

## LA BOLSA DE VALORES, INSTITUCION DE ECONOMIA DE MERCADO \*

Alfredo Morles Hernández  
Profesor de la Universidad  
Católica Andrés Bello

### I. EL PRINCIPIO CONSTITUCIONAL: LA LIBERTAD ECONOMICA

El artículo 95 de nuestra Carta Fundamental declara que “el régimen económico de la República se fundamentará en principios de justicia social que aseguren a todos una existencia digna y provechosa para la colectividad” y agrega que “el Estado promoverá el desarrollo económico y la diversificación de la producción, con el fin de crear nuevas fuentes de riqueza, aumentar el nivel de ingresos de la población y fortalecer la soberanía económica del país”.

Esta solemne declaración, que —no por azar— precede a la norma consagratoria de la libertad económica, ha sido interpretada por nuestra doctrina como una afirmación dirigida a caracterizar al Estado Venezolano como un “Estado Democrático y Social de Derecho, definitivamente intervencionista y conformador en el orden económico” (Brewer-Carías).

Al establecer, a continuación, el artículo 96 de la Constitución, que “todos pueden dedicarse libremente a la actividad lucrativa de su preferencia, etc.”, ya se sabe que la libre actividad de los particulares va a encontrar la presencia del Estado, en competencia, cuando no en conflicto, con ella.

El sistema económico que ha surgido al amparo de la declaración constitucional es una mezcla de sociedad capitalista y de sociedad socialista, con fuertes dosis de pesado dirigismo burocrático. Una economía privada incipiente, las más de las veces subdesarrollada y con problemas de crecimiento, se ha visto obligada a convivir con un Estado ineficiente en la gestión y dirección de sus propias empresas e interventor en todo el proceso económico.

Para desarrollar los postulados del área económica, el Estado dispone de potestades muy amplias, otorgadas por la propia Constitución (artículo 98): a) el poder de planificar, racionalizar y fomentar la producción; b) el poder de regular la circulación, distribución y consumo de la riqueza.

Las facultades constitucionales integran un conjunto tan vasto de potestades estatales que los límites de actuación del Estado son difíciles de precisar, conceptualmente. Fuera del criterio de la *discrecionalidad* en poder del Estado para juzgar cuando una actividad económica debe ser regulada o atendida directamente por él, en función del interés público, la Constitución no suministra elementos teóricos que permitan considerar que una intervención estatal contraría la naturaleza del régimen económico de la República. En la práctica, los límites se los fija el Estado mismo, a través de la proclamación de una concreta política económica o, simplemente —lo que es más frecuente— mediante su propia actuación. Es más, el Estado se resiste, a veces, a definir si deja libre un determinado espacio económico y prefiere, en muchas ocasiones, la incertidumbre del silencio. En vano, los particulares presionan para que el Es-

\* Ponencia presentada al Seminario Internacional sobre “La libertad económica y la Constitución”, organizado por el Instituto de Derecho Público, UCV, marzo 1987.

tado defina. Este guarda silencio, porque cree que no está —constitucional ni legalmente— obligado a definir.

Los empresarios venezolanos han alegado, en ocasiones, que el Estado tiene el deber moral de pronunciarse. A veces, han insistido en que al Estado sólo compete una actuación económica directa de orden complementario o sustitutivo, pero la doctrina nacional no ha favorecido esta interpretación de los textos constitucionales:

“En el sistema económico venezolano el “sector privado” de la economía no es la regla, y el sector público la excepción. Es decir, el sector público y la intervención del Estado en la vida económica no es subsidiaria respecto al sector privado en aquellas áreas en que éste no podría cumplir satisfactoriamente con las exigencias del proceso económico. Sino que, al contrario, se consagra constitucionalmente un sistema de economía mixta en el cual el Estado puede tener una amplísima participación sometida materialmente a muy pocos límites: el ámbito del sector público respecto del sector privado, por tanto, dependerá de la política económica y social concreta del gobierno” (Brewer-Carías).

Basta que el Estado asuma una concreta tarea de orden económico, con la justificación de que propugna el desarrollo económico y social, para que la actividad cambie de naturaleza. Es lo que ocurre con la industria petrolera, la petroquímica, la siderúrgica, la comercialización de los productos derivados del petróleo, actividades simplemente comerciales si estuvieran en manos de los particulares y que son algo más que comerciales por el solo hecho de estar en manos del Estado. A este respecto ha dicho la Corte Suprema de Justicia: “lo que es para los particulares un simple negocio, puede significar para el Estado, en la generalidad de los casos, el cumplimiento de un deber insoslayable” (*Gaceta Oficial* Nº 1.447 Extraordinario del 15 de diciembre de 1970). Este criterio puede extenderse indefinidamente, de modo que el ámbito de actuación de la libertad de iniciativa de los particulares puede reducirse considerablemente. El juicio de valor del Estado (el aseguramiento de la soberanía económica del país, la promoción del desarrollo, la elevación del nivel de vida de la población, la redistribución de la riqueza) para actuar en un campo económico determinado, no es examinado ni valorado por los jueces, en una renuncia de potestad que no parece llamar mucho la atención, tanto es el respeto sacrosanto por las facultades del Poder Público en esta materia.

A las limitaciones provenientes del sistema económico mixto escogido por el constituyente se suman las restricciones a la libertad económica que provienen de actos del Congreso de la República y del Poder Ejecutivo Nacional, con el efecto práctico de que en los 26 años de vida de la Constitución la garantía no ha estado en vigencia. Por si fuera poco, varios gobiernos han solicitado al Congreso Nacional poderes extraordinarios para dictar medidas en materia económica y financiera, “por requerirlo así el interés público”, extendiendo aún más el campo de acción del Estado. Al amparo de la restricción existente ha florecido un conjunto de normas cuyo contorno es extenso, confuso e inamovible. La pesada burocracia y la inercia son más poderosas que las intenciones de algunos líderes políticos, los cuales declaran de cuando en cuando: “Va a ser restituida la garantía constitucional sobre libertad económica”. Sin embargo, la garantía no se restituye.

El fracaso de la híbrida fórmula constitucional, por lo menos en la forma que ha sido interpretada hasta ahora, está a la vista. Mientras hubo abundancia de recursos, las distorsiones del “sistema” se hicieron relativamente tolerables, a pesar de que el Estado se permitió bastantes excesos; ahora, con el advenimiento de una crisis económica, es imposible justificar el funcionamiento de una economía ineficiente, con severas dificultades para dar el salto hacia la exportación, es decir, hacia la competencia internacional. En una sociedad orientada históricamente hacia la forma de producción

capitalista, en la cual se reconoce la propiedad privada de los medios de producción, la respuesta no puede ser otra que una interpretación judicial que fije límites a lo que la doctrina (Brewer-Carías) considera ilimitado (el poder de actuación normativa y directa del Estado en la economía), o una reforma constitucional que modere el sesgo excesivamente intervencionista del Estado, es decir, que elimine la condición *permanente* (Carrillo Batalla) que tienen las limitaciones de la libertad económica contenidas en el artículo 95 constitucional.

## II. LA LIBRE COMPETENCIA, EJE DE LA ECONOMIA CAPITALISTA

El ejercicio de la libertad individual en materia económica requiere, para afirmarse, que se promulguen normas de defensa de la libre competencia, esto es, que se regulen las llamadas prácticas restrictivas de la competencia.

Las prácticas restrictivas se dividen, como es sabido, en prácticas *colusorias* (convenios, decisiones o conductas conscientemente paralelas que tengan por objeto o produzcan el efecto de impedir, falsear o limitar la competencia) y prácticas *abusivas* (explotación de la posición de dominio de una parte o de la totalidad del mercado en forma lesiva para otros o para la economía nacional).

El régimen legal de la libre competencia debe considerar la sanción de los acuerdos de precios, las limitaciones de producción y las divisiones de mercado, situaciones a las cuales el derecho norteamericano (Sherman Act) aplica el criterio de la *per se condemnation theory*; el desarrollo de políticas que tiendan a la eliminación de los competidores; las discriminaciones que lesionen la capacidad competitiva de los compradores; las situaciones que tiendan a consolidar o a perpetuar el predominio en el mercado; el *take-over*, la fusión y la concentración de empresas. Por cierto, el fenómeno de la concentración de empresas, en sus diversos aspectos, es abordado en el Anteproyecto de Ley de Sociedades Mercantiles, obra de la Comisión de Reforma del Código de Comercio que me corresponde el honor de presidir.

En esta materia es necesario reconocer, de manera imparcial, que al Estado le asiste la razón al reclamar la potestad constitucional que tiene para actuar legislativamente. La economía privada venezolana acata sanas prácticas comerciales en sus relaciones, por regla general, pero existen desviaciones que se hace imperativo corregir; previsiones que se deben adoptar; correctivos que es imprescindible introducir, para una mayor protección de los consumidores y una adecuada defensa de los agentes del quehacer económico privado. No sin razón se afirma que la libre competencia es un fenómeno que debe ser defendido contra el peligro de su propia destrucción, contra la amenaza de que los más poderosos o los maliciosos impongan su voluntad. Acierta la Constitución, en el artículo 96, al prescribir que "la ley dictará normas para impedir... las maniobras abusivas encaminadas a obstruir o restringir la libertad económica". En efecto, el constituyente no tuvo "la idea de establecer un mercado libre puro y simple sino protegido contra maniobras o consensos entre determinadas personas productoras o no para obstruir o dañar el clima que la Constitución quiere garantizar de libertad económica" (Carrillo Batalla).

## III. LA INTERVENCION EN LOS MERCADOS, NOTA CARACTERISTICA DEL SISTEMA ECONOMICO VENEZOLANO

La actividad económica privada se cumple en Venezuela conforme a prácticas de mercado de muy relativa libertad:

1. Sólo se pueden importar los productos que sean declarados de libre importación. La importación de ciertos bienes (los agrícolas, por ejemplo) están reservados

al Estado, el cual puede efectuar *delegaciones*, es decir, transferir su privilegio a los particulares;

2. La exportación de bienes está sujeta a autorización. Las divisas provenientes de este comercio deben ser vendidas al Banco Central de Venezuela;

3. La producción industrial está sometida a un conjunto de disposiciones relacionadas con la instalación de nuevas industrias, la fijación de cuotas de producción y a la regulación de precios;

4. La comercialización de bienes (circulación, distribución y consumo) está teñida de una intensa intervención, especialmente en lo que guarda relación con el almacenamiento (puede constituir delito de "acaparamiento") y con los precios;

5. Los mercados de crédito y la actividad financiera están rigurosamente controladas: únicamente puede darse en préstamo determinadas cantidades, en determinadas proporciones por sector económico y a determinadas tasas de interés. Un proyecto de reforma actualmente en el Congreso pretende prácticamente obligar a la Banca a otorgar la mayor parte de sus préstamos al Estado;

6. El mercado de capitales está regulado desde el inicio del proceso de emisión de títulos, pasando por la distribución y colocación, hasta llegar al funcionamiento del mercado secundario (circulación de los títulos en las bolsas), controlando la actuación de los sujetos emisores y la actividad de los intermediarios.

#### IV. EL MERCADO DE CAPITALES, MERCADO INTERVENIDO

La Ley de Mercado de Capitales, dictada en 1973 y reformada en 1975, inicia en Venezuela una etapa de intervención *intensa* del Estado en el mercado primario y en el mercado secundario de valores. Antes, prácticamente lo que existió en el país fue un sistema de autorregulación para el mercado, sus agentes y sus intermediarios, ya que el régimen del Código de Comercio estaba presidido por una gran, aunque no total, liberalidad.

No estuvo precedida esta legislación de una experiencia de desenvolvimiento irregular del mercado, como fue el caso norteamericano de la *Securities Act* y de la *Securities Exchange Act*, cuyos antecedentes inmediatos se hallan en la especulación desenfrenada y en los fraudes y simulaciones que conducen al *crack* de 1929. La motivación de los legisladores venezolanos debe haber estado constituida por dos consideraciones esenciales: *prevenir* fraudes y *estimular* el desarrollo del mercado. Para cumplir el primer propósito se organizó un ente estatal con amplísimas atribuciones para controlar, vigilar, investigar, sancionar y dictar normas. Para lograr la segunda finalidad, se inventó la SAICA y se prometieron algunos favores fiscales.

La Ley de Mercado de Capitales hace de la oferta pública de títulos valores el eje alrededor del cual giran todas las categorías reguladas:

1º El régimen de los sujetos emisores de títulos valores, el cual incluye aspectos de la constitución sucesiva de sociedades anónimas, la SAICA, la *saça*, los fondos mutuales de inversión y otros sujetos emisores;

2º El objeto de la regulación: los títulos valores (acciones, obligaciones); otros títulos y derechos;

3º Los mecanismos regulados: la emisión, la distribución, la colocación, la suscripción, la oferta pública, la información, y aspectos de la participación en la vida y en la administración de la sociedad anónima (derechos y obligaciones de accionistas y administradores);

4º Los instrumentos de protección: el régimen de información, dirigido a asegurar la transparencia del mercado; el Registro Nacional de Valores;

5º El órgano de control, con las potestades más amplias que puedan concebirse. Siguiendo el modelo norteamericano de la *Securities and Exchange Commission*, la Co-

misión Nacional de Valores está dotada de facultades ejecutivas, judiciales y legislativas;

6º El régimen del tráfico de títulos valores, el cual abarca la reglamentación y control de las actividades de las bolsas de valores, de los intermediarios (corredores, asesores de inversión y otros intermediarios). La Comisión Nacional de Valores ha interpretado que sus facultades de regular, vigilar y fiscalizar el mercado de capitales abarcan la posibilidad de dictar "normas" relacionadas con las relaciones internas de la sociedad anónima bursátil, específicamente, las relaciones de la sociedad con sus miembros en asuntos meramente adjetivos (la forma que debe adoptar el escrito por medio del cual un corredor autoriza a otro corredor para que lo represente en la rueda);

7º El régimen de protección de los inversionistas (accionistas y obligacionistas);

8º El régimen de los recursos contra los órganos del mercado de capitales y el régimen penal.

Ahora bien, ¿cómo se inscribe este esquema legal dentro del régimen económico mixto definido constitucionalmente?

La concepción de los legisladores respondió a los criterios políticos de boga en Venezuela a inicios de la década del 70, conforme a los cuales la intervención del Estado en la economía no sólo es posible, sino que es *conveniente*. No había dudas en la mente de los legisladores de esa época, que la salud de la economía dependía, en proporción directa, del grado de intervención gubernamental, de modo que la reglamentación del mercado de capitales se llevó hasta el seno de la rueda de corredores de bolsa, en la cual jamás había ocurrido ningún contratiempo y en donde, por otra parte, se había acumulado todo un conjunto de usos y costumbres acatados y respetados universalmente. Hoy, la rueda de corredores de bolsa se realiza con la presencia diaria de un funcionario de la Comisión Nacional de Valores, cuya compañía todo el mundo respeta, pero que constituye el símbolo extremo de la desconfianza estatal en la marcha regular de un mercado con capacidad de autorregulación demostrada históricamente. En otras palabras, una manifestación de sospecha frente a la economía de mercado.

El mercado bursátil venezolano es un mercado organizado transparente y libre.

Es *organizado* por cuanto sólo empresas calificadas previamente por la Comisión Nacional de Valores e inscritas en la Bolsa pueden ofrecer sus títulos en venta; así como sólo agentes especialmente habilitados (los corredores de bolsa) pueden intervenir en las transacciones.

Es *transparente* porque las empresas inscritas informan sobre sus resultados financieros; la información está a la disposición del público en la Bolsa o en la Comisión Nacional de Valores; la Bolsa publica informes mensuales y anuales con datos que permiten apreciar resultados y efectuar mediciones; las operaciones bursátiles se realizan a la vista del público y todos los detalles de las mismas se divulgan diariamente por medio de boletines que circulan, se publican en los diarios y se divulgan por otros medios. Lo único reservado sobre las operaciones bursátiles es la identidad de los compradores y vendedores, en razón de la discreción que está obligado a guardar el intermediario de toda actividad financiera. El secreto bursátil es tan antiguo como las bolsas.

Es *libre* porque las fluctuaciones únicamente están sujetas al juego de las fuerzas de la demanda y de la oferta. Esta nota es el último reducto que la economía de mercado tiene en la Bolsa. En otros países la intervención estatal ha llegado al extremo de poner límites a las oscilaciones dentro de una rueda y los precios de cierre de la rueda son los precios de apertura de la rueda siguiente.

¿Va el mercado bursátil venezolano hacia una limitación de las oscilaciones?

El mercado bursátil tiene sus propios mecanismos de corrección. El primero de todos es la llave maestra de la economía de mercado: la oferta y la demanda. Si los títulos alcanzan cotas altas, habrá muchos vendedores; si los precios bajan excesivamente, habrá muchos compradores. La Bolsa ha reiterado ese principio de la economía capitalista en su Reglamento Interno, el cual expresa en su artículo 4º: "Las operaciones que se realicen en la Bolsa deberán cumplirse respetando el funcionamiento del principio de la libre oferta y demanda de los títulos valores".

Otro mecanismo, suministrado por el propio Reglamento Interno (artículo 55), obliga a la Gerencia a dejar sin efecto las operaciones cuyos precios se aparten visiblemente de las cotizaciones del mercado, lo cual asegura que las oscilaciones son graduales.

Un instrumento más radical se encuentra a disposición de la Junta Directiva de la Bolsa: suspender la cotización (artículo 38 del Reglamento Interno).

No hay duda que el régimen existente es suficiente para el propósito de mantener un mercado que sea ordenado, pero que refleje, al mismo tiempo, las presiones de las decisiones de los inversionistas, fundadas o no en análisis financieros, dependientes de sus temores o de sus expectativas, influidas por datos ciertos y por rumores; decisiones que, muchas veces, anticipan resultados y efectos.

Nadie niega que el Estado carezca de potestad para modificar la situación que ha sido descrita. En el arsenal que tiene como pórtico una Constitución que invita al Estado a actuar *á plaisir*, sobran armas para una hazaña tan pequeña, si se la compara con la que ha cumplido hasta ahora: construir una economía cuya dimensión privada puede ser alterada en cualquier momento, porque la libertad económica —lo ha afirmado en este Seminario el Prof. Allan Randolph Brewer-Carías— es limitada, limitable, regulada y controlada. Sin embargo, un movimiento en esa dirección sería contrario a las tendencias actuales de los mercados de valores, los cuales parecen orientarse hacia la progresiva liberación de los controles gubernamentales.

## V. LAS RECIENTES TENDENCIAS HACIA LA SUPRESION DE LAS REGULACIONES DE LOS MERCADOS BURSATILES

La última década ha presenciado dos importantes fenómenos, en los mercados internacionales de capitales, que apuntan hacia una era de mercados globales donde se ejecutan transacciones las 24 horas del día. Estos fenómenos, que se han acelerado en los últimos dos años son: 1) la desregulación de los mercados; y 2) el estímulo al pequeño inversionista para que participe activamente.

1) La desregulación se inició, tímidamente, en la Bolsa de Nueva York, cuando en 1975 se eliminaron las comisiones fijas; con el resultado de que el aumento en el volumen de transacciones, por las menores comisiones, hizo crecer los ingresos de las casas de correduría. En 1986, la Bolsa de Tokyo abrió sus puertas a un número, limitado y muy selecto, de corredores extranjeros, como un nuevo paso hacia la globalización de los mercados. Sin embargo, el caso más importante y más conocido es el llamado "Big Bang" (el gran estallido) de la Bolsa de Londres. El 27 de octubre de 1986 entraron en vigor las medidas que el gobierno de la Sra. Thatcher había diseñado para que Londres se convirtiera en un punto central del mercado mundial de capitales. Ese día fueron eliminadas las comisiones fijas en las negociaciones de acciones o bonos domésticos, se permitió la entrada de empresas extranjeras a la Bolsa, se eliminó la restricción en la venta de acciones al público por parte de los especialistas ("traders") y los agentes de colocación primaria ("underwriters") y se eliminaron las barreras que mantenían en compartimientos estancos a los bancos comerciales y casas de correduría ("investment bankers"). El resultado más relevante es la duplicación del volumen de transacciones: hoy éstas tienen un valor superior a

los 1.800 millones de dólares, cada día. Cabe destacar que un desarrollo paralelo a este fenómeno es la automatización de las operaciones: la Bolsa de Londres, a un costo de 120 millones de dólares, instaló un sistema computarizado donde hoy se transan el 75% de las operaciones, y la rueda se encuentra prácticamente desierta, habiendo bajado la asistencia de más de mil corredores, antes del "Big Bang", a menos de cien hoy día. El concepto conocido de rueda bursátil ha desaparecido.

2) El aumento de la participación del pequeño ahorrista en el mercado ha sido deliberadamente fomentado por los gobiernos europeos como una manera de prevenir la fuga de capitales, y, especialmente en Francia y Gran Bretaña, como una manera de garantizar el éxito de sus programas de privatización de empresas del Estado. Este influjo de dinero fresco es, parcialmente, responsable del aumento del valor de las acciones cotizadas: caso 40% en Londres en 1986; su cuadruplicación, en cinco años, en París; y su duplicación, en un año, en Madrid. Veamos algunos ejemplos de ese fenómeno:

a. En 1978 se modificó la legislación francesa para dar un tratamiento impositivo preferencial a las inversiones en bolsa. Como resultado, el porcentaje de la población que posee acciones subió del 4 al 16% en los últimos siete años; y en 1986, se hicieron colocaciones primarias por casi diez mil millones de dólares (un aumento de siete veces en menos de una década);

b. Una ley belga (Loi Declercq) de 1981 liberalizó el tratamiento de las ganancias de capital en la bolsa (permite grandes deducciones de impuestos por las inversiones a largo plazo); resultado: 200.000 nuevos inversionistas en 1982 y más de 500.000 en 1985; para que 12% de la población sea tenedor de acciones;

c. En Suecia, los incentivos fiscales de 1979 (incluyen la eliminación de impuestos en pequeñas ganancias de capital), dieron como resultado que, hoy día, dos millones de suecos son pequeños accionistas (25% de la población contra 20% en los Estados Unidos de América).

Los criterios económicos y políticos, y por ende, los jurídicos están cambiando, con consecuencias de profundo significado para la globalización de los mercados de capital. Con medidas adecuadas, Venezuela tiene la capacidad de desarrollar su propio mercado de capitales, dejando atrás criterios impropios como el de pedir a los empresarios que renuncien al control de sus empresas para obtener favores fiscales (caso de las saicas); así como también tiene capacidad de convertirse en líder de un mercado regional de capitales que permita a las empresas y a los empresarios obtener dinero fresco para sus planes de expansión, a un costo menor.

#### BIBLIOGRAFIA

Allan-R. Brewer-Carías: *Derecho Administrativo*, Tomo I, Universidad Central de Venezuela, Caracas, 1975.

Tomás Enrique Carrillo Batalla: "El sistema económico constitucional venezolano" en *Estudios sobre la Constitución, Libro Homenaje a Rafael Caldera*, Tomo II, Universidad Central de Venezuela, Caracas 1979.

Alfredo Morles Hernández: *Curso de Derecho Mercantil*, Tomo I, Universidad Católica Andrés Bello, Caracas 1986.

Alfredo Morles Hernández: *Régimen Legal del Mercado de Capitales*, Universidad Católica Andrés Bello, Caracas 1979.