

## Table of Contents

<b><u>I. ¿QUÉ ES UNA ACCIÓN ?.....</u></b>	<b><u>2</u></b>
<b><u>II. VENTA DE ACCIONES PARA RECAUDAR FONDOS PARA LA COMPRA DE ACTIVOS EMPRESARIALES ...</u></b>	<b><u>2</u></b>
<b><u>III. LIQUIDEZ Y LA BOLSA .....</u></b>	<b><u>3</u></b>
<b><u>IV. ¿POR QUÉ LA GENTE QUIERE COMPRAR Y VENDER ACCIONES? .....</u></b>	<b><u>4</u></b>
<b><u>V. CÓMO LOS MERCADOS BURSÁTILES GENERAN VALOR SOCIAL .....</u></b>	<b><u>4</u></b>
<b>1. USO EFICIENTE DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA.....</b>	<b>5</b>
<b>2. ASIGNACIÓN EFICIENTE DE CAPITAL .....</b>	<b>6</b>
<b>3. ASIGNACIÓN DE RECURSOS A LO LARGO DEL TIEMPO.....</b>	<b>6</b>
<b>4. ASIGNACIÓN DE RIESGOS .....</b>	<b>7</b>

## Las funciones sociales del mercado de valores

*Merritt B. Fox  
Profesor de Derecho "Michael E. Patterson"  
Facultad de Derecho, Columbia University*

Un mercado de valores es una característica clave que se encuentra en cualquier economía con un sustancial sector privado. Por ejemplo, en los Estados Unidos vemos la Bolsa de Valores de Nueva York y Nasdaq, en el Reino Unido, la Bolsa de Valores de Londres, y en Brasil, B3. Si bien algunos comentaristas sugieren que un mercado de valores es, ante todo, un lugar para especulaciones inútiles, uno que funcione bien cumple, de hecho, un conjunto de propósitos sociales importantes. Facilita a las empresas vender acciones para recaudar fondos para nuevas inversiones y asegura a los posibles compradores que pueden revenderlas fácilmente cuando lo deseen. Las acciones vendidas brindan a las personas una forma de ahorrar para el futuro que, si bien involucra riesgos, históricamente ha producido

rendimientos más altos, como promedio, que los depósitos bancarios. Los precios determinados por el comercio en el mercado de valores sirven como señales que ayudan a asignar los escasos ahorros de la sociedad a nuevos proyectos de inversión más prometedores, y ayudan a los gerentes a hacer mejor uso de la capacidad productiva que ya está bajo su control. Finalmente, el mercado de valores ayuda a un ahorrador que elige invertir en acciones de una manera, a través de la diversificación, para moderar el riesgo involucrado sin sacrificar el rendimiento esperado.<sup>i</sup>

Este texto ofrece una introducción acerca de cómo un mercado de valores realiza estas funciones sociales útiles.

## **I. ¿Qué es una acción ?**

El punto de partida requiere comprender de manera clara qué es la participación en acciones comunes. Una acción es un instrumento financiero negociable que proporciona a su titular algún tipo de reclamo sobre los flujos de efectivo netos positivos futuros de una empresa comercial. Las operaciones de una empresa generarán un flujo de efectivo neto si los ingresos procedentes de la venta de lo que produce exceden lo que debe gastar por su trabajo y otros insumos y por pagos de cualquier deuda pendiente. Una firma tiene una junta directiva, elegida por los dueños de las acciones que ha emitido. El acuerdo típico otorga al titular un voto por cada acción que posee. Los consejeros supervisan la gestión de la firma. También pueden, de vez en cuando, declarar un dividendo; es decir, un pago en efectivo a los accionistas de igual cantidad por cada acción pendiente. Si una empresa llega al final de su vida útil, cada acción otorga a su titular un derecho proporcional al monto --si lo hubiera-- por el cual la venta de los activos de la empresa supera lo que se necesita para pagar sus deudas pendientes.

## **II. Venta de acciones para recaudar fondos para la compra de activos empresariales**

El hecho de que cada acción tenga un voto y el derecho a recibir dividendos, así como pagos de liquidación, le confiere un valor. Por esta razón, una empresa puede emitir las acciones y venderlas para recaudar fondos y adquirir activos productivos de larga duración --por ejemplo, plantas y equipos. Los compradores iniciales suelen ser personas que buscan obtener un rendimiento de sus ahorros. Este proceso de esa firma que emite y vende sus acciones se conoce como el "mercado primario"<sup>iii</sup> de las acciones. Cuanto mayor sean los

flujos de efectivo positivos netos futuros de una empresa, más valiosa será la participación y mayor será el precio al que se pueda vender.

### **III. Liquidez y la bolsa**

Un segundo factor que afecta el precio que recibe una empresa cuando emite y vende sus acciones es su liquidez. Por lo general, un comprador inicial no espera tener sus acciones durante toda la vida útil de la empresa, y por consiguiente en algún momento deseará venderlas. Es probable que ocurra lo mismo con compradores posteriores. Cuanto más fácil y menos costoso sea para los compradores iniciales y posteriores vender una acción, más "líquida" se considera. Esta ventaja de su fácil venta/reventa determina que sea más deseable mantener una participación más líquida. Por lo tanto, una empresa que emite y ofrece más acciones líquidas puede venderlas por un precio más alto.

Cada venta de una acción después de la venta por parte de la firma emisora a su comprador inicial ocurre en el "mercado secundario". Un mercado de valores es un tipo de mercado secundario. Proporciona un lugar central, basado en reglas, donde los potenciales vendedores y compradores de las acciones pueden indicarse entre sí sus respectivos intereses en las transacciones y los precios que están dispuestos a pagar. Tradicionalmente, este lugar era un piso en el que compradores y vendedores --o, más típicamente, sus respectivos agentes-- podían reunirse. Hoy en día suele ser una computadora en la que potenciales compradores y vendedores alimentan electrónicamente sus intereses de comercio. La computadora utiliza reglas anunciadas de manera pública para determinar cuáles de estos potenciales compradores se comparan con otros, y a qué precio. Al facilitar a los potenciales vendedores encontrar los vendedores más interesados, y viceversa, un mercado de valores puede hacer que las acciones de una empresa sean muy líquidas.

En un mercado de valores bien desarrollado, algunas personas hacen negocios suministrando liquidez. En general, un proveedor de liquidez está listo para comprar y vender las acciones de una empresa determinada a los precios que publica. Esto permite a los participantes vender acciones al proveedor de liquidez al precio de la "oferta de compra" del proveedor y comprar del proveedor en su "oferta de venta". La oferta de venta de un proveedor siempre es mayor que la "oferta de compra", creando la posibilidad de obtener una ganancia. Para el ahorrador individual típico (comúnmente denominado "pequeño inversor minorista"), la mejor medida de la liquidez de una acción es, simplemente, este "margen de oferta y demanda". Es decir, la diferencia

entre la mejor oferta de compra y la mejor oferta de venta disponible en el mercado. Los proveedores de liquidez están cambiando constantemente sus ofertas como respuesta a si están recibiendo más órdenes de compra o más órdenes de venta.

#### **IV. ¿Por qué la gente quiere comprar y vender acciones?**

Los individuos tienen muchas razones para comprar en el mercado primario, y para comprar y vender en el secundario. Pueden comprar valores para ahorrar con la esperanza de generar un rendimiento positivo. Más tarde pueden venderlos: producen un efectivo que pueden usar para participar en el consumo<sup>1</sup>. También pueden comprar o vender con el fin de diversificar su cartera de inversiones mediante muchos valores para reducir el riesgo. O pueden ejecutar estrategias diseñadas a obtener ganancias comerciales, basadas en análisis de información pública o privada. Ello sugiere que el precio actual en el mercado refleja una visión demasiado pesimista (o demasiado optimista) de los futuros flujos de efectivo de la empresa.

#### **V. Cómo los mercados bursátiles generan valor social**

La capacidad de un mercado de valores para generar valor social depende de dos características fundamentales. Una es la liquidez de las acciones que cotizan en ella. La otra, la precisión de los precios a los que se negocian estas acciones; es decir, la precisión con la que el precio de mercado de las acciones de una empresa, en un momento dado, predice sus futuros flujos de efectivo. Sin embargo, la liquidez está en el centro porque una mayor liquidez fomenta una mayor precisión de los precios. Esto se debe a que los precios de las acciones se hacen más precisos a partir del comercio especulativo, basado en la adquisición de una variedad de información disponible públicamente y su análisis para hacer predicciones más precisas de los flujos de efectivo futuros de una empresa que los reflejados en los actuales precios. Ese comercio los moverá en la dirección sugerida por las predicciones más exactas. Esta negociación especulativa de "información fundamental" constituye una actividad potencialmente rentable, pero implica tanto el costo de recopilar y analizar la información como el de negociar. Una mayor liquidez reduce el costo de la negociación, y por lo tanto mejora las perspectivas de que las ganancias de las operaciones superarán los costos de participar en la

---

<sup>1</sup> Cuando una persona ahorra, está aplazando el consumo. Es posible que desee hacerlo para obtener los fondos necesarios para el consumo durante la jubilación o para futuras compras, como la de un automóvil o una casa.

actividad. Esa mejor perspectiva de rentabilidad estimula más esta actividad. Y al hacerlo, determina que los precios sean más exactos.<sup>2</sup>

Como se vio, un mercado de valores que funcione bien hace que las acciones que se negocian en él sean líquidas. Esta liquidez, bien directamente o través de la mayor precisión de precios que induce, crea valor social mediante cuatro canales:

**1. Uso eficiente de la capacidad productiva.** Los activos productivos de la sociedad en manos corporativas se dividen entre las firmas respectivas que los poseen; los gerentes de cada una deciden cómo se utilizan los activos de esa firma. Un mercado de valores que funcione correctamente hace que los gerentes de cada empresa tomen las decisiones --qué productos producir, cómo y cuánto--, lo cual dará como resultado que la capacidad productiva de la economía corporativa global se utilice de manera que tienda a maximizar la capacidad social. La historia de por qué depende de los supuestos de que cada industria tiene un nivel razonable de competencia y de que la regulación evita cualquier potencial impacto adverso en la sociedad --como la contaminación, por la cual la empresa no paga. En estas circunstancias, lo que la empresa paga por cada una de sus entradas es igual al valor de lo que toma de la sociedad. Esto se debe a que dichos insumos tienen un precio que refleja la pérdida para la sociedad de que no están disponibles para producir otra cosa. El precio al que la empresa vende su producción es igual al valor, para la sociedad, de lo que devuelve. Por lo tanto, si los gerentes de una empresa, al decidir cómo emplear la capacidad productiva de la misma, toman decisiones que maximizan la diferencia entre el costo total de sus insumos y los ingresos totales de la venta de sus productos, las decisiones que maximizan el valor de la empresa también maximizarán la contribución de una corporación a la sociedad. Las suposiciones que se hacen aquí con respecto a la competencia y la regulación no son totalmente correctas en ninguna parte, pero pueden acercarse lo suficiente a la realidad como para dar relevancia a la historia.

Los precios relativamente precisos de las acciones incentivan a los gerentes a tomar decisiones que maximicen el valor de las acciones. De tres maneras. Primero, los precios exactos ayudan a alertar a los inversionistas cuando los gerentes no toman decisiones que maximizan el valor de las acciones para que los inversionistas puedan tomar medidas (redirigir o reemplazar a esos gerentes). En segundo lugar, el precio de las acciones de una empresa

---

<sup>2</sup> Hasta cierto punto, los acuerdos institucionales que promueven la exactitud de los precios también pueden ser los que disminuyen la liquidez. Sin embargo, si bien la comprensión de estos fenómenos es útil para diseñar un régimen regulador óptimo para los mercados de valores de una economía, no es importante para lo que se está tratando de lograr aquí

proporciona una guía útil para los gerentes acerca de cuáles serían las decisiones que maximizan el valor de las acciones. Esto se debe a que los precios exactos de las acciones incorporan la información pública disponible sobre las características relevantes del entorno empresarial en el que opera una empresa. En tercer lugar, una empresa puede utilizar la compensación basada en el precio de la acción para ayudar a alinear los incentivos de los administradores con los de los accionistas. Si los precios de las acciones son relativamente precisos, dichos esquemas de compensación recompensan el buen desempeño y castigan el malo con mayor precisión.

**2. Asignación eficiente de capital.** El precio relativamente exacto de las acciones ayuda a asignar de manera eficiente el escaso capital de la sociedad, y también a dirigir sus ahorros para financiar nuevos proyectos de inversión, más prometedores. Para entender esto, debe tenerse en cuenta que, de nuevo, los gerentes de una empresa son los que deciden el despliegue de los fondos. Estos podrían ser fondos que la empresa ha generado internamente cuando los ingresos de bienes o servicios que vende superan los costos de los insumos necesarios para producirlos, o también fondos recaudados mediante algún tipo de financiamiento externo. Un posible uso de los mismos consiste en financiar nuevos proyectos de inversión elegidos por los administradores. Alternativamente, pueden pagar algunos o todos los fondos disponibles a sus accionistas, quienes luego pueden reinvertirlos en otro lugar.

Una asignación de capital eficiente requiere que los gerentes de una empresa decidan invertir solo en los proyectos más prometedores, y no en ningún proyecto con retornos menores a las que sus accionistas podrían obtener si los fondos se les devolvieran como dividendos. Estas decisiones maximizan el valor de las acciones de una empresa. Por lo tanto, los precios más exactos hacen que los gerentes de una empresa tomen decisiones de inversión y dividendos que contribuyen a la asignación eficiente del escaso capital de la sociedad, de la misma manera que lo hacen para utilizar de manera más eficiente los activos productivos de la empresa.

Los precios más exactos de las acciones en el mercado secundario también afectan las decisiones de inversión de las empresas por su efecto en los términos en que pueden obtener financiamiento externo. Esto es particularmente cierto en el caso de financiamientos mediante la emisión y venta de acciones extra: nadie pagará más por las nuevas acciones que el precio por las cuales se venden en el mercado secundario.

**3. Asignación de recursos a lo largo del tiempo.** Si los bienes y servicios se van a producir y consumir en el futuro, algunos de los escasos recursos de la sociedad deben usarse en el período actual para la inversión. Los que se

utilizan ahora para crear capacidad de producir bienes y servicios futuros no están disponibles para respaldar el consumo. Así, la sociedad se enfrenta a una compensación entre el consumo actual y el futuro. Al hacer que las acciones sean más líquidas, un mercado de valores que funcione bien ayuda a la sociedad a acercarse a un punto eficiente en esta compensación.

El mercado primario de acciones satisface, simultáneamente, las necesidades de las empresas que buscan fondos para inversiones que producirán bienes y servicios en el futuro, y las de los ahorradores, que buscan renunciar al consumo actual para disfrutar del consumo futuro. Sin embargo, la falta de liquidez en el mercado secundario impide que el primario facilite estas transacciones de mercado mutuamente ventajosas. Como ya hemos señalado, si se espera que las acciones de una empresa sean menos líquidas en el mercado secundario, serán menos valiosas. Es probable que los ahorradores y las empresas compartan las consecuencias de este valor inferior, impulsado por la falta de liquidez. El precio del mercado primario será más bajo, aunque es probable que no sea lo suficientemente bajo como para compensar por completo a los ahorradores. Al mismo tiempo, el precio más bajo aumenta el costo de capital de la empresa porque deberá emitir más acciones nuevas, diluyendo más los reclamos de los accionistas para recaudar la misma cantidad de dinero. Los individuos ahorrarán menos y las empresas invertirán menos. Esto significa que hay transacciones que no ocurren, pero que habrían ocurrido en un mundo de mayor liquidez. El hecho de que tanto los ahorradores como las empresas asuman voluntariamente estas transacciones perdidas, significa que ambas habrían esperado haberse beneficiado al entrar en ellas. La liquidez creada por un mercado de valores que funcione bien permitiría la ocurrencia de estas transacciones mutuamente favorables, un resultado socialmente ventajoso.

**4. Asignación de riesgos.** Un mercado de valores que funcione bien contribuye a la asignación de los riesgos generados por los flujos de efectivo --inevitablemente volátiles-- de las firmas que han emitido acciones. Los inversionistas reacios al riesgo, que poseen carteras de acciones de estas firmas, sufren menos dolor por esta volatilidad. Los rendimientos de las diferentes acciones no están perfectamente correlacionados. Por eso mantener un paquete de acciones (diversificación) puede reducir el riesgo sin afectar el rendimiento esperado. Esto se debe a que en relación con el promedio de todas las acciones, algunas tendrán rendimientos superiores a los esperados y otras los tendrán menores. Y significa que la diversificación permitirá una cierta cantidad de cancelaciones, y por consiguiente la volatilidad de sus devoluciones.

Sin embargo, para que esto funcione debe resultar fácil y económico comprar y vender acciones en cantidades relativamente pequeñas. Sin un mercado de valores que funcione correctamente, la mayoría de los ahorradores no estarían interesados en comprar acciones en el mercado primario debido a las dificultades de venderlas. La propiedad de las acciones de cada emisor solo tendría sentido si el tamaño de la participación en la empresa fuera lo suficientemente grande como para encontrar un comprador futuro. Sin un mercado de valores que funcione bien, solo las personas con una riqueza sustancial podrían ser inversionistas y tener participaciones en empresas diferentes para aprovechar al máximo la diversificación.

---

<sup>i</sup> Las ideas abordadas en este texto se exploran con más detalle en Merritt B. Fox y Kevin Haeberle, “Evaluating Trading and its Regulations”, 42 J. CORP. L. 887 (2017) disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3101140](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3101140). Para obtener información general sobre el mercado de valores y la regulación de las actividades asociadas con él, véase Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten y Gabriel Rauterberg, *The New Stock Market: Law, Economics and Policy*, Columbia University Press, 2019. Consulte <https://cup.columbia.edu/book/the-new-stock-market/9780231181969>.

<sup>ii</sup> La emisión de acciones por parte de una empresa se consideran ventas hechas en el "mercado primario". La reventa de esas acciones se consideran hechas en un "mercado secundario".