

LA BOLSA DE VALORES, SU REGULACIÓN JURÍDICA Y OTROS ASPECTOS

Eduardo Mayora-Alvarado*

I. Introducción

1. El Derecho y la Economía se relacionan de múltiples maneras:

1.- cuando la Constitución Política y otras normas jurídicas que la desarrollan definen el régimen económico del Estado, estableciendo los principios en que debe basarse (Art. 118); los aspectos de la economía sobre los cuales los poderes públicos del Estado deben actuar (Art. 119); y el sistema económico que ha de protegerse (Art. 130); 2.- cuando las normas jurídicas se refieren a cuestiones de contenido económico, como ocurre con la llamada "legislación económica" y con otras ramas del derecho como el Derecho laboral, el Derecho comercial, del Derecho tributario, etc.; ó 3.- cuando el legislador sujeta la acción del poder público a consideraciones de índole económica, como acontece cuando se exige a los interesados en obtener alguna licencia o autorización gubernativa presentar estudios económicos que justifiquen su expedición u otorgamiento.

Cualquiera de los criterios arriba mencionados se ubica en la superficie, por así decirlo, de la cuestión de fondo. No son criterios que nos permitan apreciar las consideraciones económicas que influyen en la creación del derecho, ni los efectos económicos del ordenamiento jurídico positivo en la vida real (tanto los deseados como los imprevisibles). Ninguno de dichos criterios nos acerca a las consecuencias, por ejemplo, de que nuestra Constitución Política disponga que nuestro régimen económico se funda en principios de "justicia social", a la vez que impone al Estado la obligación de proteger la "economía del mercado".

2. Desde hace unos cuarenta años a esta parte empezó a desarrollarse sistemáticamente la disciplina conocida como "Análisis económico del derecho", inicialmente y sobre todo, en la Facultad de Derecho de la Universidad de Chicago, en los Estados Unidos.¹ Actualmente esta disciplina florece no solo en ese país, sino que en el Reino Unido, en Europa continental y también en Iberoamérica.² El objeto principal de esta disciplina consiste en aplicar la metodología analítica de las ciencias económicas al derecho, de manera que a partir de ciertos postulados económicos pueda llegarse a comprender y explicar el derecho desde **otra** perspectiva. Esta **otra** perspectiva **no** es un enfoque excluyente **ni** superior a otros enfoques, sino que **uno más**. Permite, eso sí, llegar a ciertas conclusiones relacionadas con el progreso económico de los pueblos (o con su estancamiento), que no podrían deducirse con igual facilidad empleando otros enfoques o perspectivas metodológicas. Para adentrarse en el análisis económico del derecho, por otra parte, no se requiere ser economista ni matemático, sino que sólo se requiere considerar la validez de ciertos postulados económicos fundamentales que, aplicados a lo jurídico, nos permiten apreciar otras de sus dimensiones.

* Decano de la Facultad de Derecho, Universidad Francisco Marroquín (Guatemala).

1 Cfr. Veljanovski. Cento "THE ECONOMICS OF LAW. AN INTRODUCTORY TEXT. Hobart Paper 114 del Institute of Economic Affairs, Gordon Pro-Print Co Ltd. Gran Bretaña 1990: "The Chicago Programme in law and economics dates back to the early 1940s when Henry Simons was appointed to the law faculty. After Simons's death in 1947, Aaron Director took over his teaching responsibilities and in 1949 was appointed Professor of Economics in the Law School... In 1958, the law and economics programme at Chicago entered a new phase with the founding of the Journal of Law and Economics under the editorship first of Aaron Director and then of Ronald Coase" (Pag. 19).

2 Para una obra en castellano de carácter introductorio véase: Torres López, Juan "ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO, PANORAMA DOCTRINAL", Editorial Tecnos. S.A. 1987. Madrid.

3. El análisis económico del derecho **no** se circunscribe a las ramas del derecho de contenido patrimonial o negocial, sino que es aplicable a cualquiera de ellas: el Derecho penal, el Derecho de familia, el Derecho administrativo, etc., etc. Esto es así porque la economía no es, como a veces se piensa, una ciencia de números o estadísticas, de gráficas y de fórmulas. La economía tiene por objeto el estudio del comportamiento humano frente a la escasez; el análisis y explicación del comportamiento humano en términos de cómo empleamos los medios a nuestro alcance para conseguir los fines que nos proponemos, o bien, como suele decirse, el análisis del empleo de los recursos, siempre escasos, para satisfacer las necesidades, siempre ilimitadas.

4. Los postulados económicos de los que hablamos son aquellos del llamado "modelo neoclásico", que podemos resumir así:

el "**individualismo metodológico**", consistente en que sólo se considera objeto de análisis el comportamiento individual; el comportamiento de cada individuo frente a la escasez. Nótese que no se trata de un estudio del "comportamiento egoísta", sino que del "comportamiento individual" frente al problema de la escasez y que el comportamiento de las "colectividades" se analiza a partir del comportamiento de los individuos que toman las decisiones en el seno de las mismas.¹ Según el "individualismo metodológico" es un error atribuir voluntad decisoria, como tales, a lo que en derecho denominamos "personas jurídicas". No es que para efectos jurídicos las personas jurídicas deben considerarse carentes de voluntad eficaz, sino que, para efectos de comprender la dinámica de su actuación, es necesario fijarse en el entorno normativo que envuelve a las personas físicas que, en la realidad factual, toman dichas decisiones. Así, por ejemplo, el análisis económico del derecho nos permite predecir que, si los administradores de una sociedad no fuesen legalmente responsables frente a los accionistas por su gestión, es probable que los haberes sociales serán malgastados, probablemente en beneficio personal de los administradores y no de la sociedad. En terminología de la disciplina a que nos referíamos, diríase que, como el *coste* para los administradores de aprovechar para sí los haberes sociales, en desmedro de los accionistas, es muy bajo (por no existir responsabilidad legal), los administradores tenderán a *beneficiarse a costa* de los accionistas. Para evitar que esto suceda, es necesario incrementar el *coste* de malgastar los haberes sociales, mediante la "clara" definición de las responsabilidades legales de los administradores. De esta última proposición puede colegirse también que, si la definición de las responsabilidades de los administradores fuese "vaga" o "ambigua", el *coste* de malgastar los haberes sociales sería un poco mayor que si no hubiese del todo responsabilidad legal, pero no sería tan alto como si dicha responsabilidad se hubiere definido con claridad. El corolario de este sencillo ejemplo es, naturalmente, que si se considera deseable que los administradores de las sociedades mercantiles *optimicen* (o tiendan a ello) los haberes sociales, es entonces necesario hacerles *costosa* la conducta opuesta, mediante una clara definición de sus responsabilidades legales. Evidentemente, si dichas responsabilidades no fuesen fácilmente deducibles ante la justicia (pública o privada), obviamente, el coste de ser irresponsable no se habría 'prácticamente' incrementado (aunque sí teóricamente), lo que lleva a otra importante conclusión: si una norma sustantiva pretende imponer un *coste* a cierta conducta individual (para estos efectos no existe otro tipo de conducta), pero las normas procesales o su implementación hacen excesivamente *costosa* la aplicación de tal norma sustantiva, este "coste de aplicación" anula el primero (es como estipular una multa que de antemano se sabe que no será cobrada).

Los individuos actúan racionalmente, es decir, persiguen la maximización de su *beneficio* o utilidad. "No se trata de saber por qué los individuos prefieren una cosa u otra, una situación a otra, sino que se establece que si una alternativa ha sido elegida es porque le reporta una mayor *satisfacción, utilidad o beneficio*".² Por otra parte, por comportamiento racional tampoco debe entenderse "comportamiento egoísta", por cuanto que muchas personas estiman *beneficioso* para sí mismas -por consideraciones religiosas, filantrópicas o éticas- el actuar solidario o altruista. En ese sentido, es perfectamente racional el proceder del que renuncia a su personal satisfacción en este mundo, esperando otra mayor en el más allá. De este postulado puede, por ejemplo, inferirse que no tiene gran sentido legislar las situaciones "extremas" como si fuesen la regla general. Para ilustrar este aserto véase como algunas personas consideran que frente al problema del lavado de dinero del narcotráfico to-

4 Para el modelo neoclásico es un error metodológico considerar que las "colectividades" actúan en forma autónoma, independientemente de los individuos que las integran. Obviamente, quienes son de opinión que las organizaciones colectivas verdaderamente "actúan", es decir, verdaderamente expresan su voluntad propia, independiente de los individuos que las gobiernan o dirigen, tendrían que negar cualquier valor o utilidad al análisis económico del derecho, en la medida en que este se basa en el "Individualismo metodológico". Nuestra formación jurídica podría ser un obstáculo para la comprensión del postulado del "Individualismo metodológico", puesto que estamos acostumbrados a pensar en términos de que la voluntad de la "persona jurídica" es distinta de la de las personas naturales que toman las decisiones, a las que el derecho atribuye ciertos efectos específicos. El "Individualismo metodológico" Q2 debe entenderse de Iuresino que de *fado*.

5 Torres López, Op. Cit., pág. 30 y sigs.

das las sociedades bancarias o financieras sólo debieran emitir acciones nominativas, con lo cual se podría controlar mejor a sus propietarios; ahora bien, esto tendría sentido si se considerase que, por regla general, los propietarios de dichas sociedades se dedican al lavado de dinero del narcotráfico, en caso contrario, se estaría imponiendo *costes de transacción* a la generalidad de las personas, derivado del comportamiento de un grupo más bien reducido (la sabiduría popular lo expresa así: "justos pagan por pecadores"). Claro está que podría ser que se haya establecido fehacientemente que la generalidad de los accionistas de las citadas sociedades se ven muy seriamente afectados por las actividades de lavado de unos pocos y, de esa suerte, la medida les causaría *costes*, pero también *beneficios*. Si estos últimos fuesen visiblemente mayores que los primeros (los *costes* de la medida) la norma con que se ilustra este tema (la prohibición de emitir acciones al portador) adquiriría sentido desde la perspectiva del análisis económico del derecho. Este principio de acción racional maximizadora no significa, por otra parte, que todos entienden lo mismo por maximización. Más bien por el contrario, de este principio se deriva la noción de que sólo cada individuo puede determinar lo que a su juicio constituye una acción maximizadora, por lo que sería contrario a este postulado usar el poder coactivo del derecho para imponer conductas a ciertas personas, porque **otras** personas estiman que esas son las conductas que más les *benefician*. No tiene, por tanto, ningún sentido obligar a las personas a comprar o a vender a determinados precios, o fijar precios topes o precios mínimos, etc.

Toda decisión tiene un "*coste de oportunidad*", lo cual significa que siempre que hacemos uso de cualquier recurso para determinado fin renunciamos a todos sus otros usos alternativos, particularmente, renunciamos al valor del recurso en cuestión en su mejor uso alternativo.³ Si tomamos de nuevo el ejemplo de arriba, diremos que al obligar a todas las sociedades bancarias o financieras a emitir acciones nominativas, se estarían perdiendo todos los *beneficios* de que estas sociedades emitan acciones al portador. Es probable que tales *beneficios* superen los *beneficios* esperados de la prohibición, con lo cual, imponer tal prohibición carecería de sentido desde la perspectiva del análisis económico del derecho. Este concepto de *coste de oportunidad* permite también comprender que no hay norma jurídica prohibitiva o imperativa que sea "gratuita", puesto que la imposición de cualquier conducta nos obliga a prescindir de las demás, como también la prohibición de cualquier conducta nos obliga a prescindir de ella. Puede ser que los *beneficios* derivados de prescindir de la conducta prohibida sean mayores que los que podrían derivarse de su realización, en ese caso, el *coste de oportunidad* sería menor que el *beneficio* y, por consiguiente, la medida se consideraría juiciosa. Ahora bien, en múltiples ocasiones es sumamente difícil medir los *costes* y los *beneficios*, puesto que la información necesaria no siempre está disponible, por ejemplo. Por consiguiente, la ley no debiera ser imperativa o prohibitiva sino en circunstancias en las que sea evidente que los *costes* de la prohibición legal serán menores que los *beneficios*.

5. De los postulados expuestos derivan una serie de consecuencias o corolarios, tales como que los individuos prefieren lo más a lo menos; que, a mayor abundancia relativa de un bien, disminuye su precio y viceversa; que la conducta maximizadora de los individuos lleva su acción hasta el punto en que su *beneficio marginal* iguale su *coste marginal*; y que todos los bienes son sustituibles.⁷

6. El análisis económico del derecho es entonces un marco de análisis que permite explicar por qué es que las personas se comportan de cierta manera ante determinados esquemas normativos, como también permite predecir, dentro de ciertos límites comunes a cualquier ciencia social, cómo actuarán las personas frente a determinados esquemas normativos.

II. La Bolsa de Valores

¿Qué puede decirnos el análisis económico del derecho en cuanto a la bolsa de valores?

1. Para empezar, que la bolsa de valores no es una "institución" con vida propia, que toma decisiones como tal, sino que se trata de una serie de individuos que toman decisiones de naturaleza diversa, según el rol o papel que les corresponde. Por esa razón, expresiones como "la bolsa cerró a la alza" o "la bolsa se desplomó", deben emplearse dentro de un contexto adecuado y no deben extrapolarse a "cerró a la alza" o "la bolsa se desplomó", deben emplearse dentro de un contexto adecuado y no deben extrapolarse a situaciones en las que se transmitiría una idea errónea de la bolsa, personificándola.

2. ¿Qué tienen en común las decisiones que toman los individuos que participan en la actividad bursátil, que las distinga de otros tipos de decisiones? Fundamentalmente, que se trata de decisiones que, más o menos directamente, tienen por objeto negocios jurídicos de intercambio temporal o definitivo de valores que en la jerga del análisis económico del derecho y en este trabajo serán llamados "*transacciones*". Estas *transacciones*, 4en su conjunto, conforman un *mer-*

⁶ ídem nota 5. supra.

* En este trabajo aparecen en cursiva aquellas palabras o frases que suelen formar parte de la jerga bursátil o de la jerga del análisis económico del derecho.

cado, en el mismo sentido en que llamamos al conjunto de transacciones que ocurren en "la Placita" un *mercado*. Algunos identifican la *bolsa de valores* como el *mercado de valores*, en vista de que, precisamente, todo en la bolsa gira, más o menos directamente, en torno a las aludidas *transacciones*.

¿Quiénes son los grupos de individuos que toman decisiones en la bolsa? Un primer grupo de individuos son los agentes o corredores de bolsa (que en las legislaciones o regulaciones bursátiles suelen también denominarse "casas de bolsa" cuando están organizados como sociedades mercantiles y en este trabajo denominaremos simplemente "*corredores*"). Los *corredores* -y no la bolsa- son fundamentalmente los intermediarios entre los oferentes de recursos y los demandantes de recursos, aunque con frecuencia realizan *transacciones* por su propia cuenta y *riesgo*. Muchas personas se pronuncian con frecuencia en contra de "los intermediarios" porque piensan que se aprovechan de la ignorancia ajena para lucrar. Suele creerse que los intermediarios **encarecen** las negociaciones comerciales, cargando sus gravosas comisiones. Sin embargo, en realidad y desde la perspectiva del análisis económico del derecho, los intermediarios sirven para **reducir** uno de los más importantes *costes de transacción*: la **información**. En efecto, si no fuese porque los intermediarios se ocupan de manejar información valiosa y oportuna sobre *transacciones* en las que se le involucra a solicitud de sus clientes, muchas, muchísimas *transacciones* jamás se realizarían. Esto no significa, claro está, que todos los intermediarios son *eficientes*, es decir, que todos los *corredores* efectivamente cuentan con la información oportuna para facilitar una *transacción*. Algunos *corredores* son más *eficientes* que otros, porque, aplicando el postulado de la *actuación racional maximizadora de beneficios*, ellos entienden que mientras más *eficiente es* un *corredor*, más *beneficios* debería percibir y, por el contrario, un *corredor* menos *eficiente* debiera percibir menos *beneficios*. De esta proposición tan elemental puede deducirse que, en principio, no tendría sentido imponer legislativamente un arancel de comisiones común y obligatorio para todos los *corredores*, puesto que en tal caso el *incentivo* para ser *eficiente* desaparecería. Dicho de otra manera, de considerarse deseable que los *corredores* sean *eficientes*, la ley no debiera destruir o distorsionar el sistema de *incentivos* para la *eficiencia*, es decir, las comisiones que se paga a los *corredores*.

3. ¿Qué diferencia hay entre el intermediario bursátil del que no lo es? Una diferencia importante entre el mercado bursátil y otros mercados de valores "no organizados", que podríanse llamar mercados extrabursátiles, es que en el mercado bursátil suele garantizarse, hasta cierto punto, el cumplimiento de las obligaciones que los *corredores* asumen por cuenta de sus clientes, o por su propia cuenta. Esto tiene como consecuencia, obviamente, que el riesgo de operar en un mercado bursátil es generalmente menor que el de operar en mercados extrabursátiles, lo cual desde luego no significa que no existan *riesgos*. Lo que los *corredores* suelen garantizar a sus clientes o garantizarse entre sí, es que los valores que se ofrecieron serán entregados al precio pactado y que el precio también será entregado. Si, por ejemplo, llegado el vencimiento del plazo de los valores -en caso de que sean representativos de deuda- su capital e intereses se pagará o no, es cuestión aparte. Por eso es por lo que siempre hay ciertos *riesgos*.

4. ¿Por qué habrían de molestarse los *corredores* de incurrir en el coste de otorgar una garantía, a menos que fuese por una obligación legal, impuesta desde arriba? De nuevo, con base en el postulado de la *actuación racional maximizadora de los individuos*, esto sólo ocurrirá si los *corredores* perciben que los *beneficios* esperados serán superiores al *coste* de otorgar las garantías. Dicho de otra manera, si al otorgarse garantías el número de clientes y el volumen de las *transacciones* se incrementase lo suficiente como para cubrir el *coste* de otorgarlas y, además, para generar un *beneficio* mayor que el *beneficio* que podría abstenerse en ausencia de las garantías, los *corredores* sí las otorgarán, aunque no sea legalmente obligatorio.

Pero algunas personas son de la opinión de que las garantías si debieran otorgarse, aunque no sea *beneficioso para los corredores*. ¿Tendría esto sentido desde la perspectiva del análisis económico del derecho? Según ha quedado dicho, la conducta maximizadora de los individuos lleva su acción hasta el punto en que su *beneficio marginal* iguale su *coste marginal*.⁵ Esto significa que los individuos no miden sus *costes* y *beneficios* en términos absolutos ("todo o nada"), sino que *marginalmente*. Por ejemplo, cuando un individuo está por decidir si emplea cien quetzales para adquirir un par de pantalones o un par de zapatos, lo que realmente se pregunta es si el *coste marginal* de prescindir de un par de zapatos frente al *beneficio marginal* de adquirir un par de pantalones es mayor o menor. Dicho de otra forma, si un individuo ya tiene tres pares de zapatos y sólo un par de pantalones, es muy probable que considere que su *beneficio marginal* es mayor si emplea sus cien quetzales adquiriendo un segundo par de pantalones; pero si ya tiene seis pares de pantalones y sólo un par de zapatos, es muy probable que considere que su *beneficio marginal* es mayor si emplea sus cien quetzales adquiriendo un

⁵ ídem nota 2. *supra*.

segundo par de zapatos. Nótese que en ambos casos el precio monetario de adquisición es el mismo: cien quetzales; lo que cambia es el *coste o beneficio marginal*. Volviendo al problema de las garantías, los *corredores* tendrán que preguntarse si, en presencia del *coste* de la garantía, impuesto por la ley, su *beneficio marginal* no se ve disminuido hasta tal punto que su *coste marginal* de ser *corredores* resulta mayor.

5. Esta última consideración se relaciona directamente con el concepto de *coste de oportunidad*, es decir que siempre que hacemos uso de cualquier recurso para determinado fin renunciamos a todos sus otros usos alternativos, particularmente, renunciamos al valor del recurso en cuestión en su mejor uso alternativo.⁹ Puede fácilmente imaginarse que los recursos que un corredor usa para su negocio de corretaje, podrían también emplearse para una agencia de viajes. Supóngase que esta actividad sería la segunda mejor opción para cualquier determinado *corredor*. Sería entonces a los *beneficios* derivados de operar una agencia de viajes a lo que renunciaría ese *corredor*, de continuar en su actividad de corretaje. Renunciar a tales *beneficios* (los derivados de una agencia de viajes) sólo tendría sentido si los *beneficios* derivados del corretaje fuesen *marginalmente* mayores. Pero como se dijo arriba, la relación entre una actividad y otra (el corretaje y el turismo) **cambió** como consecuencia de que la **ley** ha impuesto a los *corredores* la obligación de otorgar garantías a un *coste* por encima de los *beneficios marginales* que el otorgamiento de tales garantías acarrearían. ¿Qué decisión tomaría un *corredor* ante ese cambio legislativo? Si el *margen* de *beneficios* entre el negocio del turismo y el del corretaje es suficientemente grande como para absorber sobradamente el nuevo *coste de transacción* (la garantía obligatoria), permanecerá en el corretaje; en caso contrario, lo abandonará. Volviendo a nuestra pregunta original, ¿tiene sentido obligar a los *corredores por virtud a la ley del otorgamiento de una garantía*? Desde la perspectiva del análisis económico del derecho la respuesta es sencilla: salvo que se cuente con **información completa** sobre los efectos que la medida legislativa produciría y que dichos efectos se consideren deseables, la imposición de la obligación legal no tendría sentido.

6. Esta última observación conduce al análisis de la siguiente cuestión: ¿Se puede llegar a tener **información completa** sobre *los costes y beneficios* que soportaría o percibiría un tercer individuo al tomar una decisión y, por consiguiente, se justificaría tomar por él la decisión? Salvo por lo que toca a situaciones excesivamente simples y evidentes, es por regla general imposible contar con la **información completa** sobre las circunstancias que pueden afectar las decisiones de terceros. Dicho de otra manera, cada individuo confronta circunstancias diferentes que afectan sus decisiones de forma también diferente y por esta razón, desde la óptica del análisis económico del derecho, para usar la fuerza coactiva de la ley imponiendo ciertas conductas o previniendo otras, deben existir motivos gravísimos que lo justifiquen, dado que casi nunca puede contarse con **información completa** y, de consiguiente, los efectos de las imposiciones legislativas suelen ser, en su mayor parte, ignorados *ex ante* y sólo conocidos *ex post*, cuando puede ser ya demasiado tarde.

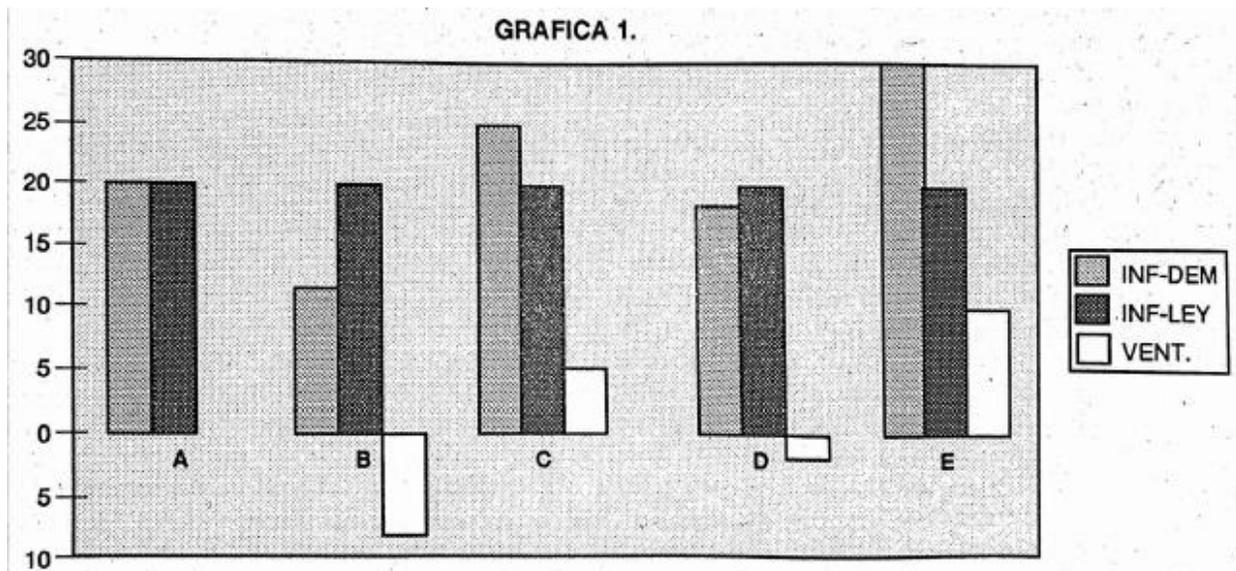
7. Un segundo grupo de individuos participantes en la actividad bursátil son los *emisores* de valores (demandantes de recursos). Son quienes ofrecen al público ciertos *beneficios* por el uso de sus recursos (capital), esperando que ellos, los *emisores*, obtendrán aún mayores *beneficios* por el uso de dichos recursos, si se trata del mercado de deuda, o bien, si se trata del mercado de acciones, son quienes se presentan ante el público como la opción más *beneficiosa para* asignar (invertir) sus recursos.

8. ¿Cómo saber si las promesas de los *emisores* se cumplirán o no? Como antes se indicó, no existe la posibilidad de contar con información completa sobre la situación de terceras personas, mucho menos cuando se trata de su situación futura. ¿Es entonces cierto que jugar a la bolsa o a las carreras de caballos es prácticamente lo mismo? Algunos seriamente piensan que ese es el caso, aunque la opinión predominante entiende que la naturaleza del *riesgo* involucrado en las carreras de caballos es distinta de la naturaleza del *riesgo* que se corre al invertir en valores que se negocian en la bolsa. Lo cierto es que, en ninguno de los dos casos, la información puede ser completa.⁶ Pero no obstante esta realidad insuperable, todas las bolsas se distinguen de otros mercados **no** organizados en que ofrecen al público en general y sus *corredores* cierta información básica y sistemática sobre la situación financiera y los acontecimientos más relevantes que afectan la trayectoria de los *emisores* que acuden al mercado bursátil. Aquí surge inmediatamente la pregunta de ¿cuánta información es la que debe proporcionarse al público? Desde la perspectiva del análisis económico del derecho, la respuesta sería que, salvo que se tenga una razón de muchísimo peso, la ley no debiera exigir más información que la que los *emisores*, cada *emisor*, estima que *maximiza* sus *beneficios*, teniendo en cuenta cuánta es la información

¹⁰ Realmente casi nunca tomamos decisiones plenamente informadas: ni cuando nos casamos o cuando elegimos una profesión. De hecho, muchas personas encuentran su verdadera "vocación" después de muchos años y, en no pocos casos se trata de algo muy diferente a lo que pensó que verdaderamente le atraía.

que los *inversores* (dueños de los recursos) demandan, lo que equivale a decir, aquella información cuyo *coste* de producción y divulgación están dispuestos a sufragar. En ese sentido, es muy probable que los *inversores* (de quienes hablaremos después) demanden muy poca información sobre ciertos *emisores* y mucha información sobre otros *emisores*. Para empezar, ciertos *emisores* son empresas (exitosas o no) relativamente nuevas; además de su antigüedad, hay ciertas actividades empresariales (como la venta de productos alimenticios para consumo humano) que son de conocimiento más generalizado que otras actividades (como la fabricación de microprocesadores); y además de todo ello, hay *emisores* que el público percibe (con razón o sin ella) como empresas sólidas y, por consiguiente, no se preocupa gran cosa por obtener más información.

9. Pero también en este caso hay personas que estiman que la ley debe imponer estándares mínimos de información, aun si tales estándares no son demandados por el público y, por consiguiente, suponen *beneficios marginales* inferiores a sus *costes marginales*, o dicho de otra manera, tanto los *emisores* como los *inversores* preferirían usar los recursos que consume la producción y divulgación de la información en otras opciones que ellos consideran más *beneficiosas* para sí mismos, aunque en efecto podrían estar equivocados. ¿Conviene entonces, por así decirlo, permitir que la gente se equivoque? Veamos la siguiente gráfica:



Allí aparecen las empresas "A", "B", "C", "D" y "E", en la primera columna aparece la cantidad de información que el público demanda de cada una de estas empresas (INF-DEM); en la segunda, la información mínima que la ley requiere de todas ellas (INF-LEY); y en la tercera, la ventaja o desventaja que la ley otorga a cada empresa (VENT), que viene determinada por la diferencia entre la información que el público demanda de cada una de dichas empresa y la que la ley les exige como mínimo. En el caso de "A", en este ejemplo hipotético, su situación no se ve afectada por lo que la ley dispone, puesto que el público demanda de "A" la misma cantidad de información que la ley exige, pero en lo que a "B" y "D" se refiere, la ley viene a imponerles un coste adicional que el *mercado* no les impondría y, por otro lado, ese requisito legal pone en ventaja a "C" y "E", porque el *mercado* les habría requerido mayor información que la que la ley les exige. Claro está que "C" y "E" podrían decidir, de todas formas, proporcionar dicha información (la demanda) puesto que para ellos sería *marginalmente beneficioso*, aunque muchas veces las personas consideran que el mínimo legal es el razonable y, por así decirlo, "renuncian" a exigir más que el mínimo. Pero aun suponiendo que tal cosa no ocurriría y que el *mercado* demandaría de "C" y "E" más información, de todas maneras, el mínimo legal de información les habrá favorecido respecto de "B" y "D", porque a estas últimas dos empresas la ley les ha impuesto un coste adicional que de otra suerte no habrían tenido que cubrir. Es muy importante comprender que, como la información de todas formas nunca será exhaustiva, los *inversores* pueden igualmente acertar o equivocarse en cuanto a sus expectativas, es decir, pueden haber demandado demasiada información de "C" y "E" y muy poca información de "B" o "D", por razones equivocadas en ambos casos, lo cual pagarán soportando *costes* propios (cada *inversor*). Lo que el análisis económico del derecho persigue poner

de relieve es que el legislador, al establecer el mínimo legal de información en 20, puede también haberse equivocado en cuanto a las cinco empresas, pero el coste de su equivocación lo pagarán otros, no él.

10. Antes de pasar a considerar el papel que juegan los *inversores* es importante considerar la cuestión de quiénes debieran poder acudir al mercado en busca de recursos. Es decir: ¿debiera cualquier individuo o grupo de individuos -organizados como quieran-tener acceso al mercado bursátil para demandar recursos, o debiera la ley establecer requisitos mínimos para ese efecto, como un capital de al menos un millón de quetzales, por ejemplo? Algunos opinan que para acudir al mercado debiera también satisfacerse otros requisitos: cierta situación de solvencia; cierta situación de liquidez; que el destino para el que se demandan los recursos sea deseable, etc., etc., etc. Desde la perspectiva del análisis económico del derecho existen interesantes perspectivas de análisis en cuanto a estas cuestiones.

Con relación a la inclusión de un capital mínimo como requisito legal, existen numerosas aristas que examinar, pero el alcance y propósitos de este trabajo sólo nos permite referirnos a dos o tres de ellas. La norma del capital mínimo supuestamente impediría el acceso al mercado de *emisores* que podrían representar *riesgos* excesivos. Dicho de otra forma, un capital pagado mínimo representativo (de un millón de quetzales, por ejemplo) contribuiría a evitar que acudan al mercado *emisores* que constituyen una muy *riesgosa* inversión, lo que equivale a firmar que existe una relación entre el capital pagado y *riesgo* en la que, a mayor capital pagado, se incurre en menor *riesgo* al invertir. Pero esta afirmación sólo tiene sentido si se analiza con relación a otros aspectos de la situación financiera de un *emisor*, como por ejemplo el monto de sus pasivos y la calidad de sus activos. Si una particular entidad *emisora* cuenta con cinco millones de quetzales de capital pagado, pero sus pasivos ascienden a ciento veinticinco millones de quetzales y otra entidad emisora cuenta con sólo quinientos mil quetzales de capital pagado, pero sus pasivos ascienden a un millón y medio de quetzales, es muy probable que esta segunda empresa sea un *riesgo* de inversión menor. Por otra parte, es fácilmente concebible que una particular *emisora* de valores cuente en un momento determinado con un alto capital pagado (es decir, comprado con sus pasivos) y sin embargo, sus servicios o productos ya no se demanden por los *consumidores*. El capital pagado no es, *per se*, un factor que necesariamente incide en el *beneficio* de reducir los *riesgos* de *inversión*, aunque es evidentemente un costo de acceso al mercado, para quienes se encuentren por debajo del capital legal mínimo. Dicho sintéticamente, se trata de la imposición de un *coste* legal inconexo con el *beneficio* esperado, lo cual es económicamente irracional.

La exigencia legal de ciertas relaciones de solvencia o de liquidez para acudir al mercado (como la que contiene nuestro Código de Comercio en cuanto a las obligaciones o debentures) sí podrían considerarse *costes* legales conexas con el *beneficio* de reducir los *riesgos* para el público inversor, lo cual no es necesariamente *maximizador del* producto social. Esto quiere simplemente decir que la reducción de *riesgos* no es *gratuita* y que la intervención del legislador para reducir los *riesgos* siempre impone *costes* sociales. Si las leyes y reglamentos que rigen el tránsito impusiesen una velocidad máxima de 20km/h es claro que los *riesgos* de los accidentes de tránsito se reducirían, pero tales *beneficios* tendrían que compararse con los *costes* de no conducir a una velocidad de 20km/h para poder juzgar la conveniencia de dicha medida. De igual manera, la reducción de los *riesgos* para los *inversores* en el mercado bursátil, impuesta por la ley, tampoco es gratuita.

11. Un tercer grupo de individuos (actuando por sí u organizados de diversas maneras) son los *inversores* (oferentes de recursos). Es a los *inversores* a quienes compete evaluar los *riesgos* de la inversión en los diversos instrumentos que se negocian en la bolsa, aunque existen diversas opiniones sobre qué tipo de *riesgo* o hasta qué grado de *riesgo* debiera permitirse tomar a los *inversores*. Algunos opinan que ni las leyes ni las regulaciones bursátiles debieran ocuparse de estas cuestiones y otros, por el contrario, estiman que éste es el papel principal de la legislación bursátil: proteger a los *inversores* contra la asunción de riesgos excesivos. Sobre este aspecto, es importante considerar el problema de la *internalización* de los *costes de transacción*. Esto significa que sólo es eficiente aquel sistema en el que los *costes* de una transacción se atribuyen a quienes se *benefician* de la misma. Así, por ejemplo, sería más eficiente permitir que cada inversor asuma el *riesgo* que estime personalmente conveniente, en la medida en que el sistema le atribuya a ese *inversor* tanto los *costes* como los *beneficios* de asumir el *riesgo* por él escogido.

Este último enfoque no es de ninguna manera aceptado *a priori* por la mayoría de las gentes. Por ejemplo, muchos opinan que debieran existir sistemas de garantía o bien, de "calificación" obligatoria de todas las emisiones. Sobre las garantías que suelen ofrecerse en el sistema bursátil ya hemos hablado antes.⁷ La "calificación" de las emisiones consiste en la evaluación por parte de expertos de la situación financiera *ex ante* (antes de realizarse una emisión) de cualquier *emisor* de valores. De la evaluación con

11 Ver números 4, 5 y 6.

arreglo a cierta metodología contable y financiera, resulta la "calificación" (vbg. "A"=bajísimo *riesgo*; "B"=*riesgo* razonable; "C"=alto *riesgo*) y con base en la "calificación" se supone que los *inversores* pueden realizar una decisión informada. Algunos estiman que la *calificadora* debe ser un órgano estatal, otros encuentran más adecuado que se trate de empresas privadas especializadas. Lo cierto es que, en cualquier caso, la "calificación" no es gratuita, en diversos sentidos. Primero debe cubrirse a las *calificadoras* el coste de sus servicios que, en un esquema en que se trate de empresas privadas y, además, la ley oblique a la "calificación", es fácil percibir el surgimiento de un problema de precios monopólicos. Pero éste no sería el único coste de la calificación, sino que, además, por regla general, los *emisores* mal calificados tendrán que pagar tasas de interés más altas (en el mercado de deuda) o bien, vender sus acciones a precios más bajos (en el mercado de capitales). Este último aspecto no es por sí solo indeseable, excepto porque, por regla general, a las empresas *emisoras* nuevas no puede dárseles una "calificación" alta por la sencilla razón de que no tienen una trayectoria conocida, como las ya existentes, lo cual no tiene relación con lo exitosa o no que la empresa será en el futuro. Este es un caso más en el que se producen para ciertos actores en el mercado bursátil *externalidades negativas*, en el sentido de que las empresas nuevas se ven obligadas a asumir *costes de transacción* cuyos *beneficios* disfrutaran terceras personas.

La norma legal de "calificación" obligatoria crea también cierto tipo de incentivos en cuanto a la conducta de los *inversores*, relativa a los esfuerzos que emplean en informarse antes de invertir. En efecto, ante una "calificación" obligatoria es racional que los *inversores* decidan utilizar menor cantidad de sus propios recursos para informarse sobre la situación de los *emisores*, después de todo para eso están los expertos *calificadores*. Pero esto no es necesariamente bueno, porque las inversiones en el mercado vienen a ser realizadas "predominantemente" con base en el criterio de algunos pocos -los expertos *calificadores*- en lugar de hacerse con base en el criterio de muchas personas, aunque no sean expertas. Lo inconveniente de que esto sea así es que, si una determinada "calificación" resulta eventualmente equivocada y una *emisora* triple "A" llega a caer en la insolvencia, el *coste* lo soportarán "predominantemente" los *inversores* y no los *calificadores*. Podría pensarse que también los *calificadores* soportan el *coste* de una "calificación equivocada" porque el mercado perderá confianza en ellos y su negocio se dañará. Esto sería así en el caso en que la "calificación" **no** fuese obligatoria legalmente, pero si la protección (obligación) legal existe, todos tendrán que seguir cubriendo los *costes* de la "calificación", aunque no confíen en sus resultados. Este es otro ejemplo de cómo la ley puede imponer *externalidades negativas* a ciertas personas, es decir, hacerlas soportar los *costes* de las acciones de terceros.

12. En un escenario en el que existe la obligación legal de realizar la "calificación" de los *emisores* es también posible inferir, a partir del análisis económico del derecho, otros problemas de no poca importancia, relacionados con el postulado de la *conducta maximizadora* de los individuos. En efecto, como antes indicamos, cuando ocurre una "calificación" equivocada por parte de los *calificadores*, quienes asumen los *costes* directos de la equivocación son quienes invirtieron basándose en la información proporcionada por los *calificadores*. Esto últimos podrían además soportar ciertos *costes* relacionados con la pérdida de credibilidad en su función, lo cual podría conducir, en una situación extrema, o bien, a que el Estado asuma la función "calificadora" (en el supuesto de que fuese inicialmente privada), o bien, a que las leyes y regulaciones impongan a los *calificadores* -públicos o privados mayores exigencias de rigurosidad. Esto último, en definitiva, quiere decir que todas las "*calificaciones*", de allí en adelante, serán más bajas, de modo que, si vuelve a ocurrir una catástrofe, no sean los *calificadores* quienes carguen con la culpa.

Podría creerse que un posible desenlace de una pérdida de credibilidad en el sistema de "calificación" obligatoria, sería su abandono. Es posible que algo así suceda; sin embargo, generalmente se observa que cuando fallan los sistemas de regulación, para la protección del público, la tendencia es a hacerlos aún más estrictos (es decir, aún más *costosos*), en lugar de abolirlos del todo.⁸

13. Antes de pasar al último grupo de individuos que interactúan en el ambiente bursátil quizá resulte útil ilustrar con tres supuestos hipotéticos lo que se ha discutido arriba:

¹² Recordemos cómo en Guatemala se pasó de un sistema de libre convertibilidad a la instauración del "delitocambiario" en cuestión de pocos años. Es verdad que actualmente el control de cambio está siendo prácticamente abandonado, pero después de sucesivas catástrofes costosísimas.

Tabla I

	Tasa Int.	Cost. Inf.	Cost. Cal.	Cost. Div.	Cost. Cap.	Cost. Tot.	CostMax	Diferencia
Emisor I	14	1.25	0.75	2.12	0	18.12	18.5	0.38
Emisor II	15.5	1.25	0.75	2.12	0.5	20.12	19	-1.12
Emisor III	15	1.25	0.75	2.12	1.05	20.17	22	1.83

Explicación: La ley establece los *costes* mínimos para acudir al mercado.

Tabla II

	Tasa Int.	Cost. Inf.	Cost. Cal.	Cost. Div.	Cost. Cap.	Cost. Tot.	CostMax	Diferencia
Emisor I	14	1	0	1.5	0	16.5	18.5	2
Emisor II	15.25	1.25	0	1.5	1	19	19	0
Emisor III	15	1.50	0.75	2.5	1.25	21	22	1

Explicación: Los *costes* sólo se asumirán hasta el punto en que se percibe por cada emisor que los beneficios serán mayores.

Tabla III

	Tasa Int.	Cost. Inf.	Cost. Cal.	Cost. Div.	Cost. Cap.	Cost. Tot.	CostMax	Diferencia
Emisor I	14	1	0	1.5	-1	15.5	18.5	3
Emisor II	15	1.25	0.75	1.5	0.5	19	19	0
Emisor III	15	1.5	0.75	1.5	1.25	20	22	2

Explicación: aquí se muestran los *costes* que los inversores exigirían de los tres emisores para invertir en sus valores.

Diferencia entre el "coste de mercado" y el "coste legal"

Emisor I -2.62
Emisor II -1.12
Emisor III -0.17

Los datos empleados arriba se han elegido arbitrariamente para ilustrar lo que conceptualmente ya se ha discutido antes. Todas las cifras deben entenderse en términos porcentuales, a modo de apreciar el efecto que los diversos *costes* tendrían sobre la tasa de interés. Se presenta la situación imaginaria de tres *emisores*: I, II y III que se encuentran en diversa posición. El *emisor I* es una empresa bien establecida, conocida ampliamente (por lo que los *inversores* no demandan mucha información: "Cost. Inf." ni existe necesidad de realizar mayores esfuerzos de divulgación: "Cost. Div.") y con un sólido patrimonio (por lo que los *inversores* tampoco demandan más capitalización: "Cost. Cap." ni necesitan que terceras personas les certifiquen, a través de una calificación, "Cost. Cal" que la empresa va bien). De requerir recursos financieros los podría obtener de un banco a un *coste total* de 18.5% anual, por lo que ése es el *coste máximo* que pagaría en el mercado bursátil a los potenciales *inversores* ("Cost.Max.") El *emisor II* es una empresa menos conocida por el público, pero los bancos tras un análisis de sus proyectos y de su situación le darían financiamiento a un *coste total* de 19%, razón por la que tampoco asumiría un *coste* mayor que ése de acudir al mercado bursátil. En los ejemplos que aparecen arriba asumimos que el mercado bursátil coincidiría con el análisis de los banqueros, por lo que para el *emisor II* es prácticamente indiferente ir al mercado bursátil o al mercado bancario. El *emisor III* está en una situación muy parecida que la del *emisor II*, excepto porque el mercado bursátil (los *inversores* no bancarios) consideran al *emisor III* un menor *riesgo* que los banqueros (los banqueros le prestarían dinero al 22% p.a., mientras que los *inversores* en el mercado bursá-

til solo exigirían asumir un *coste total* [Cost. Tot.] del 20%).

El "Supuesto I" representa una situación en la que es la ley y no el mercado (los *inversores* compitiendo por las mejores oportunidades de inversión) la que determina los *costes* de acceso al mercado bursátil, menos la tasa de interés, suponiendo el legislador -como es razonable- que éste es el *coste* clave (aunque no el único) para captar recursos. Como puede apreciarse, en este supuesto hipotético, *el emisor* no acudiría al mercado, porque la ley le impone *costes* mayores que los que le impondrían los banqueros (por eso su "diferencia" es negativa=-1.12%). En este primer supuesto también puede apreciarse que al *emisor* la ley le obliga a incurrir en *costes* mayores que los que los *inversores* exigirían para comprar sus valores (2.62% en exceso), lo cual este emisor está dispuesto a pagar sólo porque con todo y ese *coste* *excesivo*, acudir a los bancos le saldría aún más caro (0.38% más caro). Este *coste* innecesario desde la perspectiva del *emisor* lo encuentran algunos justificado en aras de la ya comentada reducción de *riesgos*, sin embargo, este es un argumento equivocado, porque los *inversores* habrían de todas maneras asumido el *riesgo*, a menor *coste* para el emisor. Es un caso en el que nadie se *beneficia* del *coste* adicional incurrido.

Finalmente, de los casos de los *emisores* I y III se deduce que en ocasiones las personas se equivocan en cuanto a su "percepción" de los *costes* en que necesitan incurrir para tener éxito, puesto que como puede apreciarse estos *emisores* habrían asumido *costes* mayores que los exigidos tanto por la ley como por el mercado, lo cual no es conveniente ni para ellos ni para la sociedad. Ahora bien, según el análisis económico del derecho, lo importante es que los *costes* de esos errores de percepción lo sufran (los *internalicen*) sus autores, de manera que tengan incentivos para corregirlos en el futuro.

16. El cuarto y último grupo de los protagonistas del mercado bursátil son los "administradores" de las reglas del sistema.⁹ Entre ellos podemos considerar tanto los que trabajan directamente para la bolsa, como los que lo hacen para los órganos reguladores, cuando éstos existen. Ya se dijo antes que una de las diferencias importantes entre otros mercados y el mercado bursátil, es que este último funciona con arreglo a ciertas prácticas explícitamente establecidas y consistentemente aplicadas, que persiguen disminuir los *costes de transacción*. Los *costes de transacción* son todos aquellos *costes* en que debe incurrirse para llegar a concluir un contrato. En buena parte, dichos *costes* se relacionan con la información necesaria para llegar a concluir una negociación: se desea adquirir un bien o servicio, pero ¿en dónde está el proveedor? ¿Cuál es la mejor opción? ¿Cuál es el mejor precio, o al menos, un precio razonable? Además, también existen problemas relacionados directamente con los términos de la negociación: ¿Qué tipo de riesgos ha de asumir cada una de las partes? ¿En qué forma ha de contratarse? ¿Basta un apretón de manos o es necesario ir al Notario? ¿Qué pasaría en caso de incumplimiento? Estos y otros tipos de *costes de transacción* son los que persigue disminuir el sistema normativo e institucional del mercado bursátil. En teoría tradicional de Derecho mercantil suele decirse que esta rama del derecho es poco formalista y sumamente práctica para facilitar el gran tráfico mercantil, "las negociaciones en masa". Pues se trata de la misma idea, expresada de otra manera.

Pasemos al examen, desde la óptica del análisis económico del derecho, de cómo la normativa y las instituciones bursátiles persiguen reducir los *costes de transacción* en tres aspectos específicos: información; formalismo contractual; y mecanismos de ejecución contractual. En cuanto al primer aspecto, la normativa y las instituciones bursátiles establecen (bien sea mediante legislación o a través de mecanismos autorregulatorios) tres niveles o áreas básicas de información: 1 a. información respecto de las *transacciones* que se realizan o las *ofertas* que se formulan en firme (el precio, la especie, el volumen de negociación; etc.); 2a. información financiera respecto de los agentes o casas de bolsa (los *corredores*), particularmente en aquellos mercados en que éstos toman riesgos propios; y 3a. información financiera y operativa respecto de los *emisores*. Estos sistemas de información permiten a los *inversores* o a sus asesores conocer con cierto grado de certeza el tipo de riesgo que asumen al adquirir los valores de su escogencia, sin que tengan que gastar recursos en obtener la información correspondiente. Además, las normas de la bolsa impiden a los *corredores* realizar transacciones fuera de los mercados autorizados, de manera que tanto *inversores* como *emisores* tienen un grado importante de certeza en cuanto que, si existe un precio de mercado en cuanto a los valores de su escogencia, es en la bolsa en donde lo pueden conocer. Este aspecto es de suma importancia en términos de la reducción de los *costes de transacción*, puesto que los pequeños *inversores* pueden realizar *inversiones* acertadas con sólo seguir las tendencias del mercado, diríamos, "imitando" el proceder de *inversores institucionales* (bancos de inversión, compañías de seguros, compañías financieras, fondos mutuos, fondos de pensión; etc.) que

¹³ Estos "administradores" de las reglas son "servidores de la bolsa", en el sentido de que trabajan para que todos los que participan en la bolsa, alcancen mejor sus fines y, en efecto, todos los que negocian en la bolsa les remuneran por sus servicios, pagando las comisiones y cargos diversos que existen.

cuentan con ventajas de economías de escala en el análisis de la demás información que sobre los *emisores* existe a disposición, gracias a la normativa del mercado bursátil.

En cuanto al formalismo contractual existen también mecanismos de suma utilidad para la reducción de los *costes de transacción*. Algunos suelen afirmar, quizá con demasiada ligereza, que los contratos de bolsa son totalmente carentes de formalismo y del todo simples (es decir, compraventas lisas y llanas que incluyen sólo dos contraprestaciones: entrega de los valores y pago de su precio). Esta es una apreciación correcta en cuanto a lo que "aparenta" ser la negociación bursátil; pero detrás de esa aparente simpleza, existen sofisticados y complejos mecanismos contractuales, que persiguen justamente lograr que las cosas ocurran de tal manera que den la impresión de ser sumamente simples. En síntesis, los reglamentos bursátiles (a los que todo *corredor se* sujeta mediante un contrato de adhesión) estipulan quiénes pueden formular ofertas en los diversos mercados bursátiles; en qué forma deben formular sus ofertas, para que se consideren válidas; quiénes pueden aceptar tales ofertas; en qué forma deben aceptarlas para que se considere *cerrada* una operación bursátil; en qué forma deben validarse o verificarse las *transacciones* realizadas (sistemas de corroboración de las *transacciones* pactadas); qué pasos deben seguirse para compensar y liquidar las *transacciones* pactadas; qué tipo de transacciones están cubiertas por las garantías otorgadas por los *corredores*; cuáles son los mecanismos para ejecutar tales garantías; y cuáles son los mecanismos para deducir responsabilidades a los *corredores que* no cumplen con sus transacciones. Todo este conjunto de normas son las que los *corredores* aprenden a manejar al dedillo, de modo tal que llega un momento en que los sistemas de los cuales operan son su "ambiente natural".

Finalmente, los mecanismos de ejecución contractual, es decir aquellos mecanismos diseñados para que las *transacciones* pactadas se cumplan adecuadamente, son al igual que los otros dos aspectos señalados de suma importancia para la reducción de los *costes de transacción*. Estos mecanismos son los mecanismos de compensación y liquidación de las transacciones pactadas. Entre ellos existen varias modalidades, aunque actualmente se entiende que la más eficiente es la denominada "entrega contra pago" (ECP), según el cual la bolsa (o la *caja de valores*, o [incluso una entidad especializada en operaciones de compensación) determina la posición neta de cada *corredor*, tanto en dinero como en valores, para que [posteriormente se proceda a la liquidación de dicha posición neta. Esto es decir que, un *corredor en* particular puede haber adquirido (por cuenta tanto de sus clientes, como suya propia) obligaciones de pago respecto de otros *corredores* por diez millones de quetzales en total, pero estos otros *corredores* pueden haber adquirido, respecto del primero, obligaciones de pago por doce millones de quetzales, con lo cual, la posición neta "en dinero" del primero de los *corredores* citados sería una "posición acreedora" en dos millones de quetzales. Es muy probable que, si por un lado su posición neta en dinero es una posición acreedora, por otro lado, su posición neta en valores sea una "posición deudora" respecto de otros *corredores*. Claro está que, en cuanto a los valores que se negocian, como no necesariamente son los mismos para cada posición, es muy probable que los valores que un *corredor debe* entregar no sean todos de la misma especie que los que le deben entregar a él. Todo esto se determina mediante los mecanismos de compensación de las transacciones bursátiles. Una vez determinada la posición neta (que suele hacerse diariamente) de cada *corredor*, se procede entonces a liquidar esa posición, lo cual significa que, en efecto, se le entrega a cada *corredor los* valores que le corresponden, a la vez que se le paga o acredita en cuenta lo que en dinero le corresponda (si fuese el caso). Para estos efectos, la bolsa (o la entidad encargada de la liquidación) puede proceder de diversas formas: **a.** acreditarse en cuenta provisionalmente las sumas de dinero que corresponde a cada *corredor*, contra la entrega, o el registro en sus libros, también provisionalmente, de los valores que le corresponden; o **b.** acreditando en cuenta las sumas que se corresponda a cada *corredor*, contra provisión previa de fondos por la parte compradora y sólo entonces entregar o registrar en sus libros la transmisión de los valores correspondientes. En el primer caso, la sociedad liquidadora asume riesgos crediticios frente a los *corredores* que suelen ser "riesgos calculados", en el sentido de que sólo concede crédito provisional y condicionalmente, o bien, en el sentido de que existen garantías de liquidación preconstituidas, de fácil liquidación (valores altamente líquidos; cartas de crédito *stand by*, finanzas extendidas por afianzadores, etc.). En el segundo caso la sociedad liquidadora no asume riesgos crediticios frente a los *corredores* contratantes, puesto que se le provisionan los fondos previamente, lo cual, por otra parte, suele alargar el procedimiento de liquidación.

Habrán notado el lector que hacemos referencia arriba a que los valores sean entregados o "registrados" a favor de quien corresponda en los libros de la sociedad liquidadora. En este último caso, existe, además, un servicio de custodia y registro de transferencias mediante anotaciones que se hacen en libros dispuestos para ello. En nuestro país esto ya funciona con arreglo a disposiciones contractuales y, po-

siblemente, la futura "Ley del mercado de valores"¹⁰ incluya la figura del "Depósito colectivo de valores" y la de "Emisión de valores mediante anotaciones en cuenta", que facilitarán aún más el funcionamiento de estos mecanismos. Estas "cajas" o centrales de valores reducen también los *costes de transacción* en cuanto que disminuyen los riesgos de hurto o robo de valores, así como de su falsificación y de su circulación física, de tal manera que cualquier valor puede ser emitido, colocado en el mercado y transmitido en numerosas ocasiones, sin que alguna vez cambie físicamente de manos. Para ese efecto, los valores se depositan en las bóvedas y se registra la emisión original en los libros correspondientes y, en cada ocasión en que se transmiten a terceras personas, la titularidad de los valores se anota en dichos libros, extendiéndose, además, constancias de depósito "no negociables".

III. Conclusión

Así como no existe hoy día ninguna sociedad próspera carente de un sistema de justicia altamente dotado, tampoco existe ninguna economía próspera que funciones sin un mercado de capitales altamente desarrollado. Una de las muestras de que un país ha pasado a "las grandes ligas" es que los sistemas internacionales de noticias informan al mundo sobre las cotizaciones de los valores que se negocian en su mercado de capitales.

El análisis económico del derecho permite comprender mejor cómo es que las instituciones bursátiles, o en general, del mercado de valores, pueden permitir el crecimiento económico, si la sustentación legal se establece de tal manera que se obtenga la mayor eficiencia.

En este trabajo no nos hemos detenido sobre la cuestión de si el análisis económico del derecho es superior a otros enfoques más tradicionales. Se trata de una cuestión muy extensa para considerar en esta ocasión, por lo que sólo se ha hecho mención de ella al principio. De cualquier manera, quizá sea adecuado insistir en la metodología de formular ciertas predicciones sobre la conducta que los individuos adoptarán frente a ciertos esquemas normativos. Conducta esta que podría no ser la más "racional" (eficiente) desde la perspectiva económica. Sin embargo, es posible que, en ocasiones, en vista de principios morales o de valores éticos que se consideran de superior importancia, de todas maneras, se decida provocar por fuerza de la ley una conducta económicamente "irracional". No es fácil figurarse muchos casos en que llegue a darse una contradicción frontal entre lo económicamente "racional" y lo éticamente deseable y, por consiguiente, conviene más bien asumir una postura abierta ante las perspectivas de análisis que puede brindar al jurista la metodología de las ciencias económicas.

Por lo demás, en lo que toca a la bolsa de valores y el mercado de capitales, parece ser que la naturaleza eminentemente "económica" de estas instituciones reduce a niveles insignificantes el riesgo de confrontar contradicciones importantes entre "lo éticamente deseable" y "lo económicamente eficiente".

BIBLIOGRAFÍA

Obras:

Torres López, Juan "ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO. PANORAMA DOCTRINAL". Editorial Tecnos. S.A. 1987, Madrid.

Veljanovski, Cento "THE ECONOMICS OF LAW, AN INTRODUCTORY TEXT", *Hobart Paper* 114 del *Institute of Economic Affairs*, Gordon Pro-Print Co Ltd, Gran Bretaña 1990

Von Mises, Ludwig "ACCIÓN HUMANA", Unión Editorial, Madrid 1968.

Leyes y reglamentos:

Reglamento interno de Bolsa de Valores Nacional, S.A.

Reglamento para la emisión de valores de Bolsa de Valores Nacional, S.A.

Reglamento para la actualización de información de Bolsa de Valores Nacional, S.A.

Manual operativo de la Caja de Valores de Bolsa de Valores Nacional, S.A.

Reglamento para la liquidación de operaciones bursátiles.

Anteproyecto de "Ley del mercado de valores y mercancías".

¹⁴ El proyecto de ley se conoció ya en primer lectura y pasó a la Comisión de Finanzas para el estudio y dictamen correspondiente.