.

- b) En otras prácticas se usaban rumores, noticias vagas y confusas con el fin de manipular los precios. Por ejemplo, los corredores que vendían a la baja circulaban rumores de que la compañía estaba mal administrada o sobrecapitalizada, por lo que el precio bajaba aún más. O en otros casos, cuando se trataba de subir los precios se organizaban fusiones para el efecto, pues esta noticia originaba normalmente una subida en los precios.
- c) Otra práctica bursátil norteamericana considerada legal, pero no ética, fue la auto-compra que algunas empresas realizaban de sus propios títulos. La operación consistía en comprar sucesivamente una cierta cantidad de títulos emitidos por la misma empresa hasta que el precio subiera. En un determinado nivel se revendían los títulos a una empresa distinta y esta a su vez al público.
- d) En otros casos los administrados utilizaban a su favor información confidencial y propia de la empresa que administraban para su lucro personal.
- e) Por último, hubieron prácticas delictivas como la falsificación de bonos del gobierno italiano por el sueco Ivar Kreuger. Al respecto, Morison señala que Ivar Kreuger «(...) fue capaz de comprar compañías norteamericanas, como la de cerrillos Diamond, y emplear a la firma bostoniana Higgins & Company como su válvula de escape. Los inversionistas, así como los especuladores, atraídos por su respaldo respetable, compraron 250 millones de sus títulos sin valor; aún la Universidad de Harvard tuvo una buena tajada de valores de Krueger & Toll en su tesorería, cuando el rey de los cerillos, finalmente descubierto, se suicidó en 1932»<sup>26</sup>.

Todas estas prácticas destinadas a manipular artificialmente los precios de las acciones, así como

la fiebre especulativa generaron en 1928 y buena parte de 1929 un auge bursátil ficticio, el cual fue derrumbándose a través de sucesivas caídas de los precios en los llamados días negros.

El lunes 28 de octubre un día antes del crack, Garza relata que «el número de valores puesto a la venta llegó a los 16 millones. Todo el día se trataron de vender grandes volúmenes que provocaban la disminución automática de los precios. Grandes y pequeños especuladores deseaban tomar sus utilidades y salir finalmente del mercado. Sólo que no habían compradores y los precios caían libremente». Ya para el 29, el pánico se había generalizado agravándose por el desconocimiento y la ignorancia de la situación y por las ventas desesperadas que los hombres de negocios intentaban hacer para salvarse. Al pánico financiero siguió la depresión de los años treinta en USA y el fin del liberalismo a ultranza que dio paso al intervencionismo económico moderado con la creación en 1934 de la Securities and Exchange Commission (SEC)<sup>27</sup>.

#### 4.1.3. La Regulación Clásica

Posteriormente al colapso del mercado de valores de 1929 en USA se dictaron distintas normas federales que sentaron las bases de la moderna regulación norteamericana del mercado de valores. Sin embargo, previamente a estas normas federales, como anota Salinas, se habían dado mucho antes algunas normas estatales que trataban de prevenir abusos originados a finales del siglo XIX por las ventas de *securities* por industriales del este, amparados en la ausencia de regulación, en el oeste agrícola, como las blue sky law. No obstante, estas normas se mostraron poco efectivas para evitar los fraudes, por lo que luego de 1929, Roosevelt dictó normas federales sobre el mercado de valores, pese a la resistencia inicial al respecto.

En la coyuntura posterior a los sucesos de 1929 se dicta la Securities act de 1933, la cual tiene como objeto regular la oferta pública de valores en base a un registro federal al que se presenta una solicitud de registro con la información completa sobre el emisor y el valor; y la Securities exchange act de 1934, que regula la negociación de valores ya emitidos y crea la SEC.

Lo novedoso de estas normas federales es que se basan en la filosofía de la disclosure (transparencia), es decir, «la convicción de que la mejor forma de proteger al inversor es que esté suficientemente informado de la operación que quiere realizar»<sup>28</sup>. En

25 GARZA, *Op. Cit.*, p. 36.

26 GARZA, *Op. Cit.*, p. 39.

27 GARZA, *Op. Cit.*, págs. 40-44.

28 SALINAS, *Op. Cit.*, p. 717.

tal sentido, la información se convierte en el centro del sistema para lograr un mercado de valores eficiente, y el elemento clave en la protección de los inversionistas en la toma de sus decisiones. Por tanto, no garantiza al inversionista un éxito en su transacción, en el sentido de garantizarle la obtención de ganancias, ni la eliminación de valores especulativos. La única garantía es que el inversionista conozca cuál es efectivamente la situación del valor y del emisor.

De otro lado, el órgano supervisor norteamericano aparece como un mecanismo centralizador, de la información a que están obligados a presentar los emisores que deseen acudir a la oferta pública de valores, al que acuden los potenciales inversionistas a ejercer su derecho de información. Además, en tanto responsable de la protección del inversionista, recibe el encargo de preservar al mercado de prácticas fraudulentas o deshonestas para lo cual se le asigna amplias facultades de investigación, reglamentación y de sanción.

**“Dada la naturaleza de mercancías peligrosas de los valores que se negocian en los mercados de valores éstos se encuentran basados en la confianza de los inversores. De allí que el elemento fundamental de la transparencia debe ser completado con otros de no menor importancia: la protección de la confianza en los mercados.”**

Otro nivel de regulación son las bolsas de valores mediante la autorregulación. Siguiendo al informe de Arthur Andersen<sup>29</sup>, las bolsas, así como las cámaras de compensación con las que éstas trabajan de manera asociada, tienen publicadas un extenso número de reglas que resultan obligatorias para sus miembros. La aplicación de estas reglas es supervisada por comités especiales formados al interior de las bolsas y en el caso de infracciones, dichos comités pueden imponer a los miembros de las bolsas sanciones que van desde multa hasta la exclusión de la bolsa. En general, puede decirse que los principales objetivos de las reglas emitidas por

las bolsas en USA son asegurar que los miembros de las bolsas sean solventes para cumplir con los compromisos adquiridos y promover la liquidez de los valores negociados.

Como puede apreciarse, de esta breve revisión de la estructura regulatoria del mercado de valores, conviven en diferentes planos la regulación federal, estatal y autorregulatoria de las bolsas. En relación a este sistema, Salinas manifiesta que, la estructura regulatoria consiste en el típico esquema piramidal en el cual la Ley está en la cima, la cual contiene principios básicos de forma que las demás normas sean un desarrollo de sus contenidos. Mientras que en la base existe algún ámbito para la autorregulación. Con la supervisión ocurre lo mismo, esta es una misión que se le confiere a la SEC básicamente, pero que, sin embargo, da algún margen de actuación a una serie de *self regulation organizations*<sup>30</sup>.

#### 4.1.4. La Desregulación en USA

Conforme explicamos anteriormente (punto 3.2), la desregulación como fenómeno económico y jurídico se desarrolló en Europa y Norteamérica en la década de los ochenta en la búsqueda de destrabar a los mercados, bajo el argumento que las regulaciones impedían el funcionamiento del mercado y creaban más problemas que los que intentaban resolver.

Si bien ahora parece fácil ante la crisis actual alertar sobre las inconveniencias de la desregulación, también es cierto que muchas veces el momento histórico y la coyuntura especial dan el argumento aparentemente perfecto para tal o cual política. Así, sobre la situación específica de Estados Unidos, Salinas escribe justificando el fenómeno manifestando que «a pesar del impresionante aparato legislativo producido en (este país), la situación de sus mercados financieros no se vio afectada de una forma sustancial. Estos siguieron siendo «clubes privados», con amplios poderes autorregulatorios, unas rigurosas normas de pertenencia y comisiones fijas. Es cierto que el intervencionismo que implicaba el control ejercido por la SEC significó un cambio frente a la ausencia de regulación anterior, pero éste no tuvo como objetivo desregular el monopolio natural de la que se habían dotado sus miembros, sino la protección del inversor por medio de la transparencia»<sup>31</sup>.

Ante esta situación en USA, la desregulación para Salinas, económicamente hablando, era una necesidad, porque el sistema de comisiones fijas, unido a la imposibilidad de ser socio de un miembro del mercado sin ser un profesional de éste, era claramente perjudicial para los inversores

29 ARTHUR ANDERSEN, *Op. Cit.*, p. 15.

30 SALINAS, *Op. Cit.*, p. 744.

31 SALINAS, *Op. Cit.*, págs. 717, 718, 723.



institucionales, cuya importancia había crecido espectacularmente. En consecuencia, fundamentalmente, por la presión ejercida por los inversionistas institucionales la Securities Acts Amendments de 1975 reafirmó la prohibición del sistema de comisiones fijas y permitió el control de empresas miembros del mercado por personas no profesionales de éste. Al mismo tiempo, se produjo una polémica doctrinal desburo-cratizadora, que introdujo una preocupación general por evitar un exceso de normas en el sistema<sup>32</sup>.

#### 4.1.5. La era Bush: La Desregularización a Ultranza

A pesar de voces discrepantes, la mayoría de analistas, y políticos de USA consideran a la desregularización propiciada por las políticas de Bush como una de las causas principales de la crisis que comenzó en USA y que se ha esparcido por el resto de las economías.

Al respecto, la presidente de la Cámara Nancy Pelosi, por ejemplo, culpaba del desastre a «los ocho años de políticas liberalizadoras fallidas de la administración Bush». El inversor multimillonario George Soros también afirmaba que «la liberalización excesiva es la raíz de la actual crisis». Nouriel Roubini, el cotizado economista de la Universidad de Nueva York, la achacaba a «estos hipócritas de Bush, que durante años predicaron la gloria del liberalismo salvaje sin obstáculos del capitalismo». Un editorial del New York Times declaraba que el sistema financiero estadounidense «víctima de prácticas liberalizadoras y anti-fiscalización Republicanas». El Presidente Jimmy Carter atribuía la crisis a «las atroces políticas económicas de la administración Bush», particularmente «la desregulación y(...) la retirada de la supervisión sobre Wall Street».

Al mismo tiempo, Barack Obama manifestaba que el «mayor problema en este proceso entero fue la liberalización del sistema financiero,» y que los problemas actuales son consecuencia «de las fallidas políticas económicas de los ocho últimos años... que esencialmente afirmaban que debíamos retirar las regulaciones, las protecciones al consumo, dejar al mercado a su aire, y la prosperidad nos llovería a todos del cielo». (recogido por Jeff Jacoby, en un artículo del 16 de enero del 2009 en *En America's Daily*).

Pero qué es lo que exactamente hizo Bush en su camino a la desregulación financiera. El ya legendario premio Nobel de Economía, Paul Samuelson, nos explica en un artículo publicado por el diario *El País* en enero pasado, que cuando Bush se hizo con la presidencia en el 2000 y los republicanos obtuvieron mayoría en las dos Cámaras del Congreso, el «conservadurismo compasivo» de Bush se tradujo en

compasivos regalos fiscales a los plutócratas, además de una nueva desregulación de la contabilidad empresarial que les permitiría ocultar las pérdidas y exagerar los beneficios, mediante un manejo de los balances que violaban las estrictas normas de contabilidad creadas en los años anteriores a Bush. El profesor Samuelson continúa diciendo que «las bancarrotas y las ciénagas macroeconómicas que sufre hoy el mundo tienen directa relación con los chanchullos de ingeniería financiera que el aparato oficial aprobó e incluso estimuló durante la era de Bush».

En igual sentido, Juan Torres López catedrático de la Universidad de Málaga, señala que «los cambios legales que propició el Presidente Bush hace unos años en relación con la contabilidad empresarial y que permitían que los grandes inversores, las grandes empresas y los bancos pudieran manipular sus cifras de pérdidas y beneficios para poder seguir invirtiendo sin descanso en (...) productos financieros tan rentables pero al mismo tiempo tan inseguros y arriesgados», (...) han tenido a su vez una doble consecuencia: «La primera, que la contabilidad de los grandes inversores financieros pueda falsear sin dificultad las expresiones más comprometidas de su actividad especulativa. La segunda, que las grandes auditoras se conviertan en parte integrante del gran circo especulativo» ([www.altereconomia.org](http://www.altereconomia.org)).

#### 4.1.6. Respuesta a la Crisis 2008-2009: la Neoregulación

Y es indudable que ante los hechos mencionados en el punto anterior propiciados durante el gobierno de Bush, y la virulencia de la crisis financiera, la respuesta de la mayor parte de gobiernos no podría haber sido otra que dejar atrás la desregulación defendida en años anteriores para ir a la búsqueda consensuada de una neoregulación de los mercados financieros, o una reforma de la regulación financiera, que implique un mayor control de los actores, acusando a las políticas desregulatorias de las causantes de la actual crisis económica.

Es así que en estos días, a marzo del 2009, como parte de los múltiples esfuerzos por superar la crisis, y como parte de la campaña ideológica para concientizar de las nuevas políticas a los mercados, entre ellas el intervencionismo público en los mercados, el presidente de la Reserva Federal (Fed), Ben Bernanke, en un centro de estudios en Washington, manifestaba la necesidad de reformar la regulación financiera de Estados Unidos para reforzar la supervisión de los bancos, fondos de inversión y grandes financieras. Al respecto, precisaba como necesidad la de "tener una estrategia que regule el sistema financiero en su conjunto, en una forma integral". A su vez tanto el presidente de

EU, Barack Obama, y el Congreso hablaban de destinar esfuerzos con el fin de diseñar estrategias para reformar la regulación del sistema financiero, cuyo caos habría puesto en peligro a la primera economía mundial (El Universal, redacción de Efe, martes 10 de marzo del 2009).

Desde el otro lado del Atlántico, en Francia, días previos al G-20, Nicolás Sarkozy, no sólo hablaba de reformar la regulación financiera ya existente, sino de definir una nueva regulación financiera internacional. Según el Eliseo, para el Presidente francés la cumbre del G20, debería tener objetivos ambiciosos y desembocar en decisiones concretas para definir una nueva regulación financiera internacional, reforzar la gestión económica y apoyar la demanda mundial". Concretamente, Francia apostaba desde ya con crear un organismo regulador financiero global, una idea a la que se oponían en un principio Estados Unidos y Reino Unido, pero que era apoyada por la mayoría de los socios de la Unión Europea.

Y luego de realizada la Cumbre del G-20 el 2 de abril del 2009, puede verse que el nuevo modelo neoregulatorio aun en construcción va perfilándose con mayor nitidez. Basta mirar los acuerdos a los que se han llegado en esta cumbre para considerar que los compromisos asumidos tendrán no sólo un alcance supra-nacional o global, sino que tendrá consecuencias decisivas en los ordenamientos regulatorios de los países involucrados. Y es claro que estas consecuencias, se deberán sentir con mayor nitidez en el ordenamiento regulatorio norteamericano que rompería con su reciente pasado desregularizador, como el propio presidente Barack Obama propone.

En el reciente encuentro del G-20 se sientan las bases de una nueva regulación para los mercados financieros. Los puntos más saltantes son los siguientes (tomado de la edición de [www.elpais.com](http://www.elpais.com), 3 de abril del 2009):

- 1) Se propone crear una 'superagencia' reguladora y destinara un billón extra para luchar contra la crisis financiera mundial. El G-20 ha acordado la creación de un Consejo de Estabilidad Financiera (FSB en sus siglas en inglés) sucesor del Foro de Estabilidad Financiera y que contará con poderes ampliados para, en cooperación con el FMI, alertar de los riesgos macroeconómicos y financieros y tomar las acciones necesarias para actuar contra ellos. Además, esta agencia servirá para extender la regulación en los mercados, que cada país se compromete a estrechar.

- 2) El G-20 aumenta la inyección de recursos en más de un billón de dólares extra, de los que casi a mitad van para el FMI, que verá triplicado sus fondos. De esa nueva ayuda, 750.000 millones de dólares los países con más dificultades con el objetivo de restablecer el crédito y el resto para incentivar el comercio. Habrá, además, 100.000 millones para los bancos multilaterales de desarrollo, que son el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. En total, 1,1 billones de dólares "para restablecer el crédito, el crecimiento y los puestos de trabajo en la economía mundial", según el texto final (documento en inglés).
- 3) Los países se comprometen a que harán "todo lo necesario restaurar la confianza, el crecimiento y los puestos de trabajo; reparar el sistema financiero y de crédito; reforzar la regulación y restituir la confianza (...) y rechazar el proteccionismo".
- 4) Dentro de la lucha contra los paraísos fiscales, uno de los temas que más preocupaba a la delegación francesa y alemana, se ha llegado a un consenso para eliminar los paraísos fiscales en aras de la transparencia de la economía mundial. En este sentido han anunciado la creación de una 'lista' de países que mantienen el secreto bancario y el establecimiento de sanciones. Asimismo, se establece que "la era del secreto bancario ha terminado".

#### 4.2. Modelo de Regulación en Gran Bretaña

En el modelo británico el Banco de Inglaterra era el responsable de la eficiencia del mercado de valores inglés hasta 1988, año en el que se crea como organismo vigilante del mercado el Securities & Investment Board (SIB), que responde ante el Gobierno, pero sin ser una organismo estatal. A su vez, este órgano reconoce a las Organizaciones de Auto-Regulación (Self Regulating Organisations o SROs), también privados, de las cuales deben ser miembros, necesariamente, toda persona natural o jurídica que pretenda dedicarse a la intermediación financiera<sup>33</sup>.

El control de los mercados se ejerce básicamente por las SROs. Para tal efecto, emiten las llamadas rule books, normas auto-regulatorias de gran minuciosidad y extensión que regulan los intermediarios y los mercados, las que tienen que respetar, sin embargo, los mínimos establecidos por el SIB y por la Financial Services Act (FSA) de 1986<sup>34</sup>.

33 ARTHUR ANDERSEN, *Op. Cit.*, p. 17.

34 SALINAS, *Op. Cit.*, págs. 743 y 757.


En tal sentido, "son las SROs las que establecen la regulación que rige las relaciones entre los agentes de intermediación y sus comitentes y no las Bolsas de Valores", aunque ellas mantienen importantes poderes auto-regulatorios pero limitados a reglamentar su funcionamiento y las operaciones entre emisores de valores, agentes y demás organizaciones con la bolsa<sup>35</sup>.

Este sistema de regulación británico ha sido definido por Verchik como una estructura regulatoria en el cual "los organismos privados (...) asumen responsabilidades legales de supervisión"<sup>36</sup>. A diferencia del modelo de regulación norteamericano funciona mediante un esquema de pirámide invertida, que concede un papel preferente a la autorregulación y en el control por las SRO. En resumen, se pretende que sea la base del sistema, los propios operadores, los que lleven el peso de su regulación y supervisión, dejando un papel "residual" a la intervención directa estatal<sup>37</sup>.

## 5. Conclusiones

- 1) La Justificación tradicional de la regulación de los mercados financieros, de cara a la actual crisis del 2009, sustentada en la necesidad de garantizar el buen funcionamiento de los mercados (o lo que es lo mismo garantizar la eficiencia de los mercados), y la protección de los inversionistas, teniendo como premisa fundamental que las fuerzas solas del mercado resultan ineficientes para alcanzar una asignación deseada de recursos, sigue actualmente vigente.
- 2) La forma de garantizar un mercado eficiente y una adecuada protección a los inversionistas siguen siendo la transparencia, y la protección en la confianza en los mercados, el cual se encuentra representado por el gran conjunto

de normas que tienen como fin crear, preservar y afianzar la confianza de los inversionistas en el mercado que no están relacionadas con la información, como son las normas referidas a las condiciones de autorización de agentes de intermediación, o las normas de conducta no sirven para generar la transparencia, sino para asegurar unos estándares mínimos de solvencia y profesionalidad en los mercados.

- 3) La regulación de los mercados debe estar orientada no sólo por objetivos claros sino por políticas que limiten el actuar de los estados en base a algún modelo como el Análisis del Impacto Regulatorio, que es en estricto un "elemento del proceso de decisión de la política económica" de un país. Ello permite que la regulación a ejecutar sea consecuencia de un estudio y un análisis y no de una propuesta arbitraria, lo que limita los efectos no previstos (o no deseados) sobre el mercado.
- 4) La desregulación aplicada en base a las técnicas del costo beneficio parecería ser una opción relativamente aceptable desde un punto de vista de racionalizar los recursos, más no las políticas de desregulación financiera aplicadas a ultranza o el relajamiento de la actividad de control por parte de los Entes Supervisores producidos en los últimos años las cuales, no puede negarse, han contribuido decisivamente a la actual crisis financiera.
- 5) La nueva tendencia frente a la crisis financiera actual es sin duda volver con vigor a la regulación de los mercados financieros, lo que incluye mejorar los sistemas de supervisión y dotarlos de mayores facultades que permiten en la mayor parte de países un intervencionismo público bastante acentuado 

35 ARTHUR ANDERSEN, *Op. Cit.*, p. 17.

36 VERCHIK, Ana. **Mercado de Capitales**. Buenos Aires, Ediciones Macchi, 1993. Primera Parte, p. 58.

37 SALINAS, *Op. Cit.*, p. 744.