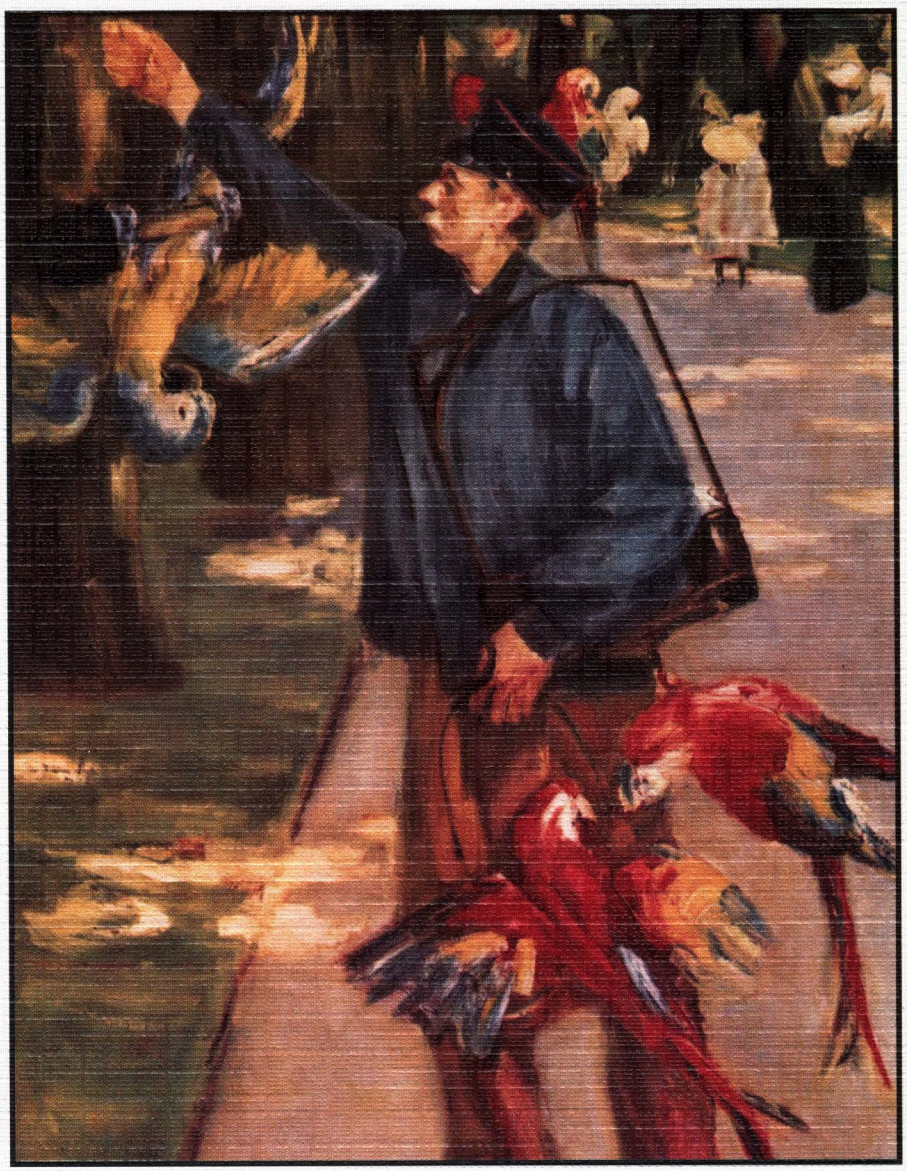
THĒMIS

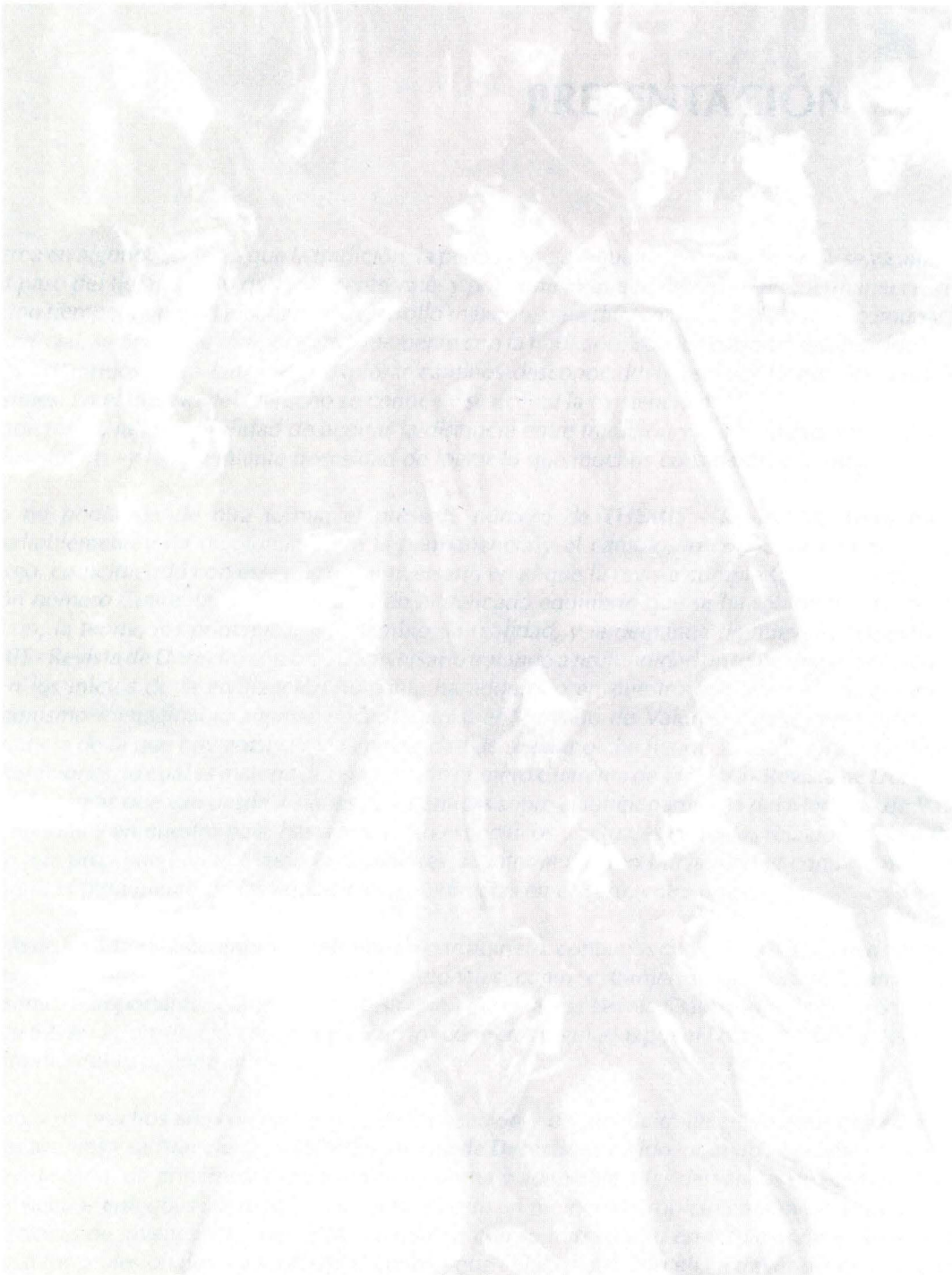
Revista de Derecho



EDICIÓN DE ANIVERSARIO

Eduardo García de Enterría • Hans-Uwe Erichson • Bodo Ebber • Steven L. Schwarcz • Ivo S. Gagliuffi Piercechi
Ezio Piaggio Torre Tagle • Gerardo Serra Puente-Arnao • Fernando Vidal Ramírez • Juan Antonio Egüez
Sergio Salinas • José Daniel Amado • Luis G. Miranda • Eduardo Hernando Nieto • Emilio Díaz Ruíz
Javier Benavides G. • Martín Mejorada C. • Carlos Rivero Zevallos • Carlos Castro Silvestre • Luis de Carlos
Fernando Calbacho • Narghis Torres • Germán J. Bidart Campos • Milagros Maraví Sumar
Francisco Martínez Vázquez • Rolando Castellares Aguilar • Roberto C. Door • Soledad Torrecuadrada
Aldo Reggiardo Denegri • Zoila Horna Zegarra • Carlos Enrique Arata Delgado

Segunda Epoca /2000 /No. 40



THĒMIS

Revista de Derecho

Prohibida la reproducción parcial o total del contenido de esta publicación sin autorización expresa de la revista.

PRESENTACIÓN

Se afirma en algunos sectores que la tradición, la permanencia, aquello que nace, crece y se va afianzando con el paso del tiempo es lo que realmente vale, y por ende lo que realmente debe permanecer; se dice, al mismo tiempo, que para alcanzar el desarrollo máximo, para diferenciarse de lo que es común y lo que es superficial, se tiene que romper constantemente con la tradición, con los patrones establecidos, con los hábitos adquiridos, para lanzarse a explorar caminos desconocidos y realizar lo que los otros llaman imposibles. En el mundo del Derecho se conoce y se acepta la existencia de dichas posturas contrarias y contradictorias, la imposibilidad de acortar la distancia entre tradición y modernidad, teoría y realidad, pasado y futuro –y la apremiante necesidad de lograr lo que muchos consideran otra utopía más.

Como no podía ser de otra forma, el presente número de ***THĒMIS - Revista de Derecho*** *refleja irremediablemente esta dicotomía entre la permanencia y el cambio, lo conocido y lo novedoso; sin embargo, coincidiendo con este número aniversario en el que la revista cumple Quince años, y edita su edición número Cuarenta, se refleja también el delicado equilibrio que se ha sabido mantener entre la tradición, la teoría, los principios, y el cambio, la realidad, y la demanda de nuevas perspectivas. Así,* ***THĒMIS - Revista de Derecho*** *celebra su aniversario tratando a profundidad un tema que si bien tiene raíces casi en los inicios de la civilización humana, ha adquirido en nuestro país y en el mundo entero un protagonismo inimaginable algunas décadas atrás: el Mercado de Valores. Como consecuencia de la importancia de la que hoy goza surge la necesidad de regular dicha figura, su estructura y sus diferentes manifestaciones, lo cual es materia de esta edición número Cuarenta de* ***THĒMIS - Revista de Derecho.*** *Así, se tratarán temas que van desde visiones panorámicas sobre el funcionamiento del Mercado de Valores a nivel mundial y en nuestro país, hasta temas tan específicos y actuales como las relaciones oponibles en cuanto a la propiedad en el Mercado de Valores, la Intermediación Bursátil en el contrato de comisión mercantil, el tratamiento de las adquisiciones indirectas en el Perú, entre otros.*

Además de los artículos centrados en el tema de este número, contamos con valiosos análisis de destacados juristas de reconocida trayectoria, tanto nacionales como extranjeros, quienes tratarán temas tan interesantes e importantes como la Administración Pública y la Ley, la Cláusula Pacta Sund Servanda del artículo 62 de la Constitución en relación con los contratos regulados por el Derecho Público, el concepto de Dominio Público, entre otros.

A lo largo de muchos años de existencia, de dedicación y de sacrificio, de algún error pero también de grandes triunfos y satisfacciones, ***THĒMIS - Revista de Derecho*** *se ha ido forjando su propio espacio como una revista seria, de principios pero a la vez moderna y adaptable a las demandas de nuevos aspectos a tratar y nuevos enfoques sobre lo ya existente. Es este un momento propicio para mirar atrás, a todas las generaciones de jóvenes estudiantes que ayudaron con su trabajo y su espíritu a crear y desarrollar esta revista, a los profesionales – y también alumnos - que colaboraron con ella a través de sus artículos y su apoyo a los diferentes proyectos que se realizaron, y en general, a todos aquéllos que de algún modo contribuyeron con la revista, y la situaron en ese particular justo medio entre la permanencia y el cambio, equilibrio que –esperamos – se mantendrá en las siguientes ediciones de* ***THĒMIS - Revista de Derecho.***

COMITÉ DIRECTIVO

THĒMIS

Revista de Derecho

Publicación Editada por Alumnos de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú

COMITÉ DIRECTIVO

Bruno Amiel Rodríguez-Carpi
Fernando Cáceres Freyre
Liz Chirinos Cuadros
Rafael Lanfranco Gallofré
Jéssica Valdivia Amayo

MIEMBROS

Carlos Enrique Arata Delgado
Cecilia Azerrad Urrutia
Inés Baca de la Piedra
Ana Cristina Barrionuevo Luna
Licy Benzaquén Gonzalo
Gonzalo Bonifáz Tweddle
Rita Cornejo Lanao
Pablo Cueto Saco
Mariella del Carmen Hernández V.
Ruzika Kresalja Santos
Felix Labrin Mendoza
Fernando Lanfranco Garrido Lecca
Verónica Maseda Beaumont
Oscar Montezuma Panez
Pilar Olavide Galdós
M. Giselle Pacheco Guillén
J. Rafael Prado Bringas
Roxana Ramírez Ráez
Gilda Spallarossa Lecca
Karen Sheppard Castillo

Carlos Zelada Acuña

COMITÉ CONSULTIVO

Jorge Avendaño Valdez
Carlos Cárdenas Quirós
Manuel de la Puente y Lavalle
Carlos Fernández Sessarego
Baldo Kresalja Rosselló
Elvira Méndez Chang
Juan Monroy Gálvez
Javier Neves Mujica

Fernando de Trazegnies Granda

THĒMIS -Revista de Derecho no comparte necesariamente las opiniones vertidas por los autores y entrevistados en el presente número.

© Asociación Civil **THĒMIS - Revista de Derecho**

2do. piso de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
Teléfonos: 866-0410, 460-2870 anexo 346, Fax: 221-2557 Casilla Postal 110711- Lima 11.
Correo Electrónico: themis@pucp.edu.pe
http://www.pucp.edu.pe/unid/facul/derecho/rev.themis.html

Auspiciada por el Ministerio de Justicia: Resolución Ministerial No. 072-88-JUS del 15 de febrero de 1988

ÍNDICE

Salomon Lerner Febres 7
Octogésimo Aniversario de la facultad de Derecho.

Armando Zolezzi Möeller 11
Ochenta Años de nuestra Facultad.

Baldo Kresalja 13
El Aniversario de THEMIS en el recuerdo y como ocasión para hablar de preferencias.

Gonzalo Barrionuevo Alba 15
A propósito de los Quince años de THEMIS - Revista de Derecho.

Fernando Vidal Ramírez 17
El marco jurídico del Mercado de Valores.

Carlos Rivero Zevallos 25
Avances del Mercado de Valores en el Perú durante la década de los noventa.

Gerardo Serra Puente-Arnao 37
La Regulación en el Mercado de los Valores Mobiliarios.

Aldo Reggiardo Denegri 49
Apuntes en torno a la intermediación bursátil, el contrato de comisión mercantil y su relación con los Intermediarios Bursátiles.

Carlos Castro Silvestre 61
Normas de adecuación de patrimonio de los Agentes de Intermediación en el Mercado de Valores, compromiso permanente de los accionistas.

Ezio Piaggio Torre Tagle 71
La Oferta Pública Primaria de Valores.

Sergio Salinas 87
La Regulación del Mercado Público de Adquisiciones de control societario: El tratamiento de las adquisiciones indirectas en el Perú.

Emilio Díaz Ruiz 101
Los Mercados Secundarios Oficiales de Valores en España: Una visión panorámica.

Steven L. Schwarcz 113
La alquimia de la Securitización de Activos.

Javier Benavides Gonzales 123
Titulización de Activos en el Perú.

Rolando Castellares Aguilar 137
La emisión de obligaciones en la Ley General de Sociedades.

Ivo S. Gagliuffi Piercechi 143
Reflexiones sobre el Representante de los Obligacionistas.

Narghis Torres 161
Cuando las apariencias engañan: Especulación y manipulación en el Mercado de Valores.

Martín Mejorada C. 169
Las Relaciones Jurídicas Oponibles a propósito de la propiedad en el Mercado de Valores.

Juan Antonio Egüez 181
Préstamo Bursátil de Valores.

Luis de Carlos – Fernando Calbacho 187
El Nuevo Mercado de Valores Latinoamericanos.

Carlos Enrique Arata Delgado 197
Naturaleza Jurídica del Contrato de Reporte.

INTERDISCIPLINARIAS
Roberto C. Door 211
Cargo de Interconexión: ¿Mensuales por capacidad o por minutos de uso?

Eduardo Hernando Nieto 219
Entre la excepción y la regla: el Decisionismo Jurídico frente a la Escuela de Francfort.

Eduardo García de Enterría 229
La Administración Pública y la Ley.

Hans Uwe Erichson – Bodo Ebber 237
La vinculación a los Derechos Fundamentales para el Estado que actúa según las normas del Derecho Privado.

German J. Bidart Campos 247
El Pluralismo y los fenómenos grupales y los Derechos Humanos.

José Daniel Amado – Luis G. Miranda 255
Aplicabilidad de la cláusula Pacta Sunt Servanda del artículo 62 de la Constitución a los contratos regulados por el Derecho Público.

Francisco Martínez Vázquez 263
¿Qué es el Dominio Público?

Soledad Torrecuadrada García – Lozano 277
La indicación de Medidas Cautelares por la Corte Internacional de Justicia: el Asunto de Breard (Paraguay C. Estados Unidos).

Milagros Maraví Sumar 289
La Simplificación Administrativa: Un Asunto Complejo.

Zoila Horna Zegarra 301
La extensión de la Hipoteca, Comentarios a la Sentencia del Tribunal Constitucional.

PÁGINA UNIVERSITARIA 305

RESEÑA DE TESIS 307

ÍNDICE COMPLETO DE LOS ARTÍCULOS PUBLICADOS EN THĒMIS-REVISTA DE DERECHO 309

OCTOGÉSIMO ANIVERSARIO DE LA FACULTAD DE DERECHO

Salomón Lerner Febres*

Señoras y Señores:

Celebramos hoy ochenta años de vida de nuestra Facultad de Derecho: ocho décadas en las que se han escrito páginas memorables en la historia jurídica de nuestro país. De todo ese periodo, personalmente he tenido el privilegio de vivir casi cuarenta años en vinculación estrecha con esa unidad académica, de allí que espero se me permita hoy hablar no sólo como rector de esta Casa de Estudios, sino también como un egresado de la Facultad, que ha experimentado de manera directa su singular y elevada manera de formar a los jóvenes que a ella concurren.

Se iniciaba el año académico de 1962 y un nutrido grupo de compañeros y amigos que habíamos vivido la experiencia del llamado bachillerato en la Plaza Francia, en el que nos aleccionó el ejemplo y la entrega de maestros como Onorio Ferrero, Luis Jaime Cisneros, José Antonio del Busto, Luis Felipe Guerra, entre otros, nos mudábamos a la calle de Lártiga, a sólo 600 metros de nuestro primer hogar intelectual; y lo hacíamos con una mezcla de curiosidad, temor y esperanza. Curiosidad, porque al fin nos llegaba la oportunidad de adentrarnos en disciplinas vinculadas directamente a nuestro futuro quehacer profesional, materias en las que, sin descuidar la reflexión teórica, se nos ofrecería el discernimiento de elementos concretos de la vida de la sociedad peruana, pródiga en problemas. De otra parte, temor porque si bien intuíamos aquello que habríamos de encontrar y de vivir, no sabíamos con certeza el cariz que tomaría esa experiencia con la presencia de profesores nuevos, métodos distintos y en un local que aunque tenía solera, era a fin de cuentas, - salvo para quienes concurrían a los seminarios del Instituto Riva -Agüero, todavía desconocido. Finalmente estabamos embargados por la esperanza, pues sabíamos que la Universidad Católica, aunque operando en diversos locales y distintas áreas de formación, era una en la diversidad, y por tanto intuíamos que la excelencia de los profesores y de la enseñanza que ya habíamos conocido debía darse también en esta Facultad de Derecho que gozaba ya en esos momentos de un bien ganado prestigio.

A pocos meses de iniciado el año académico comprobamos que, en efecto, se había producido un cambio, pero que éste no llevaba a la desilusión. Sucedió simplemente que encontramos nuevas maneras de aproximarnos a la realidad para comprenderla con más precisión; más aún, empezamos a vislumbrar los caminos que era necesario recorrer para impulsar la mejora de nuestro país. Y surgieron, por supuesto, dando sustento a lo ya mencionado, nuevos maestros. Los hubo de diferentes generaciones; sin embargo todos ellos compartían un mismo carisma: su entrega generosa al estudiante para iniciarlo en el atractivo y complejo mundo de la ciencia jurídica. Evoco en estos momentos a don Ismael Bielich Flores, quien en acertada figura comparaba la pureza del derecho con la imagen inocente y virginal de la novia; a don Carlos Rodríguez Pastor, verdadero maestro que sabía investigar de actualidad y urgencia el viejo Derecho Romano. Y ya pertenecientes a otra generación, recuerdo también a don Hugo Piaggio y a Guillermo Velaochaga, quienes desde el campo del Derecho Penal o el de la

---

* Rector de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Introducción a las Ciencias Jurídicas nos hablaban de la necesidad de una sólida formación cultural para quien ha de ser abogado, así como de la obligación que tenía el jurista de reflexionar sobre los fundamentos últimos de las normas si se la quiere invocar y aplicar con justicia. Más adelante, las figuras inolvidables de profesores, algunos lamentablemente ya fallecidos, se hicieron presente en el segundo piso de la vieja casona y es así como con añoranza entreveo el perfil cetrino de Juan Arce Murúa y recuerdo a Francisco Velasco Gallo, Raúl Vargas Matta y Ernesto Perla Velaochaga, entre otros. No olvido, tampoco, a los jóvenes profesores de ese entonces que despertaban nuestra admiración y hacían crecer nuestro afecto por el mundo del derecho. Entre estos últimos, permítaseme nombrar a Jorge Avendaño, eximio profesor de Derechos Reales, quien pronto asumiría el Decanato de la Facultad, a Felipe Osterling, experto en la explicación de los Contratos, Enrique Normand, lúcido expositor del Derecho Comercial, para no citar sino a algunos maestros. No está demás resaltar que esta efervescencia de nuevos conocimientos se daba en un ambiente amical que no perdió en absoluto ese espíritu de patio que habíamos conocido en la Plaza Francia y que ahora se nutría de temas nuevos de conversación, asuntos nacidos del incipiente ejercicio profesional que ya algunos realizaban en calidad de practicantes. Y en toda aquella atmósfera, casi sin dejarse ver pero, a pesar de todo, ubicuo, imprimiendo un sello singular a la vida de la Facultad, imagino la figura del inolvidable Javier Kieffer Marchand, secretario de la unidad, de temperamento tímido y afable, incluso cariñoso pero que, al no querer mostrarse así, aparecía equívocamente como persona hosca y de genio arrebatado.

El tiempo ha transcurrido. Treinta y siete años nos separan del momento que he evocado y ochenta han pasado desde la fundación de la Facultad, y es grato comprobar ahora que ese inevitable devenir a significado la feliz sucesión de resultado fecundos. Cuando observo que esto ha sido así, no me refiero sólo al crecimiento al número de alumnos y profesores o a la aplicación de su infraestructura. Lo que deseo poner de relieve es que este desarrollo ha sucedido a la par de una comprensión inteligente de los problemas que plantean las cambiantes circunstancias de nuestra sociedad, sin sacrificar jamás la rigurosa atención de los principios que la Facultad abrazó desde su fundación; en suma, la formación profesional exigente ha marchado siempre de la mano con un compromiso cada vez más solidario y activo con el país que es a fin de cuentas, la savia que vivifica nuestra vida universitaria.

Este equilibrio entre calidad académica y gravitación social no es, ciertamente, un mero fruto del azar, sino el resultado de una comprensión cabal de la vocación jurídica y de una idea amplia de la ley, entendido como un trasunto de relaciones sociales civilizadas y racionales, pues en nuestros claustros el Derecho, esfera de regulación de las relaciones interpersonales a partir de una base de legitimidad, ha vuelto sus ojos cansados de los formalismos racionalistas de la codificación decimonónica hacía un horizonte distinto, en el que atisbamos una renovada búsqueda de la justicia como fundamento legítimamente de las reglas vivas del tejido social.

Para quienes enseñan y estudian en este recinto, la norma jurídica no es regla ciega, régimen que hace abstracción de la intimidad espiritual de una sociedad ni mucho menos vehículo de consolidación de un poder divorciado de las aspiraciones a la dignidad y a la libertad que son atributos de la persona como ser humano. La Ley no debe por tanto ser, como en la célebre imagen kafkiana, ese fondo inaccesible, siempre anunciado pero también siempre oculto a nuestros ojos, esperanza prometida que se resuelve en frustración permanente. Por el contrario, ha de forjarse como lugar de encuentro que a través de un lenguaje comunicante que la sed de equidad y justicia de personas e instituciones sea finalmente saciada.

Conscientes así de una misión superior, los estudios de Derecho en nuestra Universidad se mostraron siempre abiertos a los cambios que le aproximaran al ideal. Para ello, se vieron y lo hacen todavía de un currículo sólido, mas no inmóvil, en permanente evaluación, nunca expuesto a banderías y que ha probado su mérito en ese fruto invalorable que son sus ex alumnos, hoy destacados abogados. No es casualidad entonces que la organización académica de nuestra Facultad haya venido inspirando a muchas noveles facultades de esta especialidad que ensayan sus primeros pasos, ora repitiéndola, ora reescribiéndola, buscando en nuestra experiencia el basamento firme sobre el cual asentarse como institución genuinamente universitaria.

Esta calidad de la formación jurídica a la que me he referido ha seguido una trayectoria de constante perfeccionamiento, gracias a la actitud vigilante, de permanentemente autoexamen, por parte de autoridades, profesores y estudiantes. Es así cómo nuestra Facultad de Derecho ha logrado forjar una tradición de la que ella misma se alimenta puesto que la sucesión de generaciones se expresa como una experiencia simultánea de cambio y permanencia. Quienes fueron alumnos destacados se incorporan a la planta docente con ideas e

inquietudes renovadas, pero conservan asimismo el espíritu de excelencia. Se comprende también los continuos elogios que nuestra institución no cesa de recibir por la solvencia profesional de los egresados de Derecho, que son constantemente requeridos para lo público y lo privado, incluso, paradójicamente, por quienes cuestionan el modo en que hemos sido educados.

Y estamos seguros de que esa calidad se habrá de mantener e incrementar porque contamos con maestros solventes, académica y profesionalmente, que poseen como común denominador la inquietud intelectual, opuesta diametralmente al amodorramiento y al conformismo que son el primer paso hacia el debilitamiento de una institución; y hay además en nuestros claustros estudiantes animados por un autentico afán de saber y un sentimiento generoso de entrega al país. Maestros y discípulos a quienes vinculan no sólo la docencia sino también, de una parte, la investigación científica, que ha conducido a una brillante producción bibliográfica y, de otro lado, al trabajo comprometido de proyección social a través del cual la Facultad, además de brindar un servicio, nutre su carisma estableciendo una sostenida relación con la realidad humana más doliente.

Inicié mi intervención refiriendo experiencias personales. Deseo finalizarla como rector y como tal me cabe la especial satisfacción de expresar las felicitaciones de nuestra Universidad a esta querida Facultad de Derecho por las profundas huellas que ha dejado en la cultura y en la sociedad peruanas a través de una historia plena de realizaciones que la sitúan como la mejor del país, privilegio que, estoy seguro, hemos de conservar porque cumplimos todas las exigencias para ello.

Amigos, casi diría colegas, sean ustedes bienvenidos, una vez más, a su Alma Mater.

INFORMATIVO LEGAL
RODRIGO & HERNÁNDEZ BERENGUEL

LA MEJOR FUENTE DE CONSULTA DE LEGISLACIÓN Y JURISPRUDENCIA

¡ahora Libros y CD- Rom!

EL INFORMATIVO LEGAL RODRIGO & HERNÁNDEZ BERENGUEL desde **1961**, se esmera en ser la mejor fuente de consulta de legislación y jurisprudencia. La colección contiene las normas de interés general expedidas desde esa fecha e incluso las anteriores vigentes. Las normas se encuentran clasificadas en seis índices: *cronológico, temático, jerárquico, órgano emisor, alfabético y de normas derogadas.* Reproduce regularmente las Decisiones de la Comunidad Andina y la jurisprudencia más resaltante de la Corte Suprema de Justicia, del Tribunal Constitucional, de los distintos tribunales administrativos, del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas y de la Corte Interamericana de Derechos Humanos. Adicionalmente, los índices antes mencionados se encuentran resumidos en un índice General Anual que se entrega en enero de cada año.

Nuestro **INFORMATIVO** cumple con orientar al suscriptor a través de artículos, comentando diversos aspectos legales de actualidad en su sección *Doctrina*. Otras secciones de interés: *Información Económica, Calendario de Cumplimientos Tributarios, Normas Internacionales de Contabilidad, Vencimiento de Plazos Legales, Reseñas de Revistas y Bibliografía.*

Impuesto a la Renta en libro y CD-Rom

Nos es grato poner igualmente a vuestra disposición el **LIBRO** de **Jurisprudencia Fiscal**, el cual se viene editando desde la creación del Tribunal Fiscal, en el año 1964. Esta publicación contiene información sobre todas las resoluciones de las cinco salas que integran dicho Trubunal. Cada resolución tiene una sumilla conteniendo la esencia de su pronunciamiento; están ordenadas, analizadas y sistematizadas por salas, mediante un número marginal que facilita su uso. Asimismo, éstas se encuentran clasificadas en cuatro índices: cronológico sumillado, temático, legislativo y por tributos. Es la obra más antigua y completa sobre jurisprudencia fiscal que se edita en el país.

Legislación, Doctrina y Jurisprudencia

Enero a Diciembre de 2000
12 Libros
1 Índice General Anual
2 Cd-Rom

Jurisprudencia del Tribunal Fiscal

Años 1996, 97 y 98
Cd-Rom por cada año

Manual de Normas Mineras con CD-Rom

Versión en castellano e inglés

Colección Legal Básica Actualizada

Constitución Política del Perú
Código Penal (D. Leg. 635)
Ley General de Sociedades (Ley 26887)
Ley de Mercado de Valores (D. Leg. 861)
Ley del Sistema Financiero Ley 26702)
Ley de Reestructuración Patrimonial
(D.S. 014-99 ITINCI)
Ley General de Minería (D.S. 064-92-EM)



Edita: Asesores Financieros S.A.C.
Jirón Pachacútec 1133, Lima 11, Perú
Teléfono: (511) 424-0665 332-2668 Fax: (511) 330-8555
E.mail: rodrigo@junin.itete.com.pe

80 AÑOS DE NUESTRA FACULTAD

Armando Zolezzi Möeller*

Buenas noches. Este saludo no es meramente protocolar sino que, mediante él y a nombre de nuestra Facultad, quiero transmitirles la gran alegría que nos produce el que todos y cada uno de ustedes estén presentes en este simbólico día.

En 1917, con 17 estudiantes, empezó a funcionar la Facultad de Letras de la recién fundada Universidad Católica y, dos años después, nuestra Facultad.

La enseñanza del Derecho en Lima, en el año 1919, se impartía sólo en la Universidad Mayor de San Marcos; y, en provincias, en las entonces tres universidades menores ubicadas en Arequipa, Cusco y Trujillo.

Ochenta años después, nuestra facultad cuenta con 1700 estudiantes y, si mis fuentes de información no están equivocadas, hay otras 37 universidades, entre públicas y privadas, que ofrecen la carrera de Derecho.

Les ruego que pronto olviden este último dato, pues hoy estamos celebrando y no han sido invitados para causarles preocupaciones. Lo doy, simplemente, para contarles que una encuesta realizada este año, sobre el denominado mercado educativo, nos ubica como la mejor Facultad de Derecho del país.

Tal distinción, no hay duda, que es fruto del trabajo realizado durante esos ochenta años y del destacado papel desempeñado por nuestros egresados tanto en el ámbito público como privado.

Sin embargo, debemos tener presente que así como hemos alcanzado ese lugar de privilegio podemos perderlo si no continuamos mejorando y nos atrasamos en comprender cómo será el Derecho del siglo XXI.

Seguir siendo primeros requiere que sigamos captando, en un mayor porcentaje que otros centros de enseñanza, a los mejores estudiantes; que nuestro plan de estudios responda al presente y se proyecte sobre el profesional que se necesitará en el futuro; que nuestros profesores tengan un alto nivel académico y estén en permanente actualización; que seamos exigentes con nuestros estudiantes y con nosotros mismos.

Pero no es suficiente que nuestros estudiantes se conviertan en profesionales de muy buen nivel. Es indispensable que se trate de personas íntegras, agentes del cambio, solidarios y comprometidos con el establecimiento y vigencia de un pleno Estado de Derecho en el Perú.

En el Perú de hoy no podemos afirmar que la administración de justicia es más confiable que la de hace 80 años; que la corrupción existente en nuestra sociedad de 1999 es menor a la de 1919; o que la justicia social también sea menor.

---

* Decano de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Entonces, cabe preguntarse ¿qué han hecho nuestros egresados? Creo que no obstante los juicios emitidos y la interpelante situación que hoy se vive en el país, puedo afirmar que sí hemos contribuido a la toma de conciencia, en un importante sector de la población, de la imperiosa necesidad de crear instituciones para garantizar la vigencia de un Estado de Derecho y el desarrollo del país. En el intento, se han ejercido los cargos con honestidad, dando ejemplo de vida.

Mencionar casos y nombrar personas, siempre es riesgoso, por las inevitables omisiones en las que se incurre. Hacerlo, implicaría recordar –sin exagerar- a cientos de personas.

Sin embargo, la singularidad de algunos de ellos y el indudable reconocimiento general, me puede permitir citar a Javier Pérez de Cuéllar como diplomático y Secretario General de Naciones Unidas, a Manuel Moreira Loredo como funcionario público y Presidente del Banco Central de Reserva, a Cesar Fernández Arce como magistrado y presidente de la Corte Suprema, a Jorge Santistevan de Noriega como Defensor del Pueblo o a Beatriz Boza Dibós como Presidenta de INDECOPI.

No tengo duda que el Perú requiere que, casos como esos, se multipliquen por centenas; que nuestros egresados se comprometan y participen en la transformación y el desarrollo del país; que seamos capaces de contribuir a crear un Poder Judicial profesionalmente competente y moralmente confiable; que participemos o contribuyamos a construir un nuevo Estado moderno, al servicio de la comunidad y donde la corrupción sea severamente castigada.

Como anfitrión, no debo extenderme más y aprovecho la oportunidad para invitarlos a ustedes y a sus compañeros de promoción y amigos para reunirnos el sábado 20 en el almuerzo de homenaje a nuestra facultad.

EL ANIVERSARIO DE THEMIS EN EL RECUERDO Y COMO OCASIÓN PARA HABLAR DE PREFERENCIAS

Baldo Kresalja*

Allá por 1965 nace la Revista Themis, a iniciativa de nuestro más distinguido constitucionalista, Domingo García Belaunde, estudiante de tercer año de Derecho, quien fuera además, en esa primera época, su promotor más importante. Para ello convoca a dos alumnos de cada promoción (cinco promociones en total), que indirectamente, representan a todo el alumnado. A la sazón, estaba yo en el último año de la Facultad. ¿Cuáles eran los propósitos y las preocupaciones de los fundadores? ¿Qué se perseguía con la publicación de una revista por los estudiantes?. Indudablemente, llenar un vacío que no cubría la revista "oficial" de la Facultad, tradicionalista en exceso y de frecuencia anual: conocer mejor el Derecho, acercarlo a nuestra realidad, adoptar una posición crítica frente a las decisiones del Poder Judicial, presentar opiniones de nuestros profesores sobre problemas jurídicos concretos tratados en clase o descubiertos en nuestra calidad de practicantes y, finalmente, de ser posible, tener acceso a opiniones de connotados juristas extranjeros. Los problemas para la publicación eran principalmente: conseguir financiamiento, obtener artículos de calidad, convencer a los alumnos para que escriban y hacer el seguimiento de la edición.

Visto así, en perspectiva, creo que los objetivos y los problemas de los años iniciales son similares a los que hoy afrontan los estudiantes para la edición de la revista, con la diferencia que Themis en su segunda etapa - que ahora cumple quince años - convierte en realidad el ideal de los fundadores, pues tanto desde el punto de vista formal como de su contenido y manejo administrativo resulta siendo bastante más completa y acabada, y su influencia en la enseñanza muchísimo mayor. Mas, como cada etapa de la vida tiene sus propias dificultades y los momentos son distintos, debe ello tomarse en cuenta al juzgar los resultados obtenidos, pues el esfuerzo desplegado puede haber sido igual.

En general, las revistas jurídicas editadas por los estudiantes en el Perú constituyen un fenómeno destacado y loable, habiéndose convertido en uno de los vehículos de información -y también de formación- más importantes para los estudiantes de Derecho, e inclusive para los abogados y académicos. Son un buen espejo del "derecho en acción". Themis es hoy, en mi opinión, no solo la más emblemática sino también la más rigurosa y la más representativa de todas las revistas jurídicas editadas por estudiantes, y tiene por ello muy importante influencia en el pensamiento jurídico de nuestro país. Esta distinción, sin embargo, debe ser conquistada en cada nuevo número, no sólo por el esfuerzo que ello en sí representa, sino fundamentalmente por el examen a que será sometida por sus lectores, que en cada oportunidad juzgarán el criterio, implícito usualmente, con el que se han solicitado contribuciones y efectuado la selección final.

En la mochila de cada estudiante y en el disco duro de cada generación se encuentran, más o menos perfiladas, las inquietudes y preferencias, y en éstas hay sólo una parcial similitud con lo anterior. Y está bien que así sea, pues ello demuestra dinamismo, vitalidad y, a veces, originalidad. Yo, como todos, tengo mis preferencias y prioridades; se trata de una relación poco perfilada de lo que me gustaría leer y de lo que espero encontrar en

---

* Miembro fundador de THĒMIS - Revista de Derecho.

una revista que aprecio y cuya vida sigo de cerca, aunque claro, lo comprendo de inmediato, en la que no puedo ni debo "imponer" mi punto de vista. Y esa relación imaginaria se vincula a mi labor académica y profesional, pero también a lo que creo que servirá para construir un país mejor que el que tenemos. Por ejemplo, me gustaría que en los próximos números se traten desde diversos puntos de vista temas vinculados al Derecho Público, pues considero que ello contribuiría a la defensa y consolidación del Estado de Derecho, del imperio de la razón y de la ley, que tanto embate han recibido del gobierno autocrático que tenemos, lo que ha debilitado en gran medida, con no poca ayuda de egresados de nuestra Facultad, la institucionalidad democrática, razón principal de la fundación republicana.

Siendo como son las ideas que corren, pienso también que podría dársele un mayor espacio a los temas deontológicos y a los que descubren senderos para realizar la justicia. Me imagino leyendo textos que contribuyan a la realización de un proyecto de vida en común, y también a otros que examinen sin ninguna cortapisa la vergonzosa realidad de nuestra actual administración de justicia. Por cierto, apreciaría encontrar en los artículos de los más jóvenes pensamientos esperanzadores que revelen un compromiso con el futuro, no escritos únicamente con el propósito de escalar posiciones profesionales. Me gustaría sorprenderme frente a una argumentación impecable y el renacimiento de la autoestima, frente al texto que contribuya a que se extienda la convicción que ningún post-grado en el exterior, por importante que sea, lo será más que aprender a pensar por sí mismos, que respetar al prójimo en su condición de ciudadano, más que de consumidor, es la mejor escuela para vivir o juzgar mejor. En síntesis, una utopía. *Okey.*

¡Adelante mochileros informáticos, mil años más de vida!

A PROPÓSITO DE LOS QUINCE AÑOS DE THĒMIS - REVISTA DE DERECHO

Gonzalo Barrionuevo Alba*

"Pues no son las paredes, ni el techo, ni el piso lo que individualiza la casa, sino esos seres que la viven con sus conversaciones, sus risas, con sus amores y odios; seres que impregnan la casa de algo inmaterial pero profundo, de algo tan poco material como es la sonrisa en un rostro, aunque sea mediante objetos físicos como alfombras, libros o colores".

Ernesto Sábato. El Dragón y la Princesa.

Es un lugar común –pero desafortunadamente cierto- afirmar que nuestro país se caracteriza por la precariedad institucional y la frecuente aparición de iniciativas bienintencionadas, pero lamentablemente fugaces, que desaparecen absorbidas por un ambiente de indiferencia y mediocridad. No deja entonces de ser una ocasión especial, aunque cada vez más aislada, que una institución alcance quince años ininterrumpidos de existencia. Pero resulta verdaderamente singular que esta institución, durante toda su vida, haya estado integrada únicamente por estudiantes, quienes, a despecho de algunas inevitables carencias, han sabido conservarla, expandirla y renovarla de manera continua, convirtiéndola en ejemplo y referencia indispensable para todo aquel que pretenda iniciar un proyecto semejante. Existen entonces, no cabe duda, motivos suficientes para celebrar los quince años de la Segunda Epoca de THĒMIS – Revista de Derecho, sobre todo porque esta ocasión, por una afortunada circunstancia, coincide con la aparición de su edición número cuarenta.

Por lo demás, la celebración de los quince años de la Segunda Epoca de THĒMIS es también un pretexto suficientemente bueno como para que algunos ex - miembros ofrezcan algunas impresiones de su paso por la revista; aunque esta tarea reviste algunas dificultades para quien escribe estas líneas. En principio, no es fácil adoptar la distancia necesaria para referirse a una experiencia que, a pesar del tiempo transcurrido, todavía considero propia y presente; prueba de ello ha sido la dificultad para abandonar tantos hábitos entrañablemente adquiridos durante mi permanencia en THĒMIS, así como esa inevitable mezcla de preocupación y confianza con que los ex – miembros acompañamos las actividades de la revista durante los meses siguientes a la partida. Tampoco es fácil expresar o transmitir en palabras la cantidad de vivencias acumuladas como miembro de THEMIS, pues representan algo muy personal y de seguro irrepetible. Prefiero referirme a quienes compartieron conmigo el trabajo en la revista, y agradecerles porque me enseñaron que una de las manifestaciones más elevadas de la amistad es sacrificarse para crear algo juntos.

Desde siempre, THĒMIS ha albergado personas de diferentes condiciones e intereses, y uno de sus mayores méritos es permitir que todas las expectativas personales, no siempre coincidentes y a veces contrapuestas, sean reunidas, armonizadas y convertidas en una síntesis más elevada –a la manera de la piedra filosofal que convierte los metales en oro- por obra de esa experiencia compartida que, en buena medida, resume y justifica la pertenencia a THĒMIS – Revista de Derecho. El resultado de esa comunidad –más que las

---

* Ex Comité Directivo de Themis Revista de Derecho.

características peculiares de sus miembros- convierte en única a cada generación que forma parte de THĒMIS, y renueva y enriquece ese caudal de experiencias y recuerdos comunes que constituye la tradición de nuestra revista.

Las limitaciones inherentes a nuestra condición, nos obligan a contemplar todo acontecimiento nuevo a la luz del acerbo de experiencias, recuerdos y conocimientos adquiridos a lo largo de una vida. Revisar como ex - miembros las nuevas ediciones de THĒMIS no escapa a esta circunstancia, y es inevitable que al recorrer las páginas de un nuevo número como observadores distantes –pero nunca ajenos- echemos mano a la memoria y tratemos de reconocer en cada página aquellos ideales que explicaron nuestro ingreso y permanencia en la revista. Por suerte, esta búsqueda jamás puede verse defraudada, porque THĒMIS – Revista de Derecho, ahora como hace quince años, es una muestra de que sólo los sueños de los jóvenes pueden sobreponerse a la inercia y la rutina; lección que, sobre todo en estos tiempos, no debemos olvidar.

EL MARCO JURÍDICO DEL MERCADO DE VALORES

Fernando Vidal Ramírez*

Como parte del mercado financiero, el Mercado de Valores constituye un importante medio de inversión. Por dicho motivo, es necesario que los operadores cuenten con un marco jurídico adecuado para fomentar y agilizar las transacciones.

Así, el autor del presente artículo nos da un extenso análisis de ocho instrumentos jurídicos que han regulado el Mercado de Valores, desde el Código de Comercio de 1902 hasta la legislación actual. De esta manera, podemos determinar cuáles son los principales avances introducidos a partir del Decreto legislativo 861 y su razón de ser.

Hacen poco más de 11 años publiqué un libro sobre la Bolsa de Valores y pretendí que se constituyera en un ensayo de Derecho Bursátil[1]. El libro fue el resultado de las experiencias adquiridas durante los años en que ejercí la presidencia de la Bolsa de Valores de Lima, entre 1972 y 1984. Durante ese período realicé una activa participación en diversos certámenes en el país y en el extranjero, con el afán de contribuir al crecimiento y desarrollo del Mercado de Valores en el Perú, que, desde entonces, ha tomado serias dimensiones, convirtiéndose la Bolsa de Valores de Lima en uno de los mercados emergentes de mayor gravitación en Iberoamérica.

Retomando la labor de difusión anteriormente emprendida, pretendo hacer un estudio del marco jurídico del Mercado de Valores del Perú, en su evolución y en los cambios que ha introducido su actual y vigente ordenamiento.

LA EVOLUCIÓN

El estudio de la evolución del marco jurídico del Mercado de Valores lo vamos a desarrollar a partir del Código de Comercio de 1902, para luego ir analizando los demás cuerpos que lo han normado hasta llegar a la Ley del Mercado de Valores puesta en vigencia, desde 1996, mediante el Decreto Legislativo 861.

1. El Código de Comercio de 1902

El Código de Comercio de 1902, en franco desuso y en la inminencia de derogación de las pocas materias que no le han sido sustraídas, fue el segundo promul-

---

* Abogado. Profesor de Derecho Civil de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

[1] Cultural Cuzco Editores, Lima, 1988

gado en nuestra vida republicana. Como su antecesor de 1853, que siguió al Código Español de 1829, el de 1902 lo hizo con el también español de 1885.

Como lo señaló Manuel García Calderón[2], la comisión encargada de dotar al país de un nuevo Código de Comercio asumió el encargo de adaptar a nuestro medio el Código de Comercio Español entonces vigente, y fue así que, con algunas modificaciones, fue promulgado para entrar en vigencia el 1 de febrero de 1902. De este modo, el ordenamiento del Mercado de Valores que quedó planteado mediante la Bolsa fue un reflejo del modelo español.

El Código de Comercio se limitó tan sólo a legislar sobre la Bolsa, como Bolsa de Comercio, considerándola como un lugar o casa de contratación mercantil, donde podían negociarse valores y efectos públicos, valores industriales y mercantiles emitidos por particulares, por sociedades, o empresas legalmente constituidas, letras de cambio, pagarés y cualesquiera otros valores mercantiles, metales preciosos, amonedados o en pasta, terrestres y marítimos, fletes y transportes, así como conocimientos de embarque y cartas de porte. Impregnado de liberalismo, su Exposición de Motivos[3] explicó que el Código había optado por el sistema de organización de la Bolsa más favorable a la libertad comercial, por lo que en la Bolsa podían contratar todos, fueran o no comerciantes, pero con la intervención de los intermediarios que venían a ser los agentes de cambio y bolsa.

La Bolsa ya existía en el Perú, pues había sido creada en 1860[4] también bajo el modelo español, pero no cumplía funciones propiamente de tal, ya que hacía y continuó haciendo las de una Cámara de Comercio hasta la fundación, en 1888, de la Cámara de Comercio de Lima[5]. Con la entrada en vigor del Código de Comercio, la Bolsa, que fue definida como "un establecimiento público legalmente autorizado en el que de ordinario se reúnen los comerciantes y los agentes intermediarios colegiados para concertar o cumplir las operaciones mercantiles", se vio precisada a adecuarse a las funciones previstas en el ordenamiento de 1902.

La Bolsa, como expresión de un mercado incipiente, como lo era el propio Mercado de Valores, continuaría funcionando hasta las reforma introducida mediante la Ley 17020[6].

2. La Ley 17020

Las materias legisladas por el Código de Comercio, como hemos indicado, han sido sucesivamente sustraídas ante los requerimientos de modernización de las instituciones y materias que legislaba, y por ello, su reforma se hacía de manera parcial. Así, mediante la Ley 16123, del 6 de mayo de 1966, se promulgó la ley de Sociedades Mercantiles que, a la vigencia del Código Civil, en 1984, pasó a ser Ley General de Sociedades al asumir la normativa de las sociedades civiles no legisladas ya por el nuevo ordenamiento civil, manteniendo su vigencia hasta su derogación por la Ley 26887 que, desde el primero de enero de 1998, ha puesto en vigencia a la actual Ley General de Sociedades. Así, también, mediante la Ley 16587, del 15 de junio de 1967, se promulgó la Ley de Títulos Valores, en la actualidad en proceso de derogación por el proyecto que se encuentra para aprobación en el Congreso de la República.

La puesta en vigor de estas leyes puso en evidencia también la necesidad de modernizar el ordenamiento del Mercado de Valores, dando lugar, así, a la promulgación de la Ley 17020, del 28 de mayo de 1968, que a su vez dio como resultado la creación de la Comisión Nacional de Valores, constituyéndose en el primer intento de modernización del Mercado de Valores y la Bolsa, la cual, desde 1951, se había reorganizado y constituído como sociedad anónima bajo la razón social de Bolsa de Comercio de Lima.

La Ley 17020 fijó como fines principales de la entonces Comisión Nacional de Valores cuidar que los valores mobiliarios que se ofrecieran al público se emitieran y negociaran con corrección, y que las operaciones fueran centralizadas en la Bolsa para asegurar la certidumbre y la veracidad de los precios, y para incrementar el volumen de la oferta y la demanda en el mercado. Estableció normas para la oferta pública de valores mobiliarios como complemento a las que regulaban la constitución de sociedades, sus aumentos de capital y la emisión de obligaciones, e introdujo el denominado cautiverio de los títulos, pues los que habían sido admitidos a cotización bursátil debían obligatoriamente nego-

[2] Código de Comercio, Anotado y Concordado. Lib. Mejía Baca. Lima. 1957, p. 17
[3] Ibid, p. 58
[4] Vide, de GIESECKE Sara-Lafosse Margarita, La Bolsa de Valores de Lima.140 años de Histroria. Lima 1997
[5] Vide, de BASADRE, Jorge y Ferrero, Rómulo. La Historia de la Cámara de Comercio de Lima. Lima 1963.
[6] Vide, del autor, La Bolsa de Valores. p. 23 y ss.

ciarse en la Bolsa y con la necesaria intervención de los intermediarios bursátiles.

En ese mismo año de 1968 se estableció la nominatividad obligatoria de las acciones, mantenida hasta la actualidad[7].

3. El Decreto Ley 18302

La Ley 17020 no alcanzó sino una vigencia fugaz pues en octubre de 1968 se produjo la ruptura del orden constitucional y la asunción de la dirección del Estado por las Fuerzas Armadas, no llegando a implementarse las innovaciones introducidas a nuestro incipiente Mercado de Valores. Fue así que se promulgó el Decreto Ley 18302 el 2 de junio de 1970, que introdujo importantes reformas en el Mercado de Valores.

El régimen legal establecido a partir del Decreto Ley 18302 puede resumirse en cuatro aspectos fundamentales: la puesta en funcionamiento de la Comisión Nacional de Valores – desde 1972 Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, CONASEV -, la reorganización de la Bolsa, el nuevo régimen de los intermediarios bursátiles y la reglamentación de la oferta pública de valores.

Las funciones de la CONASEV consistieron en el estudio, reglamentación y supervigilancia del Mercado de Valores, de la Bolsa de Valores, de los agentes de bolsa y de los demás intermediarios, "a fin de promover un eficiente mercado de valores, procurando que los capitales se orienten hacia aquellas inversiones que favorezcan el desarrollo económico y social del país en concordancia con los planes económicos aprobados por el Supremo Gobierno", asumiendo para tal fin el dictado de normas para regular la emisión y admisión de los valores negociables en Bolsa, así como su permanencia, suspensión y exclusión de la negociación, el registro de las entidades emisoras que realizarán oferta pública de valores y otras funciones más, las que fueron agregadas al asumir la CONASEV la supervisión de la empresas.

La Bolsa pasó a denominarse Bolsa de Valores de Lima, y se le asignó como objeto la centralización de la compra, venta y registro de valores cuya emisión y colocación hubiera sido autorizada por la CONASEV, manteniendo las demás funciones y características conferidas por la Ley 17020. Posteriormente, en virtud de lo dispuesto por el Decreto Ley 18353, del 4 de agosto de 1970, la Bolsa se constituyó como asociación civil, por lo que la Bolsa de Comercio de Lima, que había sido constituida como sociedad anónima, procedió a liquidarse.

La intermediación en el Mercado de Valores se puso a cargo de los agentes de bolsa, que eran los únicos que podían intervenir en las transacciones en Rueda de Bolsa, para cuyo efecto debían asociarse a la Bolsa, así como de otros intermediarios que no tenían el privilegio bursátil.

La oferta pública fue reglamentada, diferenciándose en oferta primaria y oferta secundaria según fuera dirigida a la captación de recursos financieros por la empresa emisora haciendo la primera colocación de los valores, o según los primeros adquirentes de los valores quisieran dotarse de liquidez realizando su inversión.

El régimen legal establecido por el Decreto Ley 18302 se mantuvo a lo largo del Gobierno de las Fuerzas Armadas y hasta la restauración del sistema democrático, luego de la promulgación y vigencia de la Constitución Política de 1979.

El desarrollo y crecimiento del Mercado de Valores no fue alcanzado, pues en este mismo período se puso en vigencia un severo régimen de control de cambios, se dimensionó la actividad empresarial del Estado y se planteó la reforma de la empresa con la creación de las comunidades laborales, aunque en la etapa final del Gobierno Militar, al modificarse el régimen de participación en el patrimonio y utilidades de las empresas a favor de los trabajadores, el Mercado recibió el caudal de las acciones entonces denominadas laborales.

Además, en este mismo período el fenómeno inflacionario comenzó a acrecentarse para llegar a crear, en años posteriores, serios disturbios en la economía del país[8].

4. Los Decretos Legislativos 198 y 211

La promulgación de la Constitución Política de 1979 significó la conclusión del régimen político impuesto por el Gobierno de las Fuerzas Armadas y el comienzo de la transición al sistema democrático, lo que también tuvo una importante repercusión en el Mercado de Valores[9].

---

[7] Vide, del Autor, La Bolsa de Valores. p. 25 y ss.
[8] Vide, del autor. La Bolsa de Valores, p. 27 y ss.
[9] Vide, del autor, La Bolsa de Valores, p. 34 y ss.

Con la finalidad de adecuar el ordenamiento legal a la Carta Política cuya vigencia se inició el 28 de julio de 1980, que entre sus innovaciones trajo la delegación de facultades al Poder Ejecutivo para que legislara mediante decretos legislativos, el Congreso de la República le delegó también, mediante Ley 23230 del 15 de diciembre de 1980, la facultad de modificar o derogar los decretos leyes dictados durante el Gobierno de las Fuerzas Armadas. Fue así que se dictaron los Decretos Legislativos 198 -Ley Orgánica de la CONASEV- y 211 -Ley Normativa del Mercado Bursátil-; ambos del 12 de junio de 1981, modificándose el régimen legal establecido por el Decreto Ley 18302.

El Decreto Legislativo 198 le confirió a la CONASEV la finalidad de promover el Mercado de Valores, velar por el adecuado manejo de las empresas y normar la contabilidad de las mismas, manteniéndose también como sus funciones las de estudiar, promover y reglamentar el Mercado de Valores, controlando a las personas naturales y jurídicas que intervinieran en el Mercado[10].

El Decreto Legislativo 211 mantuvo la naturaleza jurídica de la Bolsa de Valores de Lima como una asociación civil y le atribuyó como función fundamental la de centralizar la negociación de los valores admitidos a cotización, por lo cual debía organizar la Rueda de Bolsa para que en ella se realizaran las transacciones con los valores admitidos a cotización con intervención de los agentes de bolsa, creando la posibilidad de que éstos se convirtieran en personas jurídicas mediante la creación de sociedades corredoras. Además, entre otras, se le atribuyeron las funciones de publicar la cotización de los valores, prestar el servicio para la liquidación de las operaciones, y ofrecer al público información sobre las entidades cuyos valores habían sido sometidos a negociación bursátil[11].

La Ley Orgánica de la CONASEV y la Ley Normativa del Mercado Bursátil, que organizaron y regularon el Mercado de Valores durante más de 10 años, se caracterizaron por una política económica que no hacía viable el crecimiento y desarrollo del Mercado de Valores, pese a lo cual, fueron los instrumentos de maduración del Mercado; los que sirvieron de antecedente para el desarrollo y crecimiento que éste comenzaría a experimentar con los cambios de política económica producidos a partir de 1990[12].

5. El Decreto Legislativo 755 y el Decreto Ley 26126

Los cambios de política económica orientados a combatir la inflación, estabilizar la moneda, liberalizar el tratamiento de la inversión extranjera y redimensionar la actividad empresarial del Estado mediante la promoción de la inversión privada en sus empresas, plantearon la necesidad de un reordenamiento del Mercado y de dotarlo de un nuevo instrumento normativo. Fue así que el Decreto Legislativo 211 dio paso al Decreto Legislativo 755, del 8 de noviembre de 1991, que puso en vigencia, propiamente, una primera Ley del Mercado de Valores, que no legisló sobre la CONASEV pues sólo introdujo modificaciones al Decreto Legislativo 198, lo que dio lugar a que posteriormente, luego de la ruptura del orden constitucional producida el 5 de abril de 1992, se dictara el Decreto Ley 26126, del 24 de diciembre del mismo año -1992-, que puso en vigencia una nueva Ley Orgánica para la CONASEV.

El Decreto Legislativo 755 fue el instrumento normativo que marca el inicio de la modernización del Mercado de Valores al introducir importantes cambios en su estructura jurídica.

Como Ley del Mercado de Valores estableció como su objeto normar a la oferta pública de valores, a la Bolsa, a los agentes de intermediación y a las empresas emisoras de valores, dándole especial énfasis a la transparencia del mercado, respecto de la cual ya se habían registrado importantes avances con la legislación anterior. Dispuso que la intermediación bursátil sólo podía estar a cargo de personas jurídicas mediante la constitución de las sociedades agentes de bolsa, o la conversión de las sociedades corredoras ya existentes, y dando un plazo a los agentes de bolsa individuales para que constituyeran sus sociedades. Mantuvo el *status* de asociación civil para la Bolsa, pero creó lo que denominó los certificados de participación que representaban su patrimonio y que debían tener como titular a los agentes de bolsa, quienes podían aportarlos a la constitución de sus sociedades agentes, y a las sociedades corredoras de bolsa existentes a la fecha de su entrada en vigencia. Introdujo una importante innovación en el sistema de liquidación de las operaciones al permitir el procedimiento de "anotaciones en cuenta", aunque paralelo al de la entrega física de los títulos negociados. Estableció

[10] Vide, del autor, La Bolsa de Valores, p. 85 y ss.
[11] Vide, del autor, La Bolsa de Valores, p. 63 y ss.
[12] El tantas veces citado libro del autor es, además, un estudio de la estructura del Mercado de Valores, de los mecanismos del Mercado Bursátil, de la intermediación en el Mercado de las operaciones de Bolsa y otros aspectos vinculados a la vigencia de los Decretos Legislativos 198 y 211.

también normas de protección al inversionista, particularmente al accionista minoritario, y calificó y normó como sociedades anónimas abiertas a aquéllas que se constituyeran o aumentaran su capital mediante la oferta pública de sus acciones. Creó los certificados de suscripción preferente para que el accionista pudiera negociar su derecho en los aumentos de capital en los que no deseara participar. Por último, una de las innovaciones más importantes que introdujo fue la de liberar a los títulos admitidos a cotización del cautiverio, pues podían ser negociados en Rueda de Bolsa o fuera de ella[13].

Por considerarse luego insuficientes, se creó una Ley Orgánica de la CONASEV promulgada mediante Decreto Ley 29126, del 24 de diciembre de 1992, que le concedió a la CONASEV como función fundamental la supervisión del Mercado de Valores y le ratificó las atribuciones que ya tenía por la legislación anterior.

EL ORDENAMIENTO VIGENTE

El ordenamiento vigente del Mercado de Valores está determinado por el Decreto Legislativo 861, del 21 de octubre de 1996, que constituye la Ley General Mercado de Valores en vigor, al derogar al Decreto Legislativo 755 mas no al Decreto Ley 26126, al que sólo introdujo modificaciones por lo que, con un texto único concordado, mantiene su vigencia[14].

La vigente Ley del Mercado de Valores ha precisado su finalidad en la promoción del desarrollo ordenado y en la transparencia del Mercado de Valores, así como en la adecuada protección del inversionista, tratando las mismas materias que ya venían siendo legisladas y de las que, obviamente, no nos hemos ocupado con detenimiento. Por ello, al ocuparnos del vigente ordenamiento, señalaremos, junto con las generalidades, las innovaciones respecto del tratamiento legislativo inmediato anterior.

La transparencia del mercado, tema sobre el cual se hace especial énfasis, comenzó a desarrollarse desde que se consideró la información como indispensable para el desarrollo del mercado. La vigente Ley la incorpora en sus principios generales y considera como instrumento al Registro Público del Mercado de Valores, en el que deben inscribirse los valores, los programas de emisión de valores, los fondos mutuos, los fondos de inversión y los participantes del Mercado de Valores "con la finalidad de poner a disposición del público la información necesaria para la toma de decisiones de los inversionistas y lograr la transparencia del mercado".

La reglamentación de la oferta pública de valores, que fue siempre tema de especial atención a partir de la Ley 17020, es tratada de manera relevante y con un mejor y más completo desarrollo. La Ley distingue la Oferta Primaria, que es la que se realiza para la primera colocación de los valores emitidos, de la Oferta Pública de Venta, cuando se trata de la transferencia de los valores previamente adquiridos, o de Oferta Pública de Adquisición, cuando se trata de adquirir valores que le puedan dar al adquiriente una significativa presencia en la sociedad emisora, o se trate de Oferta Pública de Compra, cuando se dirige a los demás titulares de los valores con la finalidad de excluirlos del Registro, esto es, de su negociación en el Mercado. Como innovación, además, ha considerado a la Oferta Pública de Intercambio, que es la que se plantea con la finalidad de permutar valores. Por último, y conforme a la liberación de la inversión extranjera, ha legislado también sobre las Ofertas Internacionales.

En relación con los valores mobiliarios, entendidos como aquéllos que se emiten en serie y con igualdad de derechos, la Ley legisla sobre las acciones y las obligaciones o bonos, que son los valores tradicionalmente negociados en la Bolsa, pero manteniendo la posibilidad de que también puedan negociarse pagarés, letras de cambio, *warrants* y otros títulos valores, así como títulos de deuda a corto plazo y los certificados de suscripción preferente.

Como mecanismo centralizado de negociación legisla, en especial, sobre la Rueda de Bolsa, manteniendo los mismos criterios anteriormente legislados en cuanto a presunciones para facilitar la contratación, a la irreivindicabilidad de los títulos negociados, a su falta de cautiverio. Como no podía ser de otra manera, en razón de los avances en materia informática, ha considerado también los sistemas electrónicos de negociación.

La Bolsa de Valores es mantenida en su naturaleza jurídica de asociación "de especiales características", pues también se mantienen los certificados de participación como títulos representativos de su patrimonio,

[13] Vide, TOLA NOSIGLIA, José. "El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú", Lima, 1994, que es un estudio que abarca la vigencia del Decreto Legislativo 755.

[14] Vide, SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo. "El Mercado de Valores en el Perú", Cultural Cuzco, Lima, 1999, que es el último estudio publicado y que está referido al Decreto Legislativo 861.

siendo negociables en los casos que precisa. Sus asociados son las sociedades agentes de Bolsa, y su finalidad es la de proveerles de las facilidades para la negociación de los valores inscritos, así como de los servicios, sistemas y mecanismos adecuados para sus funciones de intermediación. Además, le ha otorgado mayores competencias de las que tenía en la legislación anterior.

Los intermediarios se distinguen en sociedades agentes de bolsa, que son los que tienen el privilegio por ser asociados a la Bolsa, y en sociedades intermediarias, que son las que sólo pueden operar fuera del recinto bursátil.

Para la liquidación de las operaciones se ha desarrollado lo que ya había previsto el Decreto Legislativo 755, en cuanto al sistema de anotaciones en cuenta o la entrega física de los títulos. Pero se ha avanzado al impulsar la creación de instituciones de compensación y liquidación dando lugar a la constitución de CAVALI ICLV, al escindirse de la Bolsa de Valores de Lima lo que era el Servicio de Caja de Valores y de Liquidación.

Los Fondos Mutuos de Inversión, prohibidos durante el Gobierno de las Fuerzas Armadas y repuestos de manera incipiente por el Decreto Legislativo 211, reciben un tratamiento también especial en la Ley. Paralelamente, en virtud del Decreto Legislativo 862, se ha dado también impulso a los Fondos de Inversión.

La Ley ha dado creación a las empresas clasificadoras de riesgos, que categorizan los valores y que se vienen ya constituyendo como patrimonios y respaldan, así, el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio.

La Ley, por último, ha creado mecanismos para la solución de conflictos con la finalidad de resolver en el ámbito del mercado, esto es, en la CONASEV y en la Bolsa, las controversias que se susciten entre las sociedades agentes de bolsa, y entre éstas y los inversionistas.

LA DELIMITACIÓN DEL MARCO JURÍDICO

La delimitación del marco jurídico del Mercado de Valores supone, necesariamente, la aplicación del principio de la jerarquía normativa que la Constitución Política consagra en su artículo 51, puesto que su normatividad está determinada, en la actualidad, por el Decreto Legislativo 861 y por el Decreto Ley 26126, este último convalidado, que tienen rango de ley, pues lo son en sentido material.

Pero en el marco jurídico del Mercado de Valores se da una característica muy propia, pues la norma reglamentaria no emana del ejercicio de la potestad de reglamentar las leyes que el inciso 8 del artículo 118 de la Constitución Política confiere al Presidente de la República, sino de la delegación otorgada a CONASEV para dictar las normas reglamentarias mediante resoluciones que, obviamente, tienen una jerarquía inferior a la de los decretos supremos con los cuales se reglamentan las leyes. Es, pues, mediante las resoluciones de la CONASEV y las que la Bolsa puede dictar, también por delegación, como se regula el Mercado de Valores en nuestro país.

A estas normas escritas regulatorias deben adicionarse los usos y prácticas que, como normas consuetudinarias *secundum legen* o *praeter legen*, regulan también las operaciones del mercado.

LA ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES CONFORME A SU MARCO JURÍDICO

La evolución del Mercado de Valores hasta su estado actual, ha determinado un cambio en su estructura a partir de la Ley del Mercado de Valores y de otros instrumentos normativos en actual vigencia.

La noción más generalizada y elemental del Mercado de Valores conduce a la idea de un mercado en el cual se negocian valores, sin que esta idea implique, necesariamente, la de un mercado organizado, sino, esencialmente, la de una secuela de actos jurídicos que van desde la emisión de los títulos, su primera colocación y sucesivas transferencias, hasta su extinción circulatoria. La idea de mercado se relaciona con la participación de vendedores u oferentes de los títulos y de sus compradores o demandantes, pero sin localizarse en un lugar determinado. Es por ello que la Bolsa es la expresión organizada del Mercado de Valores.

La noción del Mercado se vincula a la idea del ahorro, entendiéndose por tal el excedente de ingresos que tiene una persona, natural o jurídica, aplicado a la búsqueda de rentabilidad mediante la constitución de depósitos en el Sistema Financiero o a la adquisición de títulos accionarios u obligacionarios, que vienen a ser activos financieros, así llamados por contraposición a los activos reales.

La bifurcación del ahorro que dejamos anotada conduce también a que se suela ubicar al Mercado de Valores, también considerado Mercado de Capitales, dentro de un concepto de mayor amplitud, como formando parte del Mercado Financiero, lo que ha

tomado relevancia en los últimos 20 años y se ha acentuado en otros países, aunque entre nosotros el Mercado de Valores tiene su propia connotación.

El Mercado Financiero es el que coadyuva a la formación de capitales, con intervención de intermediarios financieros para las transacciones sobre activos financieros. Pero en sentido estricto, el movimiento de dinero viene a configurar el Mercado de Dinero, por lo que el segmento del Mercado Financiero que se forma por la circulación de activos financieros, configura el Mercado de Valores.

La distinción anotada se viene acortando en otros mercados, aunque no en nuestro país, por cuanto los intermediarios financieros no pueden participar directamente en el Mercado de Valores, pero la distinción se ha acortado en cuanto las empresas bancarias y financieras han constituido sus sociedades agentes de bolsa y vienen desplazando a los antiguos agentes de bolsa que formaron las suyas.

El Mercado de Valores tal como lo hemos conceptuado, se distingue en Mercado Primario y Mercado Secundario, distinción que la normatividad vigente tiene trazada con toda claridad.

El Mercado Primario viene a ser el mercado de emisiones, pues en él se realiza la primera colocación de los valores recién emitidos, trátese de las acciones para la constitución de una sociedad o de las que se emiten para captar recursos. Es a este Mercado al que se dirige la Oferta Pública Primaria, como un medio de captación de recursos y, por ello, es un mercado de financiamiento.

El Mercado Secundario viene a ser el mercado de transacciones con los valores ya emitidos y que se negocian luego de su primera colocación. Es, por eso, un mercado de liquidez pues a él acude el adquiriente de títulos que quiere convertirlos en dinero. Es también a este mercado al que concurren los oferentes y demandantes de títulos que ya circulan, y en el que el precio se forma por el juego de la oferta y la demanda en busca de rentabilidad y es, por esta razón también, que a él se dirige la Oferta Pública Secundaria.

Así planteados los segmentos en un Mercado de Valores, debemos anotar que en torno a ellos se hacía la distinción entre el Mercado Bursátil y el Mercado Extrabursátil, que la legislación vigente y a partir del Decreto Legislativo 755, no permite hacer ya.

El Mercado Bursátil es la expresión de un Mercado de Valores organizado y, por lo general, era un Mercado Secundario sin dar cabida al Mercado Primario, lo que la legislación vigente ha enmendado, pues nada obsta para que la Bolsa pueda ser utilizada para la primera colocación de títulos recién emitidos ni, mucho menos, que siga siendo un mercado al que concurren oferentes y demandantes en busca de liquidez y rentabilidad. Con el mercado organizado; el bursátil ofrece la transparencia requerida por cuanto informa sobre las transacciones, formación de los precios y la cotización de los valores, la situación financiera de la empresas emisoras, el anuncio del pago de dividendos de las acciones y los intereses de las obligaciones y, en general, sobre todo aquello que pueda interesar al ahorrista o inversionista, sin perjuicio de los servicios que también le deben proporcionar los intermediarios bursátiles.

La distinción en cuanto a Mercado Extrabursátil ha perdido vigencia por cuanto, como lo hemos advertido anteriormente, se han suprimido el denominado cautiverio de los títulos y en él se pueden también negociar los admitidos a cotización bursátil. La diferencia está en que las transacciones no se realizan en el local de la Bolsa, y no tienen por ello, la transparencia de la negociación en un mecanismo centralizado como es la Rueda de Bolsa.

La evolución del marco jurídico, yuxtapuesta con una política económica adecuada al mercado, trajo como consecuencia un crecimiento y desarrollo realmente asombroso si se comparan los volúmenes de negociación generados a partir del Decreto Legislativo 755 y la actual Ley del Mercado de Valores, con los volúmenes de negociación generados durante la vigencia del Decreto Ley 18302 y del Decreto Legislativo 211. Sin embargo, la Bolsa es un mercado sumamente sensible a los disturbios que causan recesión económica y ellos la han llevado a que no quede al margen de la situación que vive el país, lo que demuestra que no sólo son necesarias las normas sino una economía sana que ofrezca confianza, liquidez y rentabilidad.

ESTUDIO
MARIO CASTILLO FREYRE
ABOGADOS

Mario Castillo Freyre
María Isabel Vásquez Villacorta

Avenida Arequipa 2327
Lince - Lima

Teléfono - Facsímil
422-6152

MIRANDA & AMADO
ABOGADOS

AVANCES DEL MERCADO DE VALORES EN EL PERÚ DURANTE LA DÉCADA DE LOS NOVENTAS

Carlos Rivero Zevallos*

Las diversas reformas estructurales de la economía peruana orientadas hacia el libre mercado y la estabilidad macro - económica, así como la creación de una legislación tendente al desarrollo del mercado en un contexto de transparencia, han originado que el Mercado de Valores se constituya en una importante fuente de financiamiento empresarial. En efecto, la promulgación de leyes que permiten un nivel adecuado de transparencia ha generado que los partícipes en el mercado cuenten con la información concerniente al comportamiento de las principales variables del sistema económico en forma oportuna, clara, completa y fidedigna, de modo que en igualdad de condiciones, disponen de información suficiente para tomar sus decisiones financieras.

En el presente artículo, el autor analiza los diferentes medios por los cuales el Mercado de Valores es considerado en la actualidad como una potencial alternativa de financiamiento e inversión de los diversos agentes de la economía. Centra su exposición en tres pilares básicos que evidencian claramente el desarrollo del Mercado de Valores en los últimos años: la oferta pública primaria, los fondos mutuos y fondos de inversión, así como la transparencia del mercado.

INTRODUCCIÓN

El Mercado de Valores en el Perú ha experimentado durante la presente década un importante desarrollo, sustentado en la aplicación de las reformas estructurales que orientaron a la economía peruana hacia el libre mercado, la consecución de la estabilidad macroeconómica, el trato equitativo a los inversores nacionales y extranjeros, y la promulgación de normas legales y tributarias adecuadas para el desarrollo del mercado en un contexto de transparencia y modernidad.

En el aspecto normativo, fue de particular importancia la promulgación de la Ley del Mercado de Valores Decreto Legislativo 755, la cual sentó las bases para el posterior desarrollo del mercado. Dicha norma fortaleció los mecanismos de revelación de información en el Mercado de Valores y reguló por primera vez a instituciones que llegarían a asumir un rol estratégico, tales como los fondos mutuos de inversión en valores y las empresas clasificadoras de riesgo. Posteriormente, con el fin de perfeccionar los mecanismos introducidos por la referida Ley, se promulgaron en noviembre de 1996 el Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores, y el Decreto Legislativo 862, Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, permitiendo la adecuación de la regulación a los estándares internacionales, y alentando la creación de nuevos mecanismos para la canalización de los ahorros a las actividades productivas.

Sustentado en la coyuntura descrita, se ha observado en los últimos años un importante uso del Mercado de Valores como fuente de financiamiento empresarial,

* Economista egresado de la Maestría de Administración de la Universidad del Pacífico

aunque sin llegar aún a los niveles alcanzados por los principales mercados de la región. Así tenemos, que la oferta pública primaria del sector privado llegó a superar los US$ 1 000 millones en el año 1998 -monto que contrasta con los US$ 9 millones registrados en el año 1990-, incrementándose a su vez el número de empresas que realizaron emisiones primarias, llegando a un total de 76 las que emitieron nuevos valores entre los años 1991 y 1998. Asimismo, los montos negociados en la Bolsa de Valores de Lima en el año 1998 representaron más de 80 veces las transacciones efectuadas en el año 1990 y aproximadamente el doble de lo negociado en el año 1994; comportamientos que se sustentaron no sólo en las favorables condiciones del entorno macro - económico, a los flujos de capital del exterior, sino sobre todo en el importante dinamismo mostrado por los esquemas colectivos de inversión (fondos mutuos y fondos de pensiones).

El presente artículo pretende presentar las principales características de la estructura del Mercado de Valores en el Perú, sintetizando los avances experimentados por éste en los últimos años, analizando el comportamiento de sus indicadores, así como aquellos cambios en materia normativa que han contribuido a que el Mercado de Valores se considere en la actualidad como una potencial alternativa de financiamiento e inversión dentro de las decisiones de los diversos agentes de la economía. En este sentido, he considerado conveniente centrar la exposición en tres pilares básicos que evidencian claramente el desarrollo del Mercado de Valores en los últimos años: la oferta pública primaria, los fondos mutuos y fondos de inversión, y la transparencia del mercado.

I. EL MERCADO DE VALORES COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL

Aspectos Conceptuales :

El Mercado de Valores, como uno de los componentes del Sistema Financiero, tiene como fin contribuir a la asignación eficiente de recursos, interconectando a los múltiples agentes superavitarios (inversores) y deficitarios (emisores) que existen en la economía. Estos últimos, a través de la emisión de valores mobiliarios, confieren a los inversores derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades de las empresas, en condiciones diferentes de rentabilidad, liquidez y riesgo, obteniendo a cambio los recursos financieros que requieren para materializar sus actividades productivas.

Cuando este proceso se lleva a cabo a través de una Oferta Pública Primaria, esto es una invitación, adecuadamente difundida[1], que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general o a determinados segmentos de éste para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación de nuevos valores mobiliarios, se origina la necesidad de cautelar el interés de los inversores en el mercado, a través de la revelación en forma veraz, suficiente y oportuna de toda aquella información que sea relevante a efectos de entender las implicancias positivas y negativas de las transacciones que les sean propuestas. Es por ello que la oferta pública primaria es regulada, controlada y supervisada, recayendo bajo el ámbito de la Ley del Mercado de Valores, así como de diversas normas emitidas por el ente supervisor.

Precisamente con la finalidad de poner a disposición del público la información necesaria para la toma de decisiones de los inversores y lograr la transparencia del mercado, las ofertas públicas requieren previa inscripción de los valores mobiliarios en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV)[2], debiendo, para ello, presentar a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) los documentos donde consten sus características, las del emisor, así como los derechos y obligaciones de sus titulares. Dicha inscripción no conlleva la certificación por parte de CONASEV de la bondad del valor mobiliario, la solvencia del emisor, ni sobre los riesgos del valor o de la oferta, pues se entiende que son los propios inversores quienes se encuentran en una mejor posición para evaluar la conveniencia de la adquisición de un valor, de acuerdo con su conocimiento, pericia y habilidad de análisis.

En esta dirección, la legislación instituye como uno de los documentos más importantes vinculados con la emisión de un valor al Prospecto Informativo, cuyo contenido incluye toda la información vinculada tan-

[1] Se entiende como adecuadamente difundida cuando se dirige a sus destinatarios de manera individual o conjunta, simultánea o sucesiva, a través de cualquier medio, como diarios, revistas, radio, televisión, correo, reuniones, sistemas informáticos u otro que permita la tecnología, que resulte idóneo para dar a conocer el contenido de la misma a su destinatario. Se incluye, así mismo, la utilización de los servicios de las bolsas de valores o de las entidades encargadas de la conducción de mecanismos centralizados de negociación.

[2] Salvo cuando se trate de valores emitidos por el Banco Central de Reserva. La emisión y negociación de valores por el Gobierno Central, Gobiernos Regionales, Gobiernos Locales y el Banco Central de Reserva se sujetan a las disposiciones que contenga la respectiva norma legal autoritativa.

to al emisor, a la oferta, como al valor necesaria para la toma de decisiones por parte de los inversores. Dicho prospecto contiene entre otros: las características de los valores, así como los derechos y obligaciones que otorgan a su titular; los factores que signifiquen un riesgo para las expectativas de los inversores; estados financieros auditados del emisor; detalle de las garantías de la emisión; y, procedimientos a seguir para la colocación de los valores.

Con relación a la responsabilidad de la información contenida en el prospecto informativo, es importante recalcar que la normatividad ha hecho solidaria a la entidad estructuradora[3] y al emisor. Sin embargo, la responsabilidad de la entidad estructuradora no es de la misma naturaleza que la que recae sobre el emisor, ya que éste se encuentra en desigualdad de condiciones en cuanto al acceso a la información, por lo cual cuenta con la defensa del *due dilligence*, figura que le permite ser exonerado de responsabilidad en tanto haya realizado una investigación razonable sobre la exactitud de la información, de acuerdo a las circunstancias en que se desarrolló la oferta.

Por otro lado, cabe resaltar que con el nuevo Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores mobiliarios[4] se han introducido importantes cambios en el marco normativo destinados a lograr una mayor transparencia en la información. Entre dichos cambios destacan las denominadas normas comunes para la determinación de los documentos informativos, las cuales tienen como propósito homogeneizar aquella información revelada en una Oferta pública primaria con aquella difundida en el mercado secundario, lo que permite entre otros que la información relativa a la entidad emisora de un prospecto informativo sea básicamente la misma que la correspondiente a una memoria anual, conllevando a una reducción de costos al emisor. Estas normas contribuyen a su vez a una mejor calidad en la información revelada, dado el mayor detalle requerido, y la inclusión de aspectos como el análisis y discusión de la administración sobre la situación financiera, sección que tiene como objetivo otorgar a los inversores una visión mayor con respecto al desenvolvimiento que del negocio tiene la gerencia de la entidad emisora, completando el análisis que se pueda realizar sobre la base de los estados financieros.

Asimismo, con el fin de proporcionar al inversor toda la información que requiera para la toma de sus decisiones y que se encuentre en capacidad de evaluar el riesgo que asume al invertir en un valor o en otro, la Ley del Mercado de Valores establece el marco normativo para el desarrollo de las Empresas Clasificadoras de Riesgo[5], obligando a las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda el contratar los servicios de cuando menos dos clasificadoras, independientes entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de esos valores. A las empresas clasificadoras de riesgo se les asigna como objeto exclusivo el relacionado con la clasificación de riesgo, entendido éste como el brindar una opinión expresada en categorías respecto de la posibilidad y riesgo relativo de la capacidad e intención de un emisor de cumplir con las obligaciones asumidas en las condiciones y plazos convenidos en el contrato de emisión. Se debe tener siempre presente que en ningún caso constituye una recomendación para la adquisición de un valor u otro, dado que esta decisión finalmente depende de la evaluación del inversor del riesgo y rentabilidad esperada que esté dispuesto a asumir.

Reviste singular importancia conocer que en todo proceso de oferta pública existen casos en donde se hace imprescindible la participación de la entidad estructuradora y del intermediario encargado de la colocación; dada la incidencia que esto conlleva para el emisor, desde el punto de vista de costos, como para el inversor, como por las responsabilidades que asumen cada uno de dichos partícipes en el proceso. Así tenemos:

1. En la colocación de una oferta pública primaria de valores es obligatoria la intervención de un agente de intermediación, salvo en los siguientes casos:

   a. Colocación de instrumentos de corto plazo,

   b. En el caso de empresas sujetas al control y supervisión de la Superintendencia de Banca y Seguros, en tanto la Ley General del Sistema Financiero y de Seguros lo autorice, cuando se trate de valores no accionarios de su propia emisión.

2. Es necesaria la presencia de una entidad estructuradora, salvo cuando una entidad calificada asuma la dirección de la oferta de sus valores o un emisor de instrumentos de corto plazo cumpla similar rol en la oferta de los mismos. Se debe indicar que una entidad calificada se entiende como aquella que mantiene valores inscritos en el

[3] Encargado(s) de la dirección de la oferta pública, aun cuando no intervenga en la colocación o venta de los valores del público.
[4] Resolución CONASEV 141-98-EF/94.10.
[5] Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo: Resolución CONASEV 074-98-EF/94.10.

Registro Público del Mercado de Valores por dos años y ha cumplido con las obligaciones de revelación de información durante los últimos doce meses.

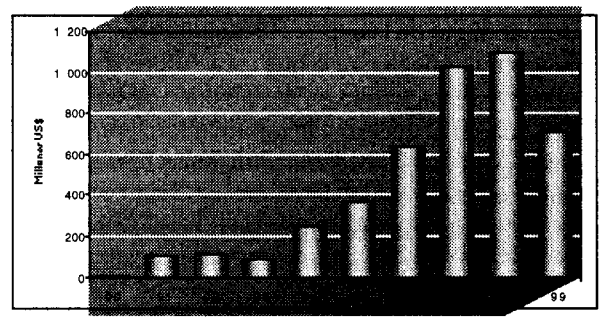
Finalmente, se debe destacar dentro de las diversas alternativas de financiamiento a las que actualmente tienen acceso los diversos agentes de la economía, al proceso de titulización de activos[6], mecanismo mediante el cual un conjunto de activos, con flujos de caja predecibles y verificables, constituyen un patrimonio de propósito exclusivo que sirve de respaldo en la emisión de valores negociables a ser colocados en los mercados de valores a través de oferta pública o privada[7]. Los activos a ser parte del proceso de titulización deben ser generalmente homogéneos en cuanto a riesgo y calidad crediticia, plazo y tasas de interés, de manera que se pueda estimar un cronograma de pagos por concepto de amortización e intereses relativos a los valores producto de dicho proceso.

La emisión de valores respaldados por activos implica la participación de diversos agentes, cuyo número y tipo de función depende de la estructura de titulización adoptada. Así tenemos, que la Ley del Mercado de Valores hace mención al originador, que es la persona natural o jurídica propietaria de los activos a titulizarse y en interés de la cual se conforma un patrimonio de propósito exclusivo (transfiere los activos), el mismo que se constituye como respaldo del pago de los derechos conferidos a los titulares de los nuevos valores emitidos. A modo de ejemplo, las empresas bancarias y financieras pueden ser originadoras de procesos de titulización sobre sus cuentas por cobrar derivadas de préstamos sobre vivienda, autos y tarjetas de crédito; las compañías de servicios, como las de teléfono, luz, agua, etc., pueden ser originadoras, dentro de un esquema de titulización, de las cuentas por cobrar por dichos servicios.

Principales Indicadores :

La construcción de un marco normativo moderno acorde con estándares internacionales, sumado a la estabilidad económica del país, la aparición en el mercado de importantes inversionistas institucionales como los fondos mutuos de inversión en valores y los -fondos de pensiones-, la promulgación de incentivos tributarios[8], y la aparición de nuevas alternativas de financiamiento e inversión -como la oferta pública primaria de instrumentos de corto plazo y el proceso de titulización de activos- han contribuido a que la oferta pública primaria en los últimos años observe un importante crecimiento, permitiendo el acceso a los diversos agentes de la economía a recursos en condiciones favorables en términos de costos, plazos y montos en relación con otras alternativas ofrecidas por el sistema financiero.

EVOLUCIÓN DE LOS MONTOS INSCRITOS POR OFERTA PÚBLICA PRIMARIA (millones US$)



Fuente : Registro Público del Mercado de Valores (CONASEV)

Así tenemos, que la oferta pública primaria del sector privado llegó a superar durante 1998 por segundo año consecutivo los US$ 1 000 millones -monto que contrasta con los US$ 9 millones registrados en el año 1990-. Si bien en lo que va de 1999 se observa una contracción en la oferta pública primaria (US$ 723 millones al 18 de noviembre), se espera que este hecho cambie en los próximos años, cuando se revierta la actual coyuntura caracterizada por la pérdida de dinamismo del crecimiento económico y la inestabilidad de los mercados financieros internacionales.

Estos mayores montos inscritos han ido a su vez acompañados por un aumento del número de agentes económicos que han optado por acceder al Mercado de Valores para el financiamiento de sus actividades productivas (76 empresas entre los años 1991 y 1998), sobre todo a través de la emisión de bonos corporativos cuando se trata de empresas no financieras (34,1 por ciento del total emitido entre enero y octubre de 1999)

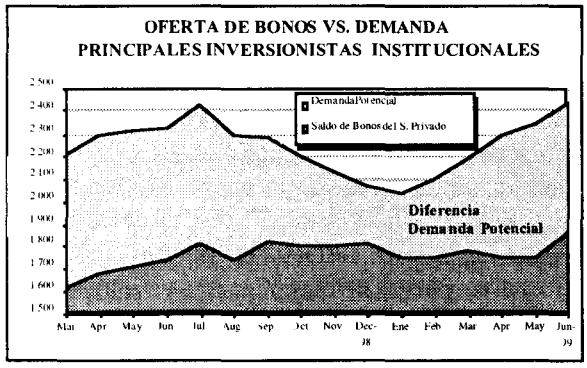
6 Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos : Resolución CONASEV 001-97-EF/94.10.

7 La Ley del Mercado de Valores ha contemplado que la constitución del Patrimonio de Propósito Exclusivo pueda ser operada a través de dos esquemas: a) patrimonios fideicometidos, mediante fideicomisos de titulización, y b) patrimonios de sociedades de propósito especial.

8 Los intereses que reditúan los bonos, en tanto se coloquen por oferta pública, están exonerados del Impuesto a la Renta; así mismo, están exonerados del Impuesto General a las Ventas los intereses generados por bonos nominativos emitidos por empresas constituidas o que se constituyan en el país, siempre que su emisión se efectúe al amparo de la Ley General de Sociedades y de la Ley del Mercado de Valores. De igual forma, está exonerada la ganancia de capital que se obtenga a través de operaciones de compraventa secundaria de tales instrumentos, en tanto éstas se realicen por medio de mecanismos centralizados de negociación (exoneraciones vigentes hasta el año 2002).

y de bonos de arrendamiento financiero y subordinados en el caso de instituciones financieras (31,5 por ciento sobre el total)[9]. Asimismo, se observa que han accedido al mercado una serie de empresas pertenecientes a diversos sectores de la actividad económica del país, tales como telecomunicaciones, electricidad, industria, comercio y construcción, realizando emisiones de bonos corporativos que han fluctuado entre U$ 5 millones y US$ 100 millones cada una.

El crecimiento descrito se explica en gran parte por el importante crecimiento de la demanda generada por los inversionistas institucionales nacionales, tanto por parte de los fondos de pensiones como de los fondos mutuos de inversión en valores. Así tenemos, que de medir su demanda potencial, específicamente por bonos del sector privado[10] -que son los instrumentos en los que se ha concentrado el desarrollo de las ofertas públicas primarias en nuestro país-, y la comparamos con el saldo colocado en circulación de los mismos, que nos daría una medida de la oferta, obtenemos como resultado una diferencia a favor de la demanda, la misma que constituye una clara evidencia tanto del potencial existente por parte de los inversionistas institucionales para absorber nuevas emisiones como de la necesidad de promover otras alternativas de inversión para que estos inversores pueden diversificar sus portafolios.

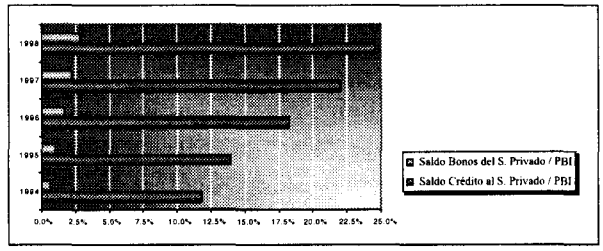


Fuente. Boletines de información financiera del sistema asegurador de la SBS; Notas semanales del BCRP; Boletines informativos de las SAFP; y Registro Público del Mercado de Valores de CONASEV.

En lo que corresponde al proceso de titulización de activos como alternativa de financiamiento empresarial, cabe indicar que en la actualidad son siete las sociedades titulizadoras que cuentan con autorización de funcionamiento, sin embargo sólo dos han realizado emisiones mediante oferta pública y una mediante oferta privada. Cabe destacar que en julio de 1998, se efectuó la colocación de la primera emisión de bonos de titulización mediante oferta pública por un monto de US $ 20 millones, los bonos se emitieron con un valor nominal de US$ 10 000,00 y un plazo de amortización de 2,5 años (Serie A) y 3,5 años (Serie B), siendo los recursos obtenidos destinados a la adquisición de cuentas por cobrar. Con posterioridad, se ha inscrito en el Registro Público del Mercado de Valores una emisión de bonos de titulización por un monto ascendiente a US$ 10,2 millones, la cual fue colocada en su totalidad.

Se desprende de lo expuesto, que el desarrollo experimentado por el mercado primario en los últimos años ha sido notable tanto en materia de indicadores como de legislación, sin embargo es importante tener presente que éste aún mantiene una participación pequeña, aunque en aumento, en relación con otras alternativas de financiamiento tradicional. Así, mientras el financiamiento proporcionado por el mercado primario de valores, medido por el saldo de bonos en circulación del sector privado, representa menos de 3,0 por ciento del Producto Bruto Interno, dicho indicador para el Sistema Financiero tradicional[11] alcanza el 24,6 por ciento.

MERCADO PRIMARIO VS OTRAS ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO



Fuente. Boletines de información financiera de la SBS y Notas semanales del BCRP.

Por otro lado, si revisamos la importancia relativa que tienen las ofertas públicas primarias de valores en otros países de la región, medida con respecto al PBI de cada país, se puede apreciar que las cifras correspondientes al Perú son significativamente menores, contrastando especialmente con los porcentajes correspondientes a Chile y Argentina. Al respec-

[9] Aún se observa un limitado desarrollo de instrumentos de corto plazo e hipotecarios, mercados que ostentan un singular dinamismo en otros países.

[10] La demanda potencial sería equivalente a lo máximo que podrían demandar por este tipo de instrumentos los fondos de pensiones, los fondos mutuos y las compañías de seguros, es decir, el 100 por ciento del patrimonio global de los fondos mutuos, el 80 por ciento del valor total de los fondos de pensiones (Circular 024-97-EF/90 del BCRP) y el 60 por ciento de las obligaciones técnicas de las compañías de seguros (Resolución SBS 165-98).

[11] Crédito al sector privado proporcionado por las empresas bancarias, financieras y de arrendamiento financiero.

to, también se debe destacar que a diferencia de otros mercados de valores, la participación del Estado como emisor es aún poco significativa, lo que no sólo resta dinamismo al mercado sino que impide contar con un *benchmark* de referencia para las emisiones privadas.

IMPORTANCIA RELATIVA DE LA OFERTA PÚBLICA PRIMARIA (OFERTA PÚBLICA PRIMARIA / PBI)

	1995	1996	1997	1998
PERÚ	0.6%	1.0%	1.6%	1.7%
ARGENTINA	n.d.	2.5%	3.8%	5.1%
BRASIL	1.5%	1.4%	1.9%	2.9%
COLOMBIA	n.d.	8.1%	3.0%	2.7%
CHILE	9.4%	9.6%	15.6%	6.7%

Fuente: Colombia: www.supervalores.gov.co/economicos/mensual/anu983.htm; Chile: www.finanzas.cl/vys/primario.htm; Argentina: www.cnv.gov.ar.Principal.htm (Revista); Brasil: www.cvm.gov.br/pot/public/ASE/EVOLPORT/evolucao.asp. PBI de Argentina, Chile y Colombia: Revista Latin America Spotlight del Dresdner Bank Lateinamerika AG. n.d.: No disponible.

Estos últimos indicadores, si bien nos evidencian que el Mercado de Valores como alternativa de financiamiento empresarial aún presenta en términos de magnitud un moderado crecimiento, también nos reflejan el potencial que tiene éste para los próximos años en la medida que la economía se fortalezca y las empresas comiencen a crecer en tamaño y eficiencia. En este proceso deberán cumplir un rol estratégico los fondos mutuos y fondos de inversión, cuyas principales características son desarrolladas en el siguiente punto.

II. IMPORTANCIA DE LOS FONDOS MUTUOS Y FONDOS DE INVERSIÓN PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES

Aspectos Conceptuales :

Un rasgo característico del desarrollo de los mercados de valores a nivel internacional, lo constituye la tendencia, a mediano plazo, hacia la disminución progresiva, en términos relativos, de los inversionistas individuales y la consolidación de sistemas colectivos de inversión, lo que demanda a su vez adecuar los marcos normativos y de supervisión de los mercados[12]. El Mercado de Valores en el Perú no ha sido extraño a esta tendencia, contemplando dentro de la estructura del actual marco normativo a los fondos mutuos de inversión en valores y los fondos de inversión. Estos fondos revisten singular importancia para el desarrollo del Mercado de Valores al otorgar mayor estabilidad, dado su horizonte tanto de corto como mediano y largo plazo, al proveer de liquidez al mercado, al contribuir a la incorporación de nuevos inversionistas, y al brindar un mayor profesionalismo al manejo de las inversiones. Por otro lado, para el inversionista representa la posibilidad de participar en el mercado con pequeños y medianos capitales, reducir costos de transacción, y sobre todo enfrentar menores niveles de riesgo a consecuencia de la diversificación de sus carteras.

Los fondos mutuos de inversión en valores son definidos por la Ley del Mercado de Valores como un patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas con el objetivo de invertir sus recursos predominantemente en valores objeto de oferta pública, bajo la gestión de una sociedad que tiene por finalidad específica administrar dichos fondos, en nombre y por cuenta de éstos[13]. El patrimonio del fondo mutuo está dividido en cuotas de características iguales representadas por certificados de participación emitidos por la sociedad administradora en nombre del fondo, los mismos que pueden adoptar la forma de títulos o anotaciones en cuenta.

Con el objetivo de garantizar niveles mínimos de liquidez y diversificación al fondo mutuo (dada su característica de fondo de capital abierto, esto es, que puede continuamente ser susceptible de variación por efecto de nuevas aportaciones o rescate de las existentes, con sujeción a los límites vigentes y a las condiciones establecidas en el respectivo reglamento interno), estos fondos se encuentran afectos a algunas restricciones respecto de los activos en los cuales pueden diversificar su patrimonio, así como a una serie de límites en sus inversiones que las empresas administradoras deben cumplir.

En este sentido, las inversiones de estos fondos pueden efectuarse entre otros en: valores inscritos en el Registro; valores no inscritos[14]; letras hipotecarias;

[12] Un ejemplo de esto lo constituye el régimen de protección al inversionista minoritario en un contexto donde los institucionales comienzan a poseer el accionariado de las empresas. Por otro lado, conlleva a poner énfasis en temas como responsabilidad del mandatario o fiduciario, manejo de información privilegiada, participación en el fondo de personas relacionadas a la administradora, *SOFTING* (servicio de corretaje e información), entre otros.

[13] Se debe indicar que nuestra legislación optó por constituir los fondos mutuos y los fondos de inversión como patrimonios autónomos bajo la gestión de una sociedad administradora, a diferencia de esquemas como las compañías de inversión en los EEUU y México que optan por una estructura societaria.

[14] Tales como certificados de suscripción preferente de valores inscritos en el Registro, letras de cambio aceptadas, avaladas o afianzadas por una empresa bancaria que cuente con una clasificación de riesgo mayor de B -, pagarés emitidos, avalados o afianzados por una empresa

acciones de propiedad del Estado en empresas incluidas en el proceso de privatización, siempre que en un plazo no mayor de nueve meses, contados a partir de su adquisición, las indicadas acciones se inscriban en algún mecanismo centralizado de negociación; acciones no inscritas en el Registro, siempre que exista el acuerdo de junta general de accionistas del emisor de listarlas en algún mecanismo centralizado local en un plazo de tres meses luego de su suscripción; depósitos efectuados en empresas del sistema financiero, con exclusión de los depósitos a la vista; depósitos en entidades financieras del exterior e instrumentos representativos de éstos; e inversión en valores en el extranjero[15].

Dichas inversiones deben sujetarse a los siguientes límites de inversión: a) mantenerse por lo menos el cincuenta por ciento en valores negociados en mecanismos centralizados, o en depósitos o títulos emitidos o garantizados por el Estado, o por entidades financieras constituidas en el país; b) no deben poseer acciones de una sociedad por encima de un 15 por ciento del capital suscrito de dicha sociedad; c) no en más del 15 por ciento de las obligaciones en circulación emitidas o garantizadas por una misma sociedad; d) no deben invertir más del 15 por ciento del activo total del fondo mutuo en valores emitidos o garantizados por una misma entidad, ni más del 25 por ciento de dichos activos en valores emitidos o garantizados por un mismo grupo económico; y, e) no deben invertir más del 20 por ciento del activo total del fondo mutuo en valores emitidos o garantizados por una o varias personas jurídicas pertenecientes al mismo grupo económico al que esté vinculado la sociedad administradora.

En el desarrollo de estos fondos, al igual que en el del mercado en general, cumplen un papel de suma importancia las normas vinculadas con la transparencia. Es por ello que la regulación ha puesto especial cuidado en el concepto del Reglamento Interno, documento en el cual se incluyen aspectos de singular importancia para la toma de decisiones de inversión de los partícipes del fondo. Tenemos entre otros, la denominación del fondo mutuo; el plazo de duración del fondo mutuo; la política de inversiones, incluyendo su grado de diversificación y/o especialización, considerando los niveles de riesgo; los procedimientos de valorización del fondo; las comisiones que perciba la sociedad administradora; la información que se entregará a los partícipes; las funciones del Comité de Vigilancia, entre otros.

Al Reglamento Interno se suma el prospecto de colocación, el cual incorpora los aspectos relevantes del reglamento interno del contrato modelo, así como los beneficios para el partícipe del fondo mutuo. Vinculado también con el contenido de la información que la administradora debe poner a disposición de los potenciales partícipes, se han dictado normas sobre publicidad en donde, por ejemplo, deberá constar que la sociedad administradora no podrá asegurar rentabilidades, salvo en los casos en que establezca CONASEV, por ello siempre en toda publicidad se deberá incluir la siguiente frase: "La rentabilidad o ganancia obtenida en el pasado por este Fondo Mutuo, no garantiza que ella se repita en el futuro". Los valores de las cuotas de los Fondos Mutuos son variables, advertencia que se encuentra directamente vinculada a las características propias de los activos en que diversifica su patrimonio el fondo.

Por otro lado, el Decreto Legislativo 862 crea los fondos de inversión[16] cuya importancia radica en el hecho de permitir a los diversos agentes de la economía no sólo acceder a oportunidades de inversión, a través de un portafolio diversificado en términos de liquidez, rentabilidad y riesgo con diversos valores mobiliarios preponderantemente objeto de oferta pública, sino además por darles la oportunidad de acceder a atractivas alternativas de inversión a través de la adquisición de otros activos y derechos sobre los mismos, asociados con las diferentes actividades económicas del país. Dichos fondos pueden diversificar sus portafolios en valores no inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, tales como: acciones de primera emisión, colocadas a través de oferta privada; bienes inmuebles, en la construcción y remodelación de los mismos y en el desarrollo de proyectos de inversión.

Se debe indicar que el Decreto Legislativo 862 y su Reglamento (Resolución CONASEV 002-97-EF/94.10)

bancaria que cuente con una clasificación de riesgo mayor de B-, letras de cambio aceptadas y pagarés emitidos por empresas no bancarias que cuenten con instrumentos de deuda inscritos en el Registro y cuya menor clasificación de riesgo sea BBB.

[15] Dentro de los parámetros establecidos en el Reglamento de Fondos Mutuos y sus Sociedades Administradoras (Resolución CONASEV 084-98-EF/94.10).

[16] Un aspecto que se debe destacar dentro de la legislación lo constituye el hecho de que los certificados de participación de los fondos pueden ser colocados tanto por oferta pública como privada . En este último caso, dichos fondos y sus sociedades administradoras no se encuentran sujetos al control y supervisión de CONASEV, debiendo únicamente, informar al ente supervisor el monto del patrimonio de la sociedad administradora y el de los fondos que administre.

destacan no sólo por dar las pautas para el desenvolvimiento de los diversos entes que participan en este proceso, sino como, en el caso de la normatividad de los fondos mutuos, por el énfasis en aspectos vinculados con la información (contenido del Reglamento Interno, prospecto de colocación y contratos) y en los mecanismos de autocontrol que garanticen el correcto funcionamiento del sistema (Asamblea de partícipes, Comité de Vigilancia, Auditoría Externa).

Existen diversos elementos que distinguen a los fondos de inversión de los fondos mutuos de inversión en valores, tales como: criterios de diversificación, dados los niveles de riesgo diferenciados existentes entre los activos donde éstos destinan sus inversiones (acciones, bienes raíces, valores no inscritos); su carácter predominantemente cerrado (número de cuotas fijo, lo cual implica que estas últimas no son susceptibles de rescate, reembolso o de incremento en su valor por nuevas aportaciones, dado que por la naturaleza de los activos en los cuales invierte el fondo de inversión sus recursos, éste no cuenta con la liquidez inmediata que le permita sujetarse con facilidad a la posibilidad de rescate de sus cuotas[17]), criterios de valorización de cartera; y la condición necesaria de una Asamblea de Partícipes, a fin de permitir un mayor control de la gestión de la sociedad administradora por parte de éstos.

Finalmente, se ha establecido, a fin de evitar la concentración del patrimonio del fondo en un único valor mobiliario, o bien que las inversiones del fondo en valores emitidos o garantizados por una misma persona no puedan exceder del 25 por ciento del activo total del fondo, o bien que la inversión directa o indirecta, en un bien o en derechos sobre el mismo, no exceda del 50 por ciento del activo total del fondo. Adicionalmente el Reglamento Interno del fondo puede establecer otros límites en función con sus objetivos de inversión.

Principales Indicadores :

Como se señaló anteriormente, es cada vez mayor la participación en los últimos años de las compañías de seguros, fondos de pensiones y fondos de inversión en los patrimonios de los mercados domésticos, así como en las transacciones de valores internacionales. Así tenemos, por ejemplo, que en los EEUU los inversionistas institucionales participan con más del 50 por ciento de las transacciones en bolsa, administran activos que representan más del 170 por ciento de su PBI, y que en número superan las 7 500 compañías de inversión.

INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES PAÍSES DE LA OECD

	Activos (billones US$)	Activos (% PBI)
ESTADOS UNIDOS	12 389	170,8%
JAPÓN	3 618	77,4%
REINO UNIDO	1 761	162,3%
FRANCIA	1 178	75,3%
ALEMANIA	1 113	46,1
PAÍSES BAJOS	627	158,4%

(*) Compañías de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros y otros.
Fuente.- OECD Institutional Investors - Statistical Yearbook, 1997.
Estadísticas Financieras Internacionales 1997 – FMI
OECD : Organization for Economic Cooperation and Development

Asimismo, en países de la región los inversionistas institucionales observan una importante incidencia sobre sus mercados de valores y en sus economías en general. Así tenemos que, en términos de activos totales, en Chile los fondos de pensiones con relación al PBI representan el 42,7 por ciento y en Brasil el 10,9 por ciento. Por otro lado, el patrimonio de las sociedades de inversión en México bordea los US$ 16 893 millones, en Chile los fondos mutuos los US$ 4 024 millones y en Colombia los fondos de valores los US$ 1 142,7 millones. El contexto descrito, no significa, sin embargo, la exclusión de los inversionistas individuales de los mercados de valores a nivel mundial, pues participan en ellos de manera indirecta al darle vida a los fondos mutuos de inversión y fondos privados de pensiones a través de sus aportes.

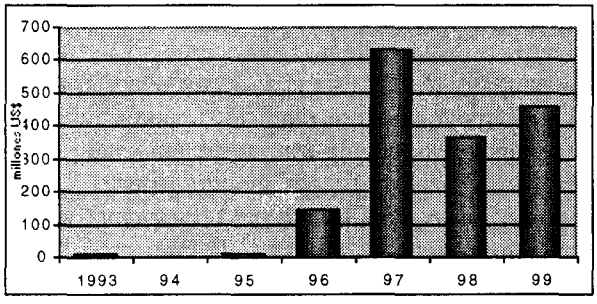
Los patrimonios administrados por los fondos privados de pensiones y los fondos mutuos experimentaron un crecimiento importante luego de su creación durante la presente década, constituyéndose en los principales demandantes nacionales de valores. En diciembre de 1998 el patrimonio de los fondos de pensiones ascendía a más de US$ 1 700 millones, proyectándose que éste alcanzaría un nivel cercano a los US$ 7 500 millones hacia el año 2005[18].

[17] Con el fin de otorgar liquidez a los certificados de los fondos de inversión que son objeto de oferta pública, la Ley exige que estos sean inscritos en un mecanismo centralizado de negociación.
[18] Según proyecciones de la Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones.

Por su parte, el patrimonio administrado por los fondos mutuos de inversión en valores experimentó también un incremento significativo, llegando a administrar al primer semestre de 1998 una cartera valuada en más de US$ 700 millones, la cual, sin embargo, fue afectada por el agravamiento de la crisis financiera internacional que provocó el rescate de las cuotas por parte de los partícipes (al mes de octubre éstos alcanzaron los 13,276). Sin embargo, teniendo en cuenta la solidez de la economía nacional, es de esperarse que, tan pronto se supere la incertidumbre reinante entre los inversionistas, esta industria retome el dinamismo que presentó hasta el año 1997. Al cierre de octubre del año 1999 el patrimonio administrado por los 21 fondos mutuos operativos alcanzó a US$ 457,5 millones, lo cual representó un incremento de 25,2 por ciento respecto al cierre del año anterior.

Por otro lado, cabe mencionar que ambos sistemas concentran sus carteras principalmente en instrumentos de renta fija (estos valores dan cuenta del 62,6 por ciento de la cartera de los fondos de pensiones a junio del año 1999 y el 98,7 por ciento de la correspondiente a los fondos mutuos al mes de octubre de 1999), absorbiendo la mayor parte de las nuevas emisiones de este tipo de instrumentos.

EVOLUCIÓN DE LOS PATRIMONIOS DE LOS FONDOS MUTUOS (MILLONES US$)



Fuente : Registro Público del Mercado de Valores (CONASEV)

Por su parte, en lo que a los fondos de inversión se refiere, existen tres fondos operativos. El objetivo principal de dos de estos fondos consiste en su participación en el crecimiento del sector inmobiliario, invirtiendo sus recursos en el desarrollo de proyectos, el arrendamiento, usufructo y en general la explotación de estos bienes; la compra y venta de inmuebles y la inversión en títulos de capital y/o deuda de empresas inmobiliarias (el patrimonio de estos fondos es de alrededor de US$ 40 millones); en tanto, el tercero de ellos orienta su inversión a valores mobiliarios (instrumentos de corto plazo).

III. AVANCES NORMATIVOS ORIENTADOS A PROMOVER LA TRANSPARENCIA DEL MERCADO DE VALORES

Se puede desprender de los puntos antes desarrollados, que una de las condiciones fundamentales para la existencia de un mercado eficiente, y quizás la principal justificación para la regulación del Mercado de Valores, consiste en la necesidad de velar porque los partícipes en éste, cuenten en forma oportuna, completa, fidedigna, clara y económica con la información relevante relativa a la emisión, colocación o intermediación, de los oferentes y demandantes que actúan en él, así como de aquella concerniente al comportamiento de las principales variables del sistema económico, de tal modo que en igualdad de condiciones y oportunidades, dispongan de la información suficiente para tomar sus decisiones financieras.

Es importante enfatizar que la formación de los precios en los mercados de valores por la concurrencia de las fuerzas de oferta y demanda, no conlleva necesariamente a la existencia de un nivel adecuado de transparencia. Sin embargo, la presencia de condiciones adecuadas de transparencia sí garantizan la correcta formación de precios y eficiencia en tales mercados, incrementando los niveles de competencia en los mismos. Para ello, se requieren de regulaciones específicas sobre el uso de la información, así como la prohibición de todo acto, omisión, práctica o conducta que atente contra la integridad del mercado (transacciones ficticias, transacciones con valores con el objetivo de hacer variar artificialmente los precios, etc.).

Nuestra legislación ha previsto como instrumento principal para la consecución del principio de transparencia la creación del Registro Público del Mercado de Valores. En el Registro se inscriben los valores, los programas de emisión de valores, los fondos mutuos, fondos de inversión y los diversos partícipes del Mercado de Valores regulados por el Decreto Legislativo 861, con el objetivo de permitir un irrestricto acceso a la información de carácter legal, financiero y sobre todo el conocimiento de hechos que puedan afectar el comportamiento del mercado.

En este sentido, la Ley del Mercado de Valores establece la obligatoriedad de los emisores de valores objeto de oferta pública de informar al mercado acerca de los hechos que afecten o puedan afectar al valor, al emisor, o a la oferta pública, entendiéndose para ello que la importancia de un hecho se mide por el grado de influencia que pueda ejercer sobre un inversionista sensato para modificar su decisión de invertir o no en

un valor determinado. Así, se identifican aspectos como: transformación, fusión, escisión o disolución del emisor; cambio de directores, gerentes, administradores; aprobación de estados financieros y memorias; emisión de acciones, obligaciones o cualquier instrumento representativo de deuda a ser colocado en el Perú y/o en el extranjero; inversiones en activos no corrientes que individualmente o en conjunto representen una cantidad igual o superior al 25 por ciento del capital social pagado del emisor; participación en programas de Recibo de Depósito Americano, etc.

Por otro lado, existe obligación de informar sobre toda transferencia de valores inscritos en el RPMV, igual o mayor al uno por ciento del monto emitido, realizada por o a favor de alguno de los directores y gerentes del emisor, sus cónyuges y parientes hasta el primer grado de consanguinidad, por parte del emisor a la CONASEV y a la bolsa o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado en el que estuviere inscrito el valor. Una vez recibida, esta información debe ser difundida en forma inmediata por las entidades aludidas. De igual modo, los emisores deberán informar sobre las transferencias de acciones de capital inscritas en el RPMV, realizadas por personas que directa o indirectamente posean el diez por ciento o más del capital del emisor o de aquellas que a causa de una adquisición o enajenación lleguen a tener o dejen de poseer dicho porcentaje.

Es importante indicar que puede asignarse a un hecho o negociación en curso el carácter de reservado, cuando su divulgación prematura pueda acarrear perjuicios al emisor. En este caso el acuerdo respectivo debe ser adoptado por no menos de las tres cuartas partes de los miembros del Directorio de la sociedad de que se trate o del órgano que ejerza sus funciones. En defecto del Directorio o del referido órgano, el acuerdo de reserva debe ser tomado por todos los administradores. El acuerdo debe ser puesto en conocimiento de CONASEV dentro del día siguiente a su adopción.

Igualmente la Ley del Mercado de Valores ha legislado sobre el uso de la información privilegiada, entendida ésta como cualquier información proveniente de un emisor y que está referida a éste, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos o garantizados, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento público, por su naturaleza, sea capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos. Comprende también aquella información que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores, así como la referida a las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA). Al respecto el Decreto Legislativo 861 tipifica el uso indebido de información privilegiada como delito punible y no sólo imponiéndole una sanción administrativa.

En este sentido, CONASEV ha introducido mejoras a las normas vinculadas con la preparación y presentación de información financiera, a fin de que se encuentren acordes a estándares internacionales. El principal objetivo es que a través de un lenguaje técnico homogéneo, homologado con las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC)[19], se permita, en un contexto caracterizado por la globalización de los mercados, contar con un sistema común de información para los distintos mercados e inversionistas, el cual a su vez sea adecuado con las exigencias de mayor información que nuestro mercado demanda.

Tan importante como la transparencia en la información lo es también la transparencia de las transacciones, la cual busca que los participantes del mercado dispongan de información sobre las propuestas de compra o venta de títulos, con detalle de su cantidad, y precios, así como cualquier otra información referida a la formación de precios en el mercado, que pueda ayudar a los inversionistas a evaluar adecuadamente su tendencia. Para ello es indispensable que esta información se difunda en tiempo real y de manera oportuna, dentro de un período muy corto después de que ocurra cada hecho en el Mercado de Valores.

Los esfuerzos del ente supervisor han estado precisamente dirigidos en esa dirección, canalizando sus esfuerzos en inducir la formación eficiente de los precios en el mercado, eliminando aspectos como: desorden en las propuestas de compra o venta, superposición de órdenes, conflicto de intereses y todos aquellos factores que motivan la desconfianza de los participantes del mercado. Para dicho fin se establece la obligatoriedad para las Sociedades Agentes de Bolsa de contar con un sistema de recepción o registro de órdenes y asignación automática de sus clientes para, a su vez, asignar automáticamente las operaciones en estricto orden cronológico, bajo los criterios homogéneos que permitan equidad y una mejor transparencia en las operaciones.

Finalmente, un aspecto estrechamente vinculado con el tema de la transparencia del mercado, lo constituye

[19] Emitidas por la Comisión de Normas Internacionales de Contabilidad – IASC, aplicadas por cerca de 101 países del mundo.

la importancia que este concepto reviste al interior de las normas orientadas a promover la internacionalización de nuestro mercado, independientemente del análisis que se pueda realizar de las ventajas y desventajas de este proceso. Así, destacan aquellas destinadas a mantener vigente el concepto de transparencia en el marco de los procesos de colocación de instrumentos como los Recibos de Depósito Americano (ADRs), exigiendo a las empresas listadas en bolsa que acceden a estos programas la presentación de información asociada con la emisión, a fin de velar por los intereses de los diversos inversionistas nacionales[20]. Asimismo, el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios establece las normas relativas a la ofertas de valores que se realicen en el país y en el extranjero, de manera conjunta, orientándose sobre todo a evitar que los inversionistas locales se encuentren en condiciones desfavorables de acceso a información frente a similares de otros países.

CONSIDERACIONES FINALES

El presente artículo se ha centrado en describir los principales avances observados en aspectos como la oferta pública primaria, los fondos mutuos y los fondos de inversión y la transparencia del mercado en los últimos años. Sin embargo, existen otros aspectos que han caracterizado el desarrollo de nuestro mercado en la presente década y que por factores de extensión en el presente artículo no han podido ser abordados, así tenemos entre otros: la venta minorista de porcentajes de las acciones del Estado al público en general a través del proceso de "Participación Ciudadana" en la privatización de empresas públicas, permitiendo que más de 400 mil personas fueran integradas al Mercado de Valores; la mayor participación de la inversión extranjera en el mercado bursátil, constituyéndose en un factor que impulsó la demanda de valores en los últimos años, llegando a concentrar el 63,4 por ciento del total valorizado en CAVALI en el año 1994 (42,10 por ciento a octubre del año 1999); la sustitución de acciones de trabajo por las acciones de inversión, a través de la promulgación de la Ley 27028, norma que reviste especial importancia en lo que a la protección del accionista se refiere (derogándose la Tercera Disposición Final y Transitoria del Decreto Legislativo 677); y la activa participación del sistema bancario en el Mercado de Valores, a través de la constitución de sociedades administradoras de fondos, sociedades agentes, así como asumiendo roles como emisores e inversores.

Son también importantes los avances recientes en el campo de la autorregulación, al señalarse en la Ley del Mercado de Valores que en el caso de las Bolsas de Valores, éstas deben reglamentar su actividad y la de sus asociados, vigilando su estricto cumplimiento, precisándose a su vez que CONASEV podrá delegar una o más de las facultades que la Ley le confiere, respecto de las sociedades agentes de bolsa y de los emisores con valores inscritos en rueda de bolsa, de una o más bolsas. Asimismo, se puede destacar la eliminación de la mesa de negociación en el mercado bursátil a partir del 1 de setiembre de 1999, y la regulación de operaciones de préstamo de valores y al descubierto, como nuevas alternativas de negociación [21].

Finalmente, es importante destacar que si bien son importantes los avances alcanzados durante la presente década, existen aún una serie de factores que deberán ser enfrentados en los próximos años por parte de los diversos agentes que interactúan en el Mercado de Valores, a fin de que éste cumpla eficientemente el rol estratégico que le ha tocado asumir en el futuro desarrollo de nuestro país. Así tenemos en el frente interno aspectos como: la necesidad de promover una mayor liquidez en el Mercado de Valores; el ampliar la diversidad de plazos y riesgos para instrumentos de deuda; la supervisión de conglomerados financieros; el desarrollo de un sistema integral de valuación de activos; la promoción de instrumentos como la titulización de activos y los fondos de inversión como alternativas para el acceso de un mayor número de empresas al mercado de valores; la implementación de instrumentos de cobertura de riesgo tales como los futuros y opciones bursátiles; el reforzar los mecanismos orientados a la protección de los derechos de los accionistas minoritarios; la gobernabilidad corporativa; la consolidación de la autorregulación, etc.

Por otro lado, en el frente externo se deberá buscar respuestas a las principales tendencias en los mercados internacionales tales como la integración de mercados; la negociación electrónica vía Internet; supervisión y reglamentación global; homologación de normas vinculadas con la transparencia de los mercados; y en suma todos aquellos aspectos que permitan consolidar el futuro desarrollo de nuestro Mercado de Valores.

[20] Resolución CONASEV 358-93-EF/94.10.0.
[21] Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa de la Bolsa de Valores de Lima: Resolución CONASEV 021-99-EF/94.10,

ESTUDIO
DE BELAUNDE & MONROY
ABOGADOS

Miguel de Cervantes 280 - San Isidro - Lima 27 - Perú
Central: 442-8896 Fax: 441-4741
E-mail: estudio@debelaunde-monroy.com

LA REGULACIÓN EN EL MERCADO DE LOS VALORES MOBILIARIOS

Gerardo Serra Puente-Arnao*

En el presente artículo, el autor busca introducirnos en el tema del Mercado de Valores. Así, partiendo de una definición del mismo, termina por delimitar su objeto a los valores mobiliarios, considerados como "títulos emitidos por unidades económicas de gasto que constituyen un medio de mantener riqueza para quienes los poseen y un pasivo para quienes los emiten".

En este contexto, resulta de gran importancia la regulación de dicho mercado para mantener la confianza y proteger al inversionista. Además, con la exigencia de la transparencia y de una adecuada información, los mercados se tornarán más eficientes. Por último, ante la interrogante sobre quién debe regular el mercado, nos describe los dos modelos imperantes: el norteamericano y el británico, para luego pasar al que predomina actualmente en nuestro país.

1. NOCIÓN DE MERCADO

En sentido amplio, puede definirse un mercado como el lugar o espacio donde compradores y vendedores entran en tratos comerciales, ya sea directamente o por intermedio de agentes, de modo que los precios que se pidan en una parte del mercado influyan sobre los que se paguen en otras partes del mismo. Se dice que los mercados son perfectos cuando los precios pagados en cada operación son conocidos inmediatamente entre las partes y donde todo comprador puede negociar con cualquier vendedor; e imperfectos, cuando los precios que se pagan son desconocidos para algunos compradores o vendedores.[1]

2. CONCEPTO Y FUNCIONES DEL MERCADO DE LOS VALORES MOBILIARIOS

Una primera aproximación al concepto de mercado de los valores mobiliarios nos lleva a considerarlo como un lugar o espacio en el que oferentes y demandantes entran en trato generalmente a través de un intermediario a fin de comprar o vender (o negociar e intercambiar) determinados bienes de características especiales denominados valores mobiliarios.

Desde un sentido lato o económico (no jurídico), los valores mobiliarios son activos financieros, los mismos que pueden ser definidos como "títulos emitidos por unidades económicas de gasto que constituyen un medio de mantener riqueza para quienes los poseen y un pasivo para quienes los emiten". Es decir, "son activo y pasivo en una misma medida: son activo para el adquirente y pasivo para el emisor"[2]. O también,

---

* Abogado.

[1] ARGERI, Saúl. "Diccionario de Derecho Comercial y de la Empresa". Buenos Aires. Astrea, 1982, p. 283.

[2] ALONSO ESPINOSA, Francisco José. "Mercado Primario de Valores Negociables". Barcelona, José María Bosh Editor, 1994, p. 198.

pueden ser definidos, desde la perspectiva del adquirente, como un tipo de activo intangible cuyo valor consiste en un derecho a obtener un beneficio futuro.[3] Por tanto, se contraponen a los llamados activos reales, que constituyen bienes corporales, muebles o inmuebles, de existencia tangible y no representados en valores como los primeros.

Los activos financieros son objeto del llamado mercado financiero, el cual tiene como función esencial permitir la transferencia eficiente de fondos desde aquellas personas o instituciones que tienen exceso de los mismos hacia aquéllos que los necesitan para adquirir activos tangibles (los primeros actúan como inversores - unidades con superávit - y los segundos como emisores - unidades de déficit -). Igualmente, el mercado financiero tiene como funciones, entre otras:[4]

a) Determinar el precio de los activos financieros gracias a la interacción de compradores y vendedores (proceso de formación de precios);

b) Dar liquidez a la inversión en activos financieros a través de los mercados secundarios; y,

c) Reducir los costos de transacción, los cuales se dividen en dos clases:

1) Los costos de búsqueda, que representan costos explícitos, tales como el dinero empleado en anunciar que se desea comprar o vender un determinado activo financiero, o costos implícitos, tales como el valor del tiempo empleado en la búsqueda de alguien que nos quiera vender o comprar el activo financiero en cuestión (según Cachón Blanco);

2) Los costos de información, que son aquéllos en los que incurrirían los compradores y vendedores con el fin de conocer la información necesaria en relación con los activos financieros que deseen transar.

El mercado financiero a su vez comprende el mercado de dinero, el mercado de capitales y los mercados de bienes futuros y derivados.[5]

El mercado de dinero (o monetario) cubre las necesidades de las empresas a corto plazo, es decir, son fondos proporcionados normalmente por bancos comerciales destinados a que las empresas ya existentes puedan operar o realizar actividades manteniendo una capacidad productiva determinada. Se incluyen en este mercado al dinero y a los instrumentos de corto plazo (vencimiento menor a un año).

El mercado de capitales, a diferencia del mercado de dinero, cubre las necesidades financieras de las empresas a mediano y largo plazo, relativas al financiamiento de nueva inversión productiva. Ello supone, por tanto, un cierto período de maduración.

Por último, en el mercado de futuros y derivados se negocian contratos para ejecutarse en el futuro sobre la base de condiciones establecidas en el presente. Cuando los mercados a futuro proveen información sobre precios puede decirse que permiten la elaboración de planes al disminuir los riesgos de fluctuaciones de corto plazo.[6]

Teniendo en cuenta que los valores mobiliarios tienen como fundamento una causa financiera, éstos cumplen semejantes funciones a la de los activos financieros de corto, mediano y largo plazo, por lo que debe considerarse al mercado de los valores mobiliarios incluido dentro del mercado financiero, tomando parte del mercado de capitales y de dinero. Por esta misma razón puede considerarse que el mercado de los valores mobiliarios comparte las funciones antes mencionadas del mercado financiero.

3. EL OBJETO DE PROTECCIÓN DE LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES

La función esencial de los mercados financieros, conforme hemos establecido en el punto anterior, es poner en contacto de la forma más eficientemente posible las unidades de ahorro con las unidades de gasto, es decir, asegurar el correcto funcionamiento de los flujos financieros de la economía; por ende la función de la regulación de los mercados financieros será favorecer dichos flujos.[7] En consecuencia, la regulación del mercado de valores nace con la finalidad de garantizar la eficiencia de los mercados de valores o, lo que es lo mismo, garantizar el buen funcionamiento de los mercados;[8] teniendo como

[3] CACHÓN BLANCO, José Enrique. "Activos y Mercados Financieros. Las Acciones". Madrid, Ediciones Pirámide 1996, p. 16.
[4] Ibid. pp. 20, 24.
[5] CASTELLARES AGUILAR, Rolando y otros. "El ABC del Mercado de Capitales". Lima, 1982, p. 32.
[6] VERCHIK, Ana. "Mercado de Capitales". Buenos Aires, Macchi, 1993, p. 689.
[7] SALINAS ADELANTADO, Carlos. "Desregulación y Neoregulación en el Mercado de Valores". En: Revista de Derecho Mercantil número 224, abril-junio, Madrid, p. 751.
[8] Ibid, p. 751.

premisa fundamental que las fuerzas solas del mercado resultan ineficientes para alcanzar una asignación deseada de recursos. De esta manera, un mercado de valores eficiente es aquél en el cual existe una adecuada asignación de recursos y formación de precios, conforme veremos en el punto 5.1.

Adicionalmente, se acepta con cierta generalidad, pero no en igual grado en relación con la importancia que se le asigna, que la regulación del Mercado de Valores tiene como finalidad la protección del inversionista; lo que se justifica en tanto que son estos inversionistas, cualquiera sea su calidad (personas naturales, institucionales u operadores), los que realizan transacciones (adquisiciones o negociaciones) con los bienes objeto de este mercado, es decir, con los valores mobiliarios. Al respecto, Salinas manifiesta que la forma de protección a los inversionistas puede ser concebida de dos formas: [9]

a) La protección del inversionista como forma de reforzar la confianza de los mercados.[10] Esta perspectiva tiene como premisa que la protección del inversionista sólo se justifica porque es bueno para los mercados, es decir, dado que la pérdida de confianza en los mercados se origina básicamente en la percepción de los inversionistas, entonces, con el fin de preservar la confianza en los mercados de valores se protege a dichos inversionistas. En tal sentido, en caso de conflicto mercado-inversor, siempre será sacrificado el inversionista.

b) La protección del inversionista como fin en sí mismo. Bajo esta perspectiva, en determinadas circunstancias puede justificarse la introducción de medidas que generen algunas ineficiencias en el mercado.

Hay quienes sostienen que debe primar la protección del inversionista como fin en sí mismo en todos los niveles. Esta es la posición de Rafael Garza, para quien los distintos entes reguladores mexicanos, como son la Comisión Nacional Bancaria, la Comisión Nacional de Valores y la Comisión Nacional de Seguros y Finanzas "tienen como función principal cuidar los intereses del público inversor mediante la operación regular de las instituciones de intermediación financiera". Asimismo, señala que la principal función de la autorregulación es la de cuidar los intereses de los inversionistas, "y la segunda es encauzar el mercado bursátil".[11]

Por otra parte, Alonso Espinosa también coincide con que el fin supremo de la regulación es brindar protección al inversionista.[12] Para este autor, la regulación del Mercado de Valores debe establecer un sistema jurídico capaz de proteger las expectativas de quienes invierten en valores. Estas expectativas giran en torno a la satisfacción de los intereses de liquidez, rentabilidad y seguridad, características que son inherentes a todo acto de inversión. En consecuencia, el inversionista en valores se convierte así en el elemento subjetivo central de esa nueva categoría sistemática que tiende a ser el Derecho del Mercado de Valores y, por tanto, el destinatario, directo o indirecto, del régimen de los mercados primarios y secundarios de valores.

Para Alonso Espinosa la caracterización del inversionista en valores como centro del sistema jurídico del Mercado de Valores debe superar la concepción tradicional, casi decimonónica, fundada en el tratamiento estricto de su posición según el contenido de los derechos que suponen los valores bajo su titularidad, que diferencia entre los inversionistas en valores representativos de recursos propios (acciones) y los inversionistas en valores representativos de recursos ajenos (obligaciones y demás valores asimilables). El punto de partida para esta indiferenciación es la naturaleza de un acto de inversión desde una perspectiva jurídica. Desde esta perspectiva el acto de inversión, la entrega de dinero por el *tradens*/inversionista al *accipiens*/financiado no está relacionada, a su vez, con la recíproca entrega de mercancías ni como remuneración de prestaciones de servicios u obras por parte del segundo al primero; por tanto, dicho desplazamiento no constituye ni el pago de una obligación ni un acto de liberalidad, sino que se enmarca en una categoría de contratos caracterizados porque la causa de las obligaciones derivadas de ellos se centra en torno a la entrega de medios financieros a cambio de la obtención de ventajas patrimoniales: los medios financieros son desplazados por el *tradens*/inversionista hacia el *accipiens*/financiado a fin de que este último los emplee en actividades productivas de riqueza y haga partícipe de la misma al inversor en las condiciones contractuales pactadas, quedando excluido, *ab initio*, el posible

[9] Ibid, p. 753.
[10] Como luego veremos en el punto 5, para Salinas la protección de la confianza en los mercados de valores y la transparencia son los dos elementos que conducen a un mercado de valores eficiente y a una adecuada protección de los inversionistas.
[11] GARZA BERLANGA, Rafael. "Autorregulación de la Intermediación Financiera". México, Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas A.C., 1991, p. 113 y 107.
[12] ALONSO ESPINOSA, Francisco José. Op. Cit. p. 27 y siguientes.

ánimo de intervención de éste en la administración de la empresa receptora de los medios financieros.

Si bien lo manifestado en los párrafos anteriores por los referidos autores respecto a la prioridad en la protección de los inversionistas, constituye una posición perfectamente defendible, en nuestra opinión la protección al mercado en sí y al inversionista deben equiparse, pues normalmente el perjuicio sufrido por un inversionista o por un conjunto de ellos afecta directamente a la eficiencia del mercado, y viceversa. Se trata, por tanto, de reconocer que tanto la eficiencia de los mercados de valores (o su buen funcionamiento) como la protección al inversionista son dos fines en sí mismos, debiéndose admitir, en casos muy excepcionales, la prioridad en favor de alguno de ellos, dependiendo de las circunstancias, lo cual siempre, en último término, será discutible desde la óptica de los intereses en juego.

4. ¿QUIÉN DEBE REGULAR EL MERCADO DE VALORES? ¿EL ESTADO O LOS PROPIOS PARTÍCIPES DEL MERCADO?

Establecido el objeto de protección de la regulación de los mercados de valores, cabe preguntarse quién debe regularlo o quién debe asumir la defensa de los intereses que el ordenamiento legal persigue proteger. La cuestión, en cierta manera, puede parecer vana en tanto el solo hecho de hablar de "regulación" nos lleva a pensar en un ordenamiento jurídico y, por tanto, en la noción de Estado. Sin embargo, la cuestión adquiere cierta relevancia si tenemos en cuenta que los mercados de valores no siempre fueron, o son regulados, en el sentido estricto del término, por normas (jurídicas), ni el Estado necesariamente asumió, o asume, directa o sustancialmente su regulación, como en el modelo británico (punto 6.2).

A nuestro juicio, la respuesta a la interrogante planteada dependerá, en último término, de las funciones, o fines de tipo económico-político-social, asignados al Estado en un ordenamiento jurídico determinado. En el actual estado de desarrollo de las sociedades se asigna normalmente al Estado, en menor o mayor medida, la posibilidad de intervenir en la economía con propósitos u objetivos diversos. De allí que la regulación sobre el Mercado de Valores básicamente tenga como fuente al Estado y se desarrolle en el derecho comparado, por influencia del modelo norteamericano, esencialmente en dos niveles (punto 6.1): una ley o leyes principales marco, y un conjunto extenso de normas reglamentarias emanadas de un órgano especial con facultades regulatorias (Comisiones Nacionales de Valores).

Sin embargo, también existe la posibilidad que la atribución regulatoria del Estado pueda ser delegada en ciertas materias y compartida sobre la base de criterios, no necesariamente legales, como la disminución de los costos u otras consideraciones, con los participantes directos de este mercado, dando paso a la llamada autorregulación.

La autorregulación puede ser definida, de un lado, como la capacidad que tienen determinados participantes del mercado de normarse a sí mismos y a otros participantes; y de otro lado, como ese conjunto de normas mediante el cual estos participantes regulan principalmente su actividad, los mecanismos de solución de controversias y su conducta. Al respecto, Ana Verchik señala que la autorregulación "consiste en que de las propias entrañas de los participantes del mercado deben salir las regulaciones relativas a las sociedades cotizantes, sus transacciones, así como las soluciones para depurar excesos de sus integrantes"[13].

Como se verá más adelante, la autorregulación es de principal importancia en el marco regulador británico (punto 6.2); mientras que en el modelo norteamericano, aunque no es la base sobre la que descansa la regulación, tiene espacios propios de actuación que la convierten en una fuente importante de regulación (punto 6.1). En este contexto son cada vez más los países con mercados de valores emergentes que otorgan mayor protagonismo a sus instituciones partícipes en la elaboración de sus propias normas operativas y de conducta que rigen el desarrollo de sus actividades.

El afianzamiento de la autorregulación tiende básicamente a buscar espacios propios y exclusivos de actuación, estableciendo límites claros y definidos en los cuales no debe intervenir la actividad estatal. En tal sentido, a esta tendencia le es indiferente el fortalecimiento de los órganos supervisores y el reforzamiento de la legislación estatal, pues la autorregulación no busca una disminución del control de los mercados por parte de los órganos supervisores ni una sustitución a la normatividad estatal, que constituyen, dentro del amplio ámbito de actuación, elementos indispensables para el buen funcionamiento de los mercados de valores.

[13] VERCHIK, Ana. Op. Cit. p. 57.

Por otra parte, la autorregulación tiende a fijar mínimos estándares de normatividad a fin de ser adoptados a nivel nacional y facilitar la cooperación internacional, y a convertirse en el primer paso en el proceso de integración de mercados accionarios[14]. En tal sentido, la autorregulación ha sido reconocida como herramienta de cooperación internacional por la Federación Internacional de Bolsas de Valores (FIBV), la Asociación Internacional de Abogados Sección Derecho Empresarial (IBA, SBL), el *International Accounting Standards Committee* (IASC), el *International Capital Market Group* y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO).

En relación a cuáles temas deben ser regulados por el Estado y cuáles temas son susceptibles de ser autorregulados por los mismos participantes del mercado, se ha realizado la siguiente diferenciación: regulación de estructura (regulación "macro") y regulación de comportamiento (regulación "micro"). En la regulación de estructura se determina principalmente la organización del mercado y se fijan las condiciones mínimas de acceso al mismo, justificadas por el interés de asegurar la solvencia de los participantes en el mercado (como las normas sobre capital mínimo); y en la regulación de comportamiento se determinan las operaciones que pueden realizarse en el mercado, la actuación de los agentes que intervienen en el mismo (incluyendo a las empresas emisoras), entre otros temas. Atendiendo a esta diferenciación, se sostiene que la regulación "macro" o de estructura debería ser regulada por el Estado, mientras que la regulación "micro" o de comportamiento debería estar a cargo de los entes privados como las bolsas de valores.[15]

5. ELEMENTOS BÁSICOS QUE GARANTIZAN LA EFICIENCIA DE LOS MERCADOS DE VALORES Y LA PROTECCIÓN DE LOS INVERSIONISTAS

Llegado a este punto, conviene precisar brevemente qué elemento o elementos garantizan un mercado eficiente y una adecuada protección a los inversionistas. Al respecto, convenimos con Salinas que estos elementos fundamentales son la transparencia y la protección de la confianza en los mercados de valores, conforme pasamos a explicar.[16]

5.1. La transparencia

A través de la transparencia se persigue, de un lado, que "los inversores tengan la tranquilidad de saber que los únicos riesgos que toman son los resultados de su propia decisión", a través del previo análisis de la información disponible en el mercado en relación con la operación que pretenden realizar.[17] Desde otra perspectiva, la transparencia es un elemento esencial en la eficiencia de los mercados a través de la formación óptima de los precios.

Cabe preguntarse la razón por la cual la revelación de información surge como una necesidad en los mercados de valores. Con respecto a ello, se ha mencionado anteriormente que los mercados de valores tienen como objeto de intercambio los llamados activos financieros (punto 2); pues es la naturaleza especial de estos bienes lo que determina la necesidad de información, como elemento necesario para optimizar la asignación de recursos o eficiencia del mercado y la protección al inversionista.

Mientras que los denominados activos reales son susceptibles de apreciación material en tanto contienen un valor propio e intrínseco, los activos financieros deben ser apreciados desde su realidad jurídico-económica, pues su valor no es intrínseco sino extrínseco. El valor de estos bienes nace de los derechos patrimoniales que confiere, generalmente la participación en las utilidades, o en un flujo periódico de fondos, fijo o determinable, de un emisor, unido al grado de certeza que un inversionista tiene en relación con el cumplimiento de esas expectativas.

En este orden de ideas, la única forma de que una persona pueda representarse adecuadamente el grado de cumplimiento de sus expectativas sobre activos financieros o la realidad jurídico-económica de éstos será a través de la información. Es decir, la adquisición de un activo financiero por parte de un inversionista requerirá necesariamente de información en relación con sus características y la situación financiera de su emisor, sus productos o servicios, sus niveles de mercado, su administración, sus hechos de importancia, entre otros; si es que se quiere garantizar a los inversionistas una decisión adecuada respecto de la operación que se propone efectuar.

[14] Ibid. p. 60.
[15] ARTHUR ANDERSEN. "Comentarios acerca de la autorregulación bursátil". Lima, 1997, p. 14.
[16] SALINAS ADELANTADO, Carlos. Op. Cit. p. 752.
[17] VERCHIK, Ana. Op. Cit. p. 156.

Desde otro ángulo, la transparencia constituye la clave para fijar los precios existentes y, por ende, es además el punto principal del concepto de mercado eficiente.[18]

Un mercado eficiente es "aquél en el que la interacción de un gran número de compradores y de vendedores da como resultado precios que reflejan toda la información disponible públicamente sobre los bienes que se negocian y que reaccionan de manera virtualmente instantánea para reflejar la nueva información tan pronto como ésta se hace disponible". Por el contrario, en un mercado ineficiente "la nueva información se refleja sólo gradualmente en los precios, el cambio de precios resultante se produce sólo gradualmente (...). En consecuencia, algunos compradores y vendedores pueden usar esa información en su provecho".[19]

En otras palabras, siguiendo a Jones,[20] un mercado eficiente es aquél donde los precios de los valores reflejan rápida y completamente toda la información disponible. En tal sentido, un mercado eficiente supone que los inversionistas asimilarán toda la información pertinente de los precios al tomar sus decisiones de compra y venta. Por lo tanto, el precio actual de una acción (o un valor) refleja toda la información conocida que incluye no sólo la información previa, sino también la información actual, así como los eventos que están siendo anunciados y que serán realizados próximamente.

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

a) La versión débil, en la cual los precios actuales reflejan el precio histórico y los datos de ganancia pasados;

b) La versión semifuerte, que corresponde a un mayor nivel de eficiencia, en el cual los precios ya no sólo incorporan el precio pasado, sino que además, reflejan toda la información pública y disponible, como ganancias, dividendos, desarrollo de nuevos productos, dificultades de financiación, entre otros. Así, se puede decir que un mercado que incorpora rápidamente toda esta información en los precios muestra una semifuerte forma de eficiencia; y,

c) La versión fuerte, corresponde al más alto nivel de eficiencia, en el cual los precios reflejan completamente toda la información pública o no pública.[21]

Cabe mencionar que la divulgación obligatoria de información que exige el ordenamiento del Mercado de Valores para garantizar adecuados niveles de transparencia ha recibido innumerables críticas, entre las cuales destaca aquélla que considera a esta exigencia como insuficiente para garantizar una adecuada protección de los inversionistas. Se argumenta que un segmento importante de éstos (los inversionistas individuales), no tiene la capacidad de entender de modo coherente e integral la información disponible en el mercado, existiendo, por tanto, una desigual apreciación de la información entre ellos.

En nuestra opinión, si bien la crítica anterior se basa en un hecho cierto, no resulta acertada si se tiene en cuenta que los mecanismos del mercado hacen que la información se refleje rápidamente en los precios en la medida que sea hecha pública. Así, basta que la información llegue y sea entendida por los inversionistas más sofisticados para que la actuación de éstos genere precios que reflejen todos los datos disponibles sobre el valor en el mercado. En este sentido, no interesa tanto que todos los inversionistas entiendan lo que implica la información divulgada para lograr una óptima formación de precios.[22] Asimismo, la mencionada crítica no parece tener mayor relevancia dentro de la actual tendencia de los mercados de valores desarrollados, y aun de los emergentes, de predominio de los inversionistas institucionales sobre los individuales, respecto de los cuales no cabe sostener incapacidad en el análisis de la información disponible en el mercado.

5.2. La protección de la confianza en los mercados de valores

No sólo la información o la transparencia que ésta origina es el elemento que garantiza un Mercado de Valores eficiente y una adecuada protección al inver-

[18] JONES, Charles P. *"Investments. Analysis And Management"*. John Wiley & Sons, INC, 1994, p. 624
[19] PAYET, José Antonio. Razones para Regular el Mercado de Valores. En: Themis - Revista de Derecho, p. 97.
[20] JONES, Charles P. Op. Cit. p. 625.
[21] Ibid. pp. 627 y ss.
[22] PAYET, José Antonio. Op. Cit. p. 104.

sionista. Dada la naturaleza de "mercancías peligrosas" de los bienes que se negocian en estos mercados, éstos se encuentran basados en la confianza de los inversores; de allí que el elemento fundamental de la transparencia deba ser complementado con otro de no menor importancia: la protección de la confianza en los mercados de valores.[23]

La protección de la confianza en los mercados se encuentra representada por el conjunto de normas del Mercado de Valores que tienen como fin crear, preservar y afianzar la confianza de los inversionistas en el mercado, la cual no está relacionada con la transparencia. En tal sentido, las normas referidas a las condiciones de autorización de agentes de intermediación u otros partícipes del mercado, o las normas de conducta, entre otras, no sirven para generar transparencia, sino para asegurar unos estándares mínimos de solvencia y profesionalidad que eviten la pérdida de confianza en los mercados de valores.[24]

6. MODELOS DE REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES

Los modelos de regulación de los mercados de valores se construyen sobre la base de la combinación de dos fuentes de regulación: la regulación en sentido estricto, emanada del Estado, en la que se incluye normalmente a un órgano especial con facultad reglamentaria (regulación heterónoma); y la llamada autorregulación, representada por un conjunto de normas emanadas de una serie de organizaciones de autorregulación, formadas por los propios operadores del mercado, como las bolsas de valores (regulación autónoma). La diferencia entre los modelos regulatorios radica principalmente en la forma como estas fuentes se relacionan en grado de importancia.

El modelo de regulación se ve complementado con lo que podríamos llamar un modelo de supervisión y control de los mercados de valores, el cual se desarrolla paralelamente al primero. El modelo de supervisión y control se construye o forma de la combinación entre la supervisión estatal de los mercados (generalmente encargada a un órgano especial, con facultad de control, que es el mismo órgano con facultad reglamentaria antes mencionado, las llamadas Comisiones Nacionales de Valores); y la ejercida por las organizaciones de autorregulación, dentro de las cuales las bolsas de valores juegan un papel de sustancial importancia.

A nuestro juicio, dos son los modelos regulatorios paradigmáticos, el norteamericano y el inglés, a los cuales dedicaremos unas líneas a continuación.

6.1. Modelo de regulación en Estados Unidos

Existe coincidencia en la mayoría de autores consultados en que los fundamentos sobre los cuales descansa la regulación de los mercados de valores en un gran número de países, basada en el predominio de la regulación estatal, compuesta por normas con rango de ley (Ley o Leyes Principales) y disposiciones reglamentarias emanadas de un órgano especial inspirados en la filosofía de la transparencia, sobre la autorregulación, así como el modelo de supervisión de los mercados de valores (basado en el predominio de la supervisión estatal sobre la supervisión de los propios operadores), tienen como influencia principal a la legislación norteamericana surgida como consecuencia de las crisis de 1929, que originó el *Crack* de 1929.

Hasta el año 1920, año en el cual se crea al interior del Departamento de Agricultura Americano la Administración de Granos (luego fusionada y convertida en la Autoridad Supervisora de la Bolsa de Productos), no existía en Estados Unidos regulación federal de los mercados de valores.[25] [26] Esta situación originó al interior del Mercado de Valores norteamericano, según refiere Garza, toda clase de prácticas: unas irregulares, otras legales, aunque no morales, y otras delictivas que tenían como base, además, la existencia de un público ignaro;[27] lo que finalmente condujo al pánico financiero de 1929.

Después del colapso del Mercado de Valores de 1929, en Estados Unidos se dictaron distintas normas federales que sentaron las bases de la moderna regulación norteamericana del Mercado de Valores. En 1933 se dicta la *Securities Act*, la cual tiene como objeto

[23] SALINAS ADELANTADO, Carlos. Op. Cit. p 752.
[24] Ibid. p. 753.
[25] ARTHUR ANDERSEN. Op. Cit. p. 15.
[26] Aunque no existían normas federales, sí existían algunas normas estatales que trataban de prevenir abusos originados a finales del siglo XIX por las ventas de *securities* por industriales del este, amparados en la ausencia de regulación en el oeste agrícola, como las *blue sky laws*. Se les llamaba *blue sky laws* porque su propósito era proteger a los granjeros de Kansas contra los industriales que les vendían parcelas en el aire. Pero estas normas no sólo contenían algunas reglas de "transparencia", sino que además, controlaban la viabilidad económica de las inversiones. Por eso, se llamaban también *merit regulations*. SALINAS ADELANTADO, Carlos. Op. Cit. p. 716.
[27] GARZA BELANGA, Rafael. Op. Cit. p. 34.

regular la oferta pública de valores sobre la base de un registro federal al que se presenta una solicitud de registro con la información completa sobre el emisor y el valor; y, en 1934, la *Securities Exchange Act*, que regula la negociación de valores ya emitidos y crea la *Securities and Exchange Commision* (SEC).

Con la creación de la SEC se puso fin al liberalismo a ultranza que dio paso a un intervencionismo económico moderado.[28] La SEC aparece como un mecanismo centralizador de toda aquella información que están obligados a presentar los emisores que deseen acudir a la oferta pública primaria de valores o las empresas que listen en bolsa; y, en tanto responsable de la protección del inversionista, recibe el encargo de proteger al Mercado de Valores de prácticas fraudulentas o deshonestas, para lo cual se le asigna amplias facultades reglamentarias, además de las investigatorias y sancionatorias.

Lo novedoso de las normas federales antes mencionadas es que se basan en la filosofía de la *disclosure* (revelación o divulgación de información), es decir, "la convicción de que la mejor forma de proteger al inversor es que esté suficientemente informado de la operación que quiere realizar".[29] En tal sentido, la divulgación de la información se convierte en el centro del sistema para lograr un Mercado de Valores eficiente, y el elemento clave en la protección de los inversionistas en la toma de sus decisiones. Por tanto, la información no tiene como propósito garantizar al inversionista el éxito de una transacción, en el sentido de garantizarle la obtención de ganancias, sino que éste conozca cuál es efectivamente la situación del valor y del emisor en un contexto de transparencia.

El sistema legislativo federal norteamericano se completó con otras normas, entre las que destacan las siguientes: a) La *Public Utility Holding Company Act* de 1935; b) La *Trust Indenture Act* de 1939; c) La *Investment Company Act* de 1940; d) La *Investment Advisers Act* de 1940; e) La *Securities Investor Protection Act* de 1970; y f) La *Bankrupcy Reform Act* de 1978.[30]

Otro nivel de regulación en el esquema norteamericano corresponde a la autorregulación desarrollada por una serie de organizaciones de autorregulación (*self regulation organizations*), como las bolsas de valores, dentro de las cuales tiene un papel relevante la de Nueva York (*New York Stock Exchange* - NYSE). Siguiendo a Arthur Andersen,[31] las bolsas, así como las cámaras de compensación con las que éstas trabajan de manera asociada, tienen publicadas un extenso número de reglas que resultan obligatorias para sus miembros. La aplicación de estas reglas es supervisada por comités especiales formados al interior de las bolsas y, en el caso de infracciones, dichos comités pueden imponer a los miembros de las bolsas sanciones que van desde una multa hasta su exclusión de la misma. En general, puede decirse que los principales objetivos de las reglas emitidas por las bolsas de valores en Estados Unidos son asegurar que sus miembros sean solventes para cumplir con los compromisos adquiridos y promover la liquidez de los valores negociados.

Como puede apreciarse de esta breve revisión de la estructura regulatoria del Mercado de Valores norteamericano, conviven en diferentes planos la regulación federal, estatal y autorregulatoria. En relación con este sistema, Salinas manifiesta que su estructura regulatoria consiste en el típico esquema piramidal en el cual la Ley está en la cima, la misma que contiene principios básicos de forma que las demás normas sean un desarrollo de sus contenidos. En este nivel el ordenamiento norteamericano está estructurado sobre la base de dos leyes principales, la *Securities Act* de 1933 y la *Securities Exchange Act* de 1934, antes nombradas, mientras que en la base del sistema existe cierto ámbito para la autorregulación. Con la supervisión ocurre lo mismo; ésta es una misión que se le confiere básicamente a la SEC; pero que, sin embargo, da algún margen de actuación a una serie de *self regulation organizations*.[32]

6.2. Modelo de regulación en Gran Bretaña

El Banco de Inglaterra era el responsable de la eficiencia del Mercado de Valores inglés hasta 1988, año en el que se crea, como organismo vigilante del mercado, el *Securities and Investment Board* (SIB). A su vez, este órgano estatal reconoce a cinco Organizaciones de Auto-Regulación (*Self Regulating Organizations* o SROs), de las cuales deben ser miembros, necesariamente, toda persona natural o jurídica que pretenda dedicarse a la intermediación financiera.[33]

[28] Ibid. p. 44.
[29] SALINAS ADELANTADO, Carlos. Op. Cit. p. 717.
[30] Ibid. p. 717.
[31] ARTHUR ANDERSEN. Op. Cit., p. 15.
[32] SALINAS ADELANTADO, Carlos. Op. Cit. p. 744.
[33] ARTHUR ANDERSEN. Op. Cit., p. 17.

El control de los mercados se ejerce directamente por las SROs y el SIB sólo controla a éstas, es decir, se trata de un sistema de "vigilancia de segundo grado", en el que la agencia estatal de control funciona como "supervisor de los supervisores". Con respecto a la regulación, en estricto, las SROs emiten una serie de *rule books*, normas autorregulatorias de gran minuciosidad y extensión, que regulan la actividad de los intermediarios y los mercados, los que tienen que respetar, sin embargo, los mínimos establecidos por las reglas dictadas por el SIB y lo establecido por la *Financial Services Act* (FSA) de 1986.[34]

Cabe anotar que "son las SROs las que establecen la regulación que rige las relaciones entre los agentes de intermediación y sus comitentes y no las bolsas de valores"; aunque ellas mantienen importantes poderes autorregulatorios; pero limitados a reglamentar su funcionamiento y las operaciones entre emisores de valores, agentes y demás organizaciones con la bolsa.[35]

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

7. LA REGULACIÓN EN EL PERÚ

7.1. Modelo de regulación en el Perú

El modelo regulatorio del mercado de valores peruano tiene, en último término, su fuente en el modelo económico establecido en la Constitución, norma fundante del sistema jurídico, en la cual se establecen ciertos objetivos a ser protegidos, que sirven de pauta a la intervención del Estado en la economía, o en términos más estrictos, a la asignación de recursos en beneficio de aquellos objetivos predeterminados. Sobre esa base el Estado regula o legisla sobre el Mercado de Valores peruano a través de una ley principal (la Ley de Mercado de Valores – LMV, Decreto Legislativo 861), en la que se establecen los objetivos que informan la regulación en esa materia que, en estricto, son la promoción de un Mercado de Valores ordenado (mercado eficiente) y la protección de los inversionistas.[38] Asimismo, esta ley principal otorga a un órgano especial la facultad de regular al Mercado de Valores y le concede, adicionalmente, la facultad de supervisar y controlar el cumplimiento de esta misma ley.

Desde esta perspectiva, en un primer nivel, la regulación del Mercado de Valores peruano aparece identificada con la regulación estatal representada fundamentalmente por una ley principal (LMV)[39] y la normatividad emanada de un órgano especial (la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV), generada sobre la base de su facultad reglamentaria.

En un plano meramente formal, la ley principal, al igual que otras leyes sobre la materia en el derecho comparado, utiliza la técnica de las remisiones a posteriores desarrollos reglamentarios, "con el fin de no congelar en el marco de una Ley muchos aspectos del funcionamiento de los Mercados de Valores susceptibles de verse influidos por los importantes cambios que se están produciendo en el entorno financiero nacional e internacional".[40]

En un segundo plano, el Estado, atendiendo a diversas consideraciones, como la tendencia internacional y las ventajas que ofrece, reconoce a través del artículo 131 de la LMV, la autorregulación de las bolsas de

---

[34] SALINAS ADELANTADO, Carlos. Op. Cit. pp. 732, 743 y 757.
[35] ARTHUR ANDERSEN. Op. Cit. p. 17.
[36] VERCHIK, Ana. Op. Cit. p. 58.
[37] SALINAS ADELANTADO, Carlos. Op. Cit. p. 744.
[38] Cabe precisar que no obstante interpretando literalmente el artículo 1 de la LMV, se deduce que esta norma tiene como propósito último la consecución no de dos objetivos, sino de tres: a) promover el desarrollo ordenado del mercado de valores (lo cual podría ser asimilado al buen funcionamiento del mercado); b) promover la transparencia del Mercado de Valores; y, c) proteger al inversionista. Sin embargo, en nuestra opinión, la promoción de la transparencia del mercado de valores no debe entenderse como un fin en sí mismo de la regulación del Mercado de Valores, sino como uno de los medios para lograr los dos fines antes señalados. Por tanto, el artículo 1 de la LMV podría haberse redactado en los siguientes términos: "La finalidad de la presente ley es promover el desarrollo ordenado del mercado de valores y la adecuada protección del inversionista, a través de la promoción de la transparencia". Con ello se delimita claramente cuáles son los fines y cuál es el medio, el mismo que no puede confundirse con los primeros por más importancia que tenga.
[39] Norma a la que se le aplica supletoriamente, conforme a su artículo 9, la Ley General de Sociedades, el Código Civil, la Ley de Títulos - Valores, los usos bursátiles y mercantiles, la Ley general del Sistema Financiero, el Código de Comercio, el Código Procesal Civil y el Código Penal.
[40] Preámbulo a la Ley 24/1988, Ley del Mercados de Valores española.

valores, a las que otorga, dentro de este contexto, no sólo facultades regulatorias (autorregulatorias en *stricto sensu*) sino, además, facultades de supervisión.

En consecuencia, la estructura jurídica del modelo regulatorio peruano corresponde, en líneas generales, a un típico esquema piramidal, en el cual la LMV está en la cima, estableciendo en su interior: el objeto del mercado (los valores mobiliarios); los elementos que garantizan la protección al inversionista y la eficiencia del Mercado de Valores (véase el siguiente punto); el régimen de ofertas públicas de valores (primaria y secundaria); los mecanismos centralizados de negociación; y, las instituciones, en sentido lato, del Mercado de Valores (las bolsas de valores, los agentes de intermediación, las instituciones de compensación y liquidación, los fondos mutuos de inversión en valores, las empresas clasificadoras y las sociedades titulizadoras). A la LMV se agrega un conjunto de disposiciones reglamentarias que desarrollan los contenidos establecidos en la misma (las Resoluciones expedidas por CONASEV).

En un segundo plano o en la base de la pirámide está, básicamente, la autorregulación de las bolsas de valores, en cuyo ámbito se reglamenta la propia actividad y la de sus asociados, conforme al marco establecido por los artículos 131, 132 y 146 de la LMV.[41]

Por último, el modelo de supervisión reproduce sustancialmente el esquema propuesto por el modelo de regulación. En un primer plano la supervisión es ejercida por CONASEV, dejando cierto margen de actuación a las bolsas de valores (BVL) en los ámbitos de su competencia.

7.2. Mecanismos o elementos que garantizan el objeto de protección de la regulación en la Ley de Mercado de Valores (LMV)

La LMV, a semejanza de otras leyes principales en el derecho comparado, establece diferentes elementos o mecanismos tendentes a proteger a los inversionistas y garantizar la eficiencia del Mercado de Valores. Para tal fin se establecen normas tendentes a promover la transparencia en el mercado de valores como la obligación de informar, el tratamiento de la información privilegiada, entre otros; así como un conjunto de disposiciones que forman parte de lo que hemos denominado, siguiendo a Salinas, mecanismos protectores de la confianza en los mercados. Dentro de este conjunto de normas, entre otras, se encuentran aquéllas referidas al deber de reserva, a los mecanismos de solución de conflictos, a la supervisión y control del mercado, a las garantías con las que cuentan los inversionistas; y las normas de conducta.

BIBLIOGRAFÍA

1. ABELLA SANTAMARÍA, Jaime y otros. "Régimen Jurídico de las Emisiones y Ofertas Públicas de Venta (OPVs) de Valores". Madrid, Editorial de Derecho Reunidos, 1995.
2. ALONSO ESPINOSA, Francisco José. "Mercado Primario de Valores Negociables". Barcelona, José María Bosh Editor, 1994.
3. ARAYA, Celestino. "Títulos Circulatorios". Buenos Aires, Astrea, 1989.
4. ARGERI, Saúl. Diccionario de Derecho Comercial y de la Empresa. Buenos Aires. Astrea, 1982.
5. ARTHUR ANDERSEN. "Comentarios acerca de la autorregulación bursátil". Lima, 1997.
6. CACHÓN BLANCO, José Enrique. "Activos y Mercados Financieros. Las Acciones." Madrid, Pirámide, 1996.
7. CACHÓN BLANCO, José Enrique. "Análisis Comparativo del concepto teórico doctrinal de valor negociable y del concepto reglamentario contenido en el Real Decreto de 27 de marzo de 1992 sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores". En: Revista de Derecho Mercantil, No. 222, octubre-diciembre de 1996, Madrid.
8. CACHÓN BLANCO, José Enrique. 200 Preguntas sobre "Los Mercados de Valores". Madrid, Actualidad Editorial, 1995.
9. CASTELLARES AGUILAR, Rolando y otros. "El ABC del Mercado de Capitales". Lima, 1998.
10. ESPINA, Daniel. "Las Anotaciones en Cuenta". Madrid, Civitas, 1995.
11. FERNÁNDEZ FLORES, Francisco. "Inversiones Extranjeras y Valores Mobiliarios". Madrid, Altamira, 1980.
12. GARZA BERLANGA, Rafael. "Autorregulación de la Intermediación Financiera". México, Instituto

[41] Cabe anotar que en cumplimiento de la Sétima Disposición Transitoria de la LMV la Bolsa de Valores de Lima (BVL), única bolsa de valores existente en el Perú, ha ido implementando sus reglamentos internos. Al respecto, se han aprobado por CONASEV las siguientes normas: el Reglamento de Vigilancia del Mercado por parte de la BVL, aprobado por Resolución CONASEV 086-98-EF/94.10, publicado el 27 de mayo de 1998; el Reglamento de Solución de Controversias de la BVL, aprobado por Resolución CONASEV 087-98-EF/94.10, publicada el 27 de mayo de 1998; el Reglamento de Inscripción y Exclusión de Valores Mobiliarios en la Rueda de Bolsa de la BVL, aprobado por Resolución CONASEV 125-98-EF/94.10, publicado el 11 de setiembre de 1998; y, el Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa de la BVL, aprobado por Resolución CONASEV 0211-99-EF/94.10, publicado el 27 de enero de 1999.

Mexicano de Ejecutivos de Finanzas A.C., 1991.
13. JIMÉNEZ BLANCO, Antonio. "Derecho Público del Mercado de Valores". Madrid, Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, 1989.
14. JONES, Charles P. *"Investments. Analysis And Management"*. John Wiley & Sons, INC, 1994.
15. PAYET, José Antonio. Razones para Regular el Mercado de Valores. En: THĒMIS – Revista de Derecho.
16. SALINAS ADELANTADO, Carlos. "Desregulación y Neoregulación en el Mercado de Valores". En: Revista de Derecho Mercantil Nº 224, abril-junio, Madrid.
17. TOLA NOSIGLIA. José. "El Mercado de Valores y la Bolsa de Valores en el Perú". Lima, Mass Comunicaciones SRL, 1994.
18. VIDAL RAMÍREZ, Fernando. "La Bolsa de Valores". Lima, Cultural Cuzco, 1988.
19. VERCHIK, Ana. "Mercado de Capitales". Buenos Aires, Macchi, 1993.

G A R C I A
C A L D E R O N
G H E R S I
V I D A L &
A S O C I A D O S
A B O G A D O S

LOS LIBERTADORES 350 - SAN ISIDRO

441-3605 441-3424 FAX: 442-6161

LIMA 27 - PERU

APUNTES EN TORNO A LA INTERMEDIACIÓN BURSÁTIL, EL CONTRATO DE COMISIÓN MERCANTIL Y SU RELACIÓN CON LOS INTERMEDIARIOS BURSÁTILES

Aldo Reggiardo Denegri*

Las operaciones que se llevan a cabo en el ámbito del Mercado de Valores se caracterizan por ser complejas y dinámicas. Por ello, se hace necesario la intervención en dichas operaciones de terceros (agentes) que cuenten con una grado de conocimiento e información mayor al que poseen los inversionistas comunes. Asimismo, la presencia de los agentes intermediarios en el Mercado de Valores se justifica también en tanto éstos se vuelven cuasi – garantes de la información transmitida, no limitándose su función a la simple "intermediación" sino que ésta debe incluir ciertas obligaciones adicionales. Ello, porque los inversionistas al momento de realizar transacciones en el Mercado de Valores deben confiar en que la información que poseen es adecuada y suficiente para poder basar sus decisiones en ella.

En el presente artículo, el autor realiza un estudio de la función que cumplen los agentes intermediarios en el Mercado de Valores, diferenciando éste de otros mercados, y de las reglas que regulan la relación que vincula a los mismos con los inversionistas.

INTRODUCCIÓN

Resulta un lugar común señalar cómo el vertiginoso desarrollo experimentado por nuestro aún pequeño Mercado de Valores ha influido en la legislación mercantil peruana y, especialmente en aquella destinada a regular el funcionamiento y operatividad del Mercado de Valores. Cada vez más, resulta evidente la necesidad de ir adaptando nuestra legislación mercantil al avance económico y financiero que traza el camino de los mercados de capitales y de los distintos mercados de valores. La adaptación de experiencias internacionales a nuestra realidad se ha hecho evidente y necesaria en los últimos años en este mundo globalizado, dentro del cual un cambio económico repercute inmediatamente en cualquier economía del globo.

Sobre la base de la premisa expuesta, nuestra legislación vigente en materia del Mercado de Valores ha aplicado con virtudes más que con defectos, que innegablemente existen, las experiencias de otras latitudes, contrastándolas y adaptándolas a la realidad local.

No obstante ello, aun cuando pueda sonar paradójico, en las bases de nuestra regulación así como en las de aquellos países de tradición jurídica continental, subyacen principios e instituciones de larga data, en virtud de los cuales se asientan y desarrollan muchas de las normas que regulan el funcionamiento y dinámica del mercado.

El presente artículo pretende describir y analizar aspectos puntuales de la intermediación en el Mercado de Valores, así como las relaciones entre los intermediarios bursátiles - Sociedades Agentes de Bolsa- con sus comitentes dentro del marco regulatorio estable-

* Abogado egresado de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

cido por la Ley de Mercado de Valores, aprobada por el Decreto Legislativo 861. Específicamente se resaltará dentro de tales relaciones la vigencia e importancia del Contrato de Comisión Mercantil.

I. APROXIMACIÓN AL MERCADO DE VALORES

Pretender esbozar una definición del Mercado de Valores desde un punto de vista netamente jurídico resulta además de estéril, una tarea de extrema dificultad. Es consecuencia de ello que la mayoría de las definiciones que en la actualidad se utilizan para definir al Mercado de Valores recurren a postulados de la ciencia económica con el afán de obtener las respuestas que por si sólo no puede otorgar el Derecho.

Por ello, antes de entrar de lleno a elaborar una definición de lo que se entiende comúnmente por Mercado de Valores, es preciso comenzar por aclarar conceptualmente a qué nos referimos cuando hablamos de Mercado Financiero.

En términos económicos sencillos el Mercado Financiero es el espacio en donde se intercambian o negocian activos financieros. Es decir, aquel lugar en que el tipo de activo que se intercambia es un activo intangible cuyo valor consiste en un derecho a obtener un beneficio[1].

Los tratadistas Juan Fernández-Armesto y Luis Carlos Bertrán definen al Mercado Financiero de una manera absolutamente clara y hasta elemental, que a fin de hacer el presente trabajo lo más didáctico posible tomaremos como punto de partida. Señalan Fernández-Armesto y Bertrán que el Mercado Financiero es la principal división dentro del mercado en general y que se distingue del mercado de intercambio de bienes y servicios porque el objeto de intercambio en aquél es dinero, bien directamente o bien representado en valores negociables[2].

Dentro del mismo orden de ideas Ubaldo Nieto define en términos sencillos al Mercado Financiero como el conjunto de canales de interrelación entre oferta y demanda de fondos, señalando que se puede distinguir dentro de éste entre mercados monetarios y mercados de capitales, siendo que en los primeros se ofrecen y demandan fondos a corto plazo y en los segundos a mediano y largo plazo[3].

Dentro del marco conceptual previamente señalado, podemos afirmar que la lógica sobre la cual se desarrollan las operaciones en el Mercado Financiero se asienta básicamente en lo siguiente: dentro del mercado, es usual que concurran individuos o empresas que han atesorado cantidades de dinero a través del ahorro de los excedentes obtenidos en el desarrollo de sus actividades económicas con otros individuos que no cuentan con ese excedente o se encuentran en una situación deficitaria desde el punto de vista patrimonial que no les permite "financiar" ya sea su actividad actual o sus proyecciones empresariales de mediano y largo plazo.

Es en el panorama antes descrito que surge el Mercado Financiero, a fin de canalizar el ahorro de los individuos o empresas con excedentes a manos de aquellos necesitados de financiar sus proyectos. En palabras de los autores antes citados "El Mercado Financiero tiene precisamente por objeto canalizar el ahorro de los inversores hacia los demandantes del crédito[4]"

En nuestro medio Rafael López-Aliaga Cazorla y Lorenzo Souza Debarbieri, siguiendo la tendencia antes descrita, han definido a los mercados financieros como "aquéllos en donde se transan los productos financieros (activos y pasivos) provistos por los agentes económicos superavitarios y deficitarios"[5].

El Mercado Financiero está dividido básicamente en dos grandes bloques. Por un lado se encuentra el Mercado de Crédito[6] y por el otro el Mercado de Valores. En ese sentido, el Mercado de Valores puede ser definido de forma lata como aquella fracción del Mercado de Capitales o del Mercado Financiero donde se intercambian promesas de dinero hoy por promesas de dinero mañana. El Mercado de Valores es el ámbito de negociación de aquellos "valores" representativos de promesas de dinero futuro.

---

1 MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, Juan y José Enrique CACHÓN BLANCO. "Activos y Mercados Financieros. Las Acciones". Pirámide S.A.: Madrid, 1996. p.16

2 FERNÁNDEZ-ARMESTO, Juan y Luis de Carlos BERTRÁN. "El Derecho del Mercado Financiero". Civitas: Madrid, 1992. p.41

3 NIETO CAROL, Ubaldo. "El Mercado de Valores, Organización y Funcionamiento". Civitas. 1993. p.31

4 FERNÁNDEZ-ARMESTO, Juan y Luis de Carlos BERTRÁN. Op Cit. p.41

5 LÓPEZ-ALIAGA Rafael y SOUZA DEBARBIERI, Lorenzo. "La Intermediación Financiera y Banca de Inversiones en el Perú". En: Derecho y Sociedad Año VIII número 12. p.110

6 No es objeto del presente trabajo detenernos en el análisis y comentario del Mercado de Crédito. Sin embargo, es preciso que se tome en consideración que en el Mercado de Crédito, a diferencia del Mercado de Valores, los inversores no asumen propiamente el riesgo total de la inversión realizada, toda vez que es el intermediario el que ofrece, por mandato legal generalmente, garantías y su propia solvencia para dar seguridad a la inversión realizada.

II. PRINCIPALES PRINCIPIOS EN LOS QUE SE ASIENTA LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

Los principios que inspiran el desarrollo y regulación del Mercado de Valores son numerosos, pero para efectos del presente trabajo consideramos necesario detenernos por algunos instantes en el estudio de los que a nuestro parecer son los dos principios fundamentales que enmarcan el desarrollo de las actividades dentro del Mercado de Valores.

a.- El Principio de Protección al Inversionista.- Como ha sido señalado, el Mercado de Valores es aquel espacio donde los agentes económicos intercambian valores representativos de activos financieros o promesas de dinero futuro. Dicho intercambio origina transacciones y negociaciones complejas que por la celeridad propia del mercado en el que se producen son sustancialmente diferentes a las de cualquier otro tipo de mercado.

En tal sentido, resulta claro que la complejidad del tipo de transacciones que se realizan en éste deban contar necesariamente con especialistas en la materia, ya sea por el desinterés o desconocimiento de los inversores de la operatividad del Mercado de Valores, o por la especialidad que se requiere en el mercado.

La realidad del mercado establece al inversionista como el eje entorno al cual gira la dinámica del Mercado de Valores, siendo por ello indispensable establecer un marco apropiado para evitar que se le perjudique y tratar de dotarlo con las seguridades necesarias para su actuación. La necesidad de dotar de protección al inversionista es fundamental a fin de otorgarle las mejores garantías en su desempeño dentro del mercado.

Dentro de tal contexto, es que surge el Principio de Protección al Inversionista, que a nuestro entender, tiene como fundamento que el inversionista reciba la información oportuna y adecuada, toda vez que no participa de forma directa en la negociación dentro del Mercado de Valores.

El otro aspecto a resaltar del Principio de Protección del Inversionista se encuentra en la necesidad de establecer reglas de actuación claras y eficientes para la actuación de los intermediarios en el mercado, como para el resto de intervinientes en él, a fin de dotar a los inversionistas con mecanismos de protección eficaces frente a actuaciones fraudulentas o desleales de los emisores o intermediarios.

b.- El Principio de Transparencia.- El Principio de Transparencia guarda una estrecha congruencia con el Principio de Protección al Inversionista y es, a nuestro entender, el principio fundamental del desarrollo del Mercado de Valores.

El Principio de Transparencia es aquel principio por el cual se busca otorgar a los inversionistas información veraz, suficiente y oportuna respecto de los agentes del mercado y de los valores que se pudiesen estar negociando en él.[7] Este principio se encuentra divido en dos segmentos: la Transparencia en la Información y la Transparencia en las Operaciones.

La primera se encuentra referida a toda aquella información que debe ser proporcionada por las empresas emisoras de valores, ya sea sobre éstos o sobre el propio desarrollo de la empresa. Mientras que la transparencia en las operaciones busca básicamente la correcta formación de los precios de los valores evitando el desorden en las propuestas y órdenes que se pudiesen verter al mercado, la sobreposición de éstas y, en general, todo aquello que pudiese perjudicar una decisión racional por parte del inversor.

Como colofón a todo lo señalado en esta parte, sólo cabría resaltar nuevamente que dichos principios del Mercado de Valores tienen como objeto fundamental la protección del interés del inversionista principalmente en dos aspectos: el primero, dotándolo de información para invertir eficientemente y, el segundo, protegiéndolo de aquellas prácticas fraudulentas de los agentes del mercado dada su intervención indirecta en el Mercado de Valores.

En lo que sigue del presente trabajo, nuestro análisis pretenderá, siempre sobre la base de los principios antes expuestos, centrarse en la importante relación de los intermediarios bursátiles con los inversionistas y rescatar la vigencia del contrato de comisión mercantil en dicha relación.

III. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA E INTERMEDIARIOS

La complejidad, celeridad y variedad de las transacciones que se realizan en el Mercado de Valores

[7] Para mayor abundamiento sobre el tema recomendamos leer un artículo conjunto del autor con el Dr. Manuel Ugarte Maggiolo. En: THĒMIS-Revista de Derecho. número 35, 1997. Segunda Época.

hacen que resulte imprescindible la intervención de terceros, a quienes se les denomina intermediarios, dentro de la negociación de los valores mobiliarios[8].

La problemática económica y financiera que encierra cada una de las operaciones que se realizan en el Mercado de Valores justifica, de una forma u otra, la intervención en las transacciones de agentes que cuenten con información superior a la del inversionista común, y con un mayor grado de conocimiento respecto del mercado en el cual se desenvuelven las operaciones mercantiles.

Luego de evaluada la necesidad de la intermediación en el Mercado de Valores, intentemos esbozar un concepto de intermediación.

La intermediación financiera de forma lata puede definirse como el sistema conformado por mecanismos e instituciones que permiten canalizar los recursos superavitarios hacia agentes económicos deficitarios[9]. Asimismo, de una manera más sencilla y sucinta, la intermediación puede ser definida como la realización constante de operaciones en el mercado, por cuenta y en interés de un tercero.

La visión clásica de la intermediación, consistía en lograr vincular a los tenedores de fondos con los solicitantes de éstos, labor que se realizaba básicamente a través del Mercado de Capitales y de los bancos. En la actualidad los agentes que intervienen en la intermediación financiera han aumentado y es imposible entender la intermediación financiera sin tomar en cuenta a los *dealers*[10], a los inversionistas institucionales, a las compañías de seguros y los fondos de inversión[11].

Sin embargo, resulta pertinente precisar que no existe una sola forma de intermediación. La intermediación en el Mercado de Valores es denominada intermediación directa o desintermediación y se diferencia, por ejemplo, de la intermediación en el Mercado de Crédito básicamente en dos aspectos. El primer aspecto hace referencia a que en el Mercado de Valores es el inversionista quien asume de forma directa los riesgos de la inversión que realiza. Por el contrario, en el Mercado de Crédito es el intermediario quien asume el riesgo de la inversión que se realiza, el cual se ve reflejado fundamentalmente en la eventualidad de la insolvencia del tomador del crédito.

El segundo aspecto de distinción en el concepto de intermediación en estos dos mercados tiene que ver con el criterio bajo el cual se encuentran regulados. El Mercado de Crédito se encuentra regulado fundamentalmente en función de la solidez y seguridad que deben dar los intermediarios en el mercado, mientras que la regulación del Mercado de Valores busca otorgar la mayor información a los inversionistas en función a la transparencia que debe imperar en dicho mercado.

A diferencia del Mercado de Crédito, el Mercado de Valores exige un análisis con conocimiento de causa respecto de la solvencia del emisor, cosa innecesaria en el Mercado de Crédito, ya que en éste, como se señaló, la solvencia de los intermediarios se halla asegurada en buena parte por las exigencias normativas y por la garantía parcial de la Administración[12].

El Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores, define la intermediación en su artículo 6 cuyo texto es el siguiente: "Se considera intermediación en el mercado de valores mobiliarios la realización habitual por cuenta ajena, de operaciones de compra, venta, colocación, distribución, corretaje, comisión o negociación de valores.

Asimismo, se considera intermediación las adquisiciones de valores que se efectúen por cuenta propia de manera habitual con el fin de colocarlos ulteriormente en el público y percibir un diferencial de precio".

Como se puede apreciar, la definición recogida a nivel legislativo concuerda con lo previamente señalado, con la salvedad de lo establecido en la última parte del artículo antes citado que hace referencia a lo que se conoce como *underwriting*[13].

---

[8] El artículo 3 de la Ley del Mercado de Valores define a los valores mobiliarios regulados por dicha ley con el siguiente texto: "Artículo 3.- Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor. Para los efectos de esta ley, las negociaciones de derechos e índices referidos a valores mobiliarios se equiparan a tales valores. Cualquier limitación a la libre transmisibilidad de los valores mobiliarios contenida en el estatuto o en el contrato de emisión respectivo, carece de efectos jurídicos."

[9] LÓPEZ-ALIAGA Rafael y SOUZA DEBARBIERI Lorenzo. Op. Cit. p.110.

[10] En términos sencillos la función que cumplen los *dealers* en los mercados de valores anglo-sajones puede ser asimilada a algunas de las funciones que cumplen los agentes de intermediación en el mercado de valores local.

[11] STEINHERR, Alfred. *"Derivatives The Wild Beast of Finance."* John Wiley & Sons Ed. Chichester, England. 1998. p.38

[12] FÉRNANDEZ-ARMESTO, Juan y Luis de Carlos BERTÁN. Op Cit. p.43.

[13] El *underwriting* consiste en la suscripción de valores de nueva emisión con la finalidad de posteriormente colocarlos en el mercado para su negociación.

Los intermediarios del Mercado de Valores, por su parte, pueden ser definidos como aquellas personas encargadas de negociar los valores mobiliarios en el mercado, generalmente por cuenta e interés de un tercero.

Como se ha indicado previamente, la complejidad que encierra la negociación en el Mercado de Valores determina la necesaria intervención de intermediarios, cuya principal función consiste en conectar a aquellos detentadores de excedentes con aquellos agentes que procuran dinero para financiar un proyecto determinado. Siendo esto así, resulta claro que la actividad de intermediación tiene que encontrarse reservada para aquellos comerciantes mercantiles de mayor experiencia, conocimiento y profesionalidad a fin de proyectar al mercado la imagen de seguridad y garantía con la que requieren contar frente a sus inversionistas.

La razón de esta carga es evidente. La función que cumplen los Mercados de Valores en la macroeconomía exige que los intermediarios en él cuenten no sólo con experiencia y conocimientos de la labor que realizan sino que su accionar dentro de éste resulte coherente con los principios de lealtad, buena fe y honorabilidad durante el desempeño de sus funciones.

La necesidad de dotar de seguridad al mercado se origina en la confianza que debe brindar el Mercado de Valores para los inversionistas, situación que obliga a la legislación de la materia a establecer y determinar los límites para la intermediación, así como sus condiciones.

Desde el punto de vista del inversionista, la intervención de un intermediario se considera como una especie de garantía de la calidad de los valores y de las inversiones en general que se le ofrecen, puesto que las tareas estrictamente técnicas referentes a la colocación de los valores se basan, necesariamente, en la relación de naturaleza fiduciaria[14] que liga al intermediario con su clientela[15].

En otros términos, en la relación intermediario-inversionista aparece como dato determinante no sólo la eventual inexperiencia o la necesidad de información del inversor, sino que tal relación se basa sobre todo en la confianza, en las cualidades profesionales de los intermediarios especializados, quienes a estos efectos asumen el papel de cuasi-garantes de las informaciones transmitidas.[16]

En los Estados Unidos de América los intermediarios desarrollan sus actividades en el mercado con un *standard* de diligencia muy alto por la naturaleza de la función que cumplen. Por tal razón se establece que los intermediarios están bajo la carga de investigar, y el no hacerlo conlleva para ellos una responsabilidad. Los intermediarios no pueden deliberadamente ignorar aquello a lo cual están obligados a conocer, ni tampoco pueden verter comentarios temerarios respecto de aquellas materias que les son ajenas.[17]

Lo antes dicho sólo corrobora que la labor de intermediación no se puede restringir meramente a la simple "intermediación", el cumplir dicha función conlleva cumplir con una serie de prescripciones, por el delicado rol que cumple en el Mercado de Valores. Resulta claro que el inversor que recurre al Mercado de Valores busca en éste una rentabilidad óptima para su inversión. Es claro por consecuencia, que el inversor condicione su inversión a que se cumplan determinadas condiciones esenciales para que la rentabilidad esperada pueda ser lograda.

Dentro de estas condiciones, dos nos resultan particularmente esenciales para lograr dicho objetivo. En primer lugar, es indispensable que exista una rápida vía para lograr liquidez con la inversión realizada; y en segundo lugar que la inversión efectuada sea lo suficientemente segura para que la decisión del inversionista de seguir invirtiendo en el Mercado de Valores no varíe.

La seguridad de la inversión no sólo se plasma en la transparencia respecto de los emisores y de los propios títulos que se negocien, sino también en la seguridad que ofrezcan los agentes de intermediación que son los que en buena cuenta manejan las inversiones al interior del mercado.

En ese sentido se orientan las normas que regulan la actividad de los agentes de intermediación en las distintas legislaciones. Así por ejemplo, la Ley del Mercado de Valores nacional regula en su artículo 167 a los Agentes de Intermediación, definiéndolos

[14] La relación de naturaleza fiduciaria a que hace mención el autor tiene que ver con el nivel de garantía con el que debe desempeñar sus funciones el intermediario, nivel de compromiso y garantía que hace asemejar su función a la que desarrolla el fiduciario con el patrimonio fideicometido bajo su encargo.

[15] VALENZUELA GARACH, Fernando. "La Información en la Sociedad Anónima y el Mercado de Valores. Estudio de Derecho Mercantil." Civitas: Madrid. Primera Edición 1993. p.256-257.

[16] VALENZUELA GARACH, Fernando. Op Cit. p.257

[17] JENNINGS, Richard y Harold MARSH. *"Securities Regulations. Cases and Materials"* 6th Edition. University Casebook Series: 1990. p.629.

como aquellas sociedades anónimas que, como sociedades agentes o sociedades intermediarias, se dedican a la intermediación de valores en el mercado; señalando seguidamente que acarrea responsabilidad penal el desempeño de actividades propias de los Agentes de Intermediación sin contar con autorización para ello, conforme al artículo 246 del Código Penal.

Como quiera que la labor a realizar por los intermediarios es una por cuenta e interés de terceros, el artículo 171 de la Ley del Mercado de Valores establece que: "Los Agentes de Intermediación están obligados a realizar sus actividades con diligencia, libertad e imparcialidad, otorgando prioridad absoluta al interés de su comitente. Si existiese conflicto de intereses entre sus comitentes, el agente de intermediación debe mantener neutralidad".

Dada la naturaleza de la función intermediaria que asumen los Agentes de Intermediación, éstos se encuentran sujetos a una serie de disposiciones destinadas a garantizar la imparcialidad en su actuación, así como su lealtad y diligencia frente a los inversionistas que han depositado en ellos su confianza respecto de la inversión que pretenden realizar. Es importante tener en consideración que los límites legales establecidos legislativamente para la actuación de los Agentes de Intermediación, no sólo se establecen en respaldo de los inversionistas sino también constituyen una garantía para la dinámica de todo el Mercado de Valores[18].

Los principios de lealtad, diligencia e imparcialidad, a los que nos hemos referido precedentemente, que regulan la actuación de los Agentes de Intermediación no son principios cuyo origen sea reciente. Dichos principios se remontan a los usos del comercio, los cuales con el correr de los años han logrado ser recogidos en los textos normativos tanto mercantiles como bursátiles. Desde antiguo, los principios de lealtad, diligencia e imparcialidad han encontrado fundamento en la confianza que deposita la colectividad en la delicada función que cumplen los intermediarios en el mercado.

En este orden de ideas, es preciso señalar que la propia Exposición de Motivos del Código de Comercio del Perú de 1902 señalaba, respecto de los Agentes Mediadores de Comercio, que: "considerados los agentes como funcionarios de la fe pública, el nuevo Código los somete a una serie de ordenamientos encaminados a inspirar confianza, tanto por pericia y moralidad, como por su arraigo, prescribiéndoles los deberes que deben cumplir y la responsabilidad a que por su infracción quedan sujetos."

Los principios de actuación de los intermediarios en el mercado no es una creación nacional. Por el contrario, la legislación de numerosos países ha recogido dichos principios de manera clara. Así por ejemplo, la Exposición de Motivos de la Ley del Mercado de Valores española de 1988 señala que las normas de actuación de los intermediarios contenidas en ésta se encuentran "inspiradas en las recomendaciones y propuestas y directivas de la Comunidad Económica Europea y (están) encaminadas a defender la absoluta prioridad de los intereses de los inversores sobre los de las entidades autorizadas a operar en el Mercado de Valores y a velar por la transparencia del mercado"[19]. Como se puede apreciar es la misma línea en la cual se orienta el artículo 171 de nuestra Ley del Mercado de Valores.

Es claro que la labor que cumplen los intermediarios es delicada y a su vez de vital importancia para el funcionamiento del mercado. Por ello, no sólo se les asigna una carga en su accionar dentro de los parámetros de la diligencia y lealtad, sino que también se les obliga a un nivel de profesionalidad adecuado como una garantía adicional a su desempeño.

A pesar del transcurso del tiempo, estos principios se han mantenido incólumes, toda vez que constituyen principios fundamentales de la actuación de todo intermediario mercantil.

Fernando Zunzunegui, refiriéndose a este tema desde la perspectiva española, ha señalado que el listón de diligencia que se puede y debe exigir a una entidad de crédito o de valores es especialmente alto, pues al estar limitado por ley el acceso a la actividad a los profesionales con experiencia, todo tercero que contrate con ellas puede asumir no sólo que la intermediación se realizará con la diligencia de un profesional ordenado, sino también que se le asesorará con conocimiento de causa y sano juicio[20].

[18] Para desempeñarse como Agente de Intermediación se requiere pasar por un procedimiento de control previo que determina el ingreso de cualquier agente económico al mercado para desempeñarse como intermediario. El procedimiento comprende dos etapas: a.- La etapa de Autorización de Organización y b.- La etapa de Autorización de Funcionamiento. Dichas autorizaciones deben ser expedidas por la CONASEV toda vez que, de conformidad con lo previsto por el artículo 168 de la Ley del Mercado de Valores, los Agentes de Intermediación se encuentran sujetos al control y supervisión de esta entidad.

[19] CACHÓN BLANCO, José Enrique. "Derecho del Mercado de Valores". Tomo I. Dykinson: Madrid. 1992. p.552-553.

[20] ZUNZUNEGUI, Fernando. "Derecho del Mercado Financiero". Marcial Pons: Madrid 1997.

El artículo 49 de la Ley del Mercado de Valores de España consagra el principio de que toda persona o entidad que actúa en un Mercado de Valores, tanto recibiendo o ejecutando órdenes como asesorando sobre inversiones en valores, deberá dar absoluta prioridad al interés de su cliente, lo que supone la concreción en el Mercado de Valores de la obligación de todo comisionista de dar prioridad a los intereses del comitente. El citado artículo precisa, además, que cuando exista conflicto de intereses entre distintos clientes no debe privilegiarse ninguno de ellos, recogiéndose así el denominado principio de paridad en el accionar de un determinado intermediario mercantil[21].

En dicho espíritu no sólo se encuentra orientada la Ley del Mercado de Valores, sino también el Reglamento de Agentes de Intermediación, aprobado por Resolución Conasev N-843-97/94.10, el mismo que en su exposición de motivos recoge el siguiente texto: "La regulación de las actividades efectuadas por los intermediarios tienen por objeto asegurar que los participantes del mercado de valores en general, y los inversionistas en particular, serán tratados con equidad y además, que tengan confianza en que los agentes de intermediación y las personas que los representen, sean eficientes, honestos y solventes"

Los intermediarios son mediadores del comercio que se dedican fundamentalmente a transar valores mobiliarios en uno o más mecanismos centralizados, así como valores que no se encuentren inscritos en bolsa alguna. En función a ello, es que en nuestra legislación el artículo 173 de la Ley del Mercado de Valores ha reafirmado este hecho, al señalar que: "Las relaciones entre los agentes de intermediación y sus comitentes se rigen por las reglas de la comisión mercantil y por la presente ley".

Previamente a entrar al análisis del Contrato de Comisión Mercantil y sus vinculaciones con la labor que realizan los intermediarios bursátiles, es necesario tener en consideración que la orden cursada por un cliente a una sociedad agente de Bolsa configura un mandato mercantil. Como lo señala José Enrique Cachón Blanco, "en cuanto a su naturaleza jurídica, la orden de Bolsa o del Mercado de Valores, que se perfecciona por el consentimiento del intermediario, el cual no es plenamente libre, sino condicionado por la obligación de los miembros de mercados secundarios oficiales de ejecutar por cuenta de sus clientes las órdenes que reciban de los mismos(...)[22]".

IV. EL CONTRATO DE COMISIÓN MERCANTIL

a.- **Definición.-** Pareciera que la celeridad y complejidad que encierran las transacciones en el Mercado de Valores tuviesen que estar sustentadas en figuras modernas que permitiesen a la partes involucradas en la transacción la versatilidad requerida para llevarlas a cabo. Ello si bien resulta cierto en algunos aspectos, como por ejemplo en la desmaterialización de los valores mobiliarios, las anotaciones en cuenta de las transacciones realizadas, etc.; no resulta siendo cierto para los supuestos que rigen la relación inversionista y agente intermediario, la misma que se encuentra regida por el Contrato de Comisión Mercantil cuya vigencia se ha mantenido incólume con el paso del tiempo y resulta altamente positiva para regular estos supuestos específicos de mediación mercantil.

El Contrato de Comisión Mercantil es conocido en el Mercado de Valores como Contrato de Comisión Bursátil, y es definido como el mandato por el cual una persona encarga a un miembro del mercado la realización por cuenta suya de una compra o venta de valores cotizados en bolsa.

Desde la perspectiva del Derecho privado, la comisión bursátil es un mandato mercantil que tiene por objeto una operación de comercio, la operación de mercado, y en el que el comisionista, el miembro del mercado, es un comerciante[23].

Para el profesor Rodrigo Uría "la comisión es sencillamente, el mandato mercantil, es decir, un mandato cualificado por la naturaleza mercantil del acto u operación que constituye su objeto y por la intervención de una comerciante, al menos, en el contrato"[24].

Para el profesor Manuel Broseta Pont la comisión mercantil es el contrato por el cual el comisionista, en su condición de empresario mercantil, se obliga a prestar su actividad consistente en realizar un acto o negocio jurídico por cuenta del comitente[25].

La comisión, es decir, el mandato aplicado a actos de comercio, es un contrato por el cual una parte encarga

[21] Ibid. p.402.
[22] CACHÓN BLANCO, José Enrique. Op Cit. Tomo II. p. 147-148.
[23] ZUNZUNEGUI, Fernando. Op Cit. p.532.
[24] URÍA Rodrigo. "Derecho Mercantil". 24ta Edición. Marcial Pons: Madrid. 1997. p.737
[25] BROSETA PONT, Manuel. "Manual de Derecho Mercantil". 6ta Edición. Tecnos. 1986. p.428

a otra la conclusión de uno o más negocios por su cuenta de naturaleza mercantil[26].

De lo expuesto, resulta claro que la comisión mercantil es un contrato de mandato que circunscribe su campo de aplicación a aquellos actos y negocios de naturaleza meramente mercantil, siendo por ello necesario que el objeto respecto del cual se pacte la comisión mercantil sea uno de naturaleza mercantil, y que al menos una de las partes que intervengan en este contrato sea un sujeto habitual para establecer relaciones en dicha práctica.

Esbozada una primera definición del Contrato de Comisión Mercantil, en lo que sigue del presente trabajo intentaremos desarrollar la función que cumple dicho contrato en las relaciones entre los intermediarios bursátiles y sus clientes.

b.- **Contrato de Comisión Mercantil y Agentes de Intermediación.-** Como ya se indicó anteriormente, en nuestra legislación el artículo 173 de la Ley del Mercado de Valores ha establecido que las relaciones entre intermediarios y clientes se rijan por las normas que regulan la Comisión Mercantil.

El Contrato de Comisión Mercantil se encuentra regulado por los artículos 237 a 274 del Código de Comercio, siendo por ello incuestionable su aplicación a las relaciones jurídicas que se desarrollan entre comitentes y agentes de intermediación.

Los Agentes de Intermediación son divididos por la Ley del Mercado de Valores en Sociedades Agentes de Bolsa -intermediarios bursátiles- y Sociedades Intermediarias. Las Sociedades Agentes de Bolsa si bien tienen como función fundamental intermediar en el Mercado de Valores, no es la única función para la que se encuentran facultadas. El artículo 194 de la Ley del Mercado de Valores establece que las Sociedades Agentes de Bolsa pueden efectuar las siguientes operaciones:

1. Comprar y vender valores por cuenta de terceros y también por cuenta propia en los mecanismos centralizados o fuera de ellos.

2. Prestar asesoría en materia de valores y operaciones de bolsa, así como brindar a sus clientes un sistema de información o de procesamiento de datos.

3. Colocar en el mercado nacional o internacional, valores con o sin garantía total o parcial de su colocación, dentro de los planes y con sujeción a la condiciones pactadas.

4. Colocar en el país valores emitidos en el extranjero.

5. Suscribir transitoriamente parte o la totalidad de emisiones primarias de valores, así como adquirir transitoriamente valores para su posterior colocación en el público.

6. Promover el lanzamiento de valores públicos y privados y facilitar su colocación, pudiendo estabilizar temporalmente sus precios o favorecer las condiciones de liquidez de tales valores, siempre que medie acuerdo previo con el emisor u ofertante y sujeto a las disposiciones que dicte Conasev.

7. Actuar como representante de los obligacionistas.

8. Colocar en el mercado las obligaciones que emitan, aplicando los recursos que así obtengan a las actividades que les son propias.

9. Prestar servicios de administración de cartera.

10. Administrar fondos mutuos y fondos de inversión.

11. Brindar servicios de custodia de valores.

12. Llevar el registro contable de los valores de sus comitentes con sujeción a lo establecido en los artículos 212,219 y 220.

13. Otorgar créditos, con sus propios recursos, únicamente con el objeto de facilitar la adquisición de valores por sus comitentes, estén o no inscritos en bolsa y con garantía de tales valores.

14. Recibir créditos de empresas del sistema financiero para la realización de las actividades que les son propias.

15. Realizar operaciones de compra y venta de moneda extranjera con arreglo a las regulaciones cambiarias, siempre que ésta no se constituya en su actividad fundamental.

16. Realizar operaciones en el mercado internacional con instrumentos de deuda pública externa del país por cuenta propia o de sus comitentes.

[26] VÁZQUEZ DEL MERCADO, Óscar. "Contratos Mercantiles". Editorial Porrúa S.A., México 1994. Quinta Edición. p.166

17. Realizar préstamos de valores y operaciones de reporte con arreglo a las disposiciones de carácter general que dicte CONASEV.

18. Actuar como fiduciario.

19. Realizar operaciones de futuros, opciones y demás derivados, con arreglo a las disposiciones de carácter general que dicte CONASEV.

20. Efectuar todas las demás operaciones y servicios que sean compatibles con la actividad de intermediación en el Mercado de Valores y que previamente y de manera general autorice CONASEV.

Como se puede apreciar, y de acuerdo con lo previsto en el artículo antes referido, existe un abanico de posibilidades para la actuación de las Sociedades Agentes de Bolsa. Sin embargo, por razones de extensión del presente trabajo, y por el tema escogido para el desarrollo del mismo, hemos visto conveniente circunscribir el análisis de las relaciones cliente - intermediario al literal a) del artículo 194, por cuanto consideramos que en tal supuesto es que el Contrato de Comisión Mercantil se desarrolla con mayor profusión.

El literal a) recoge dos proposiciones distintas. En primer lugar, señala la función de intermediación que cumple la Sociedad Agente de Bolsa con sus clientes. Y en segundo lugar establece que la Sociedad Agente de Bolsa se encuentra facultada para comprar y vender valores por cuenta propia, ya sea en rueda de bolsa o fuera de ella.

Es dentro del segundo supuesto expuesto, donde los deberes de lealtad, diligencia y probidad cumplen el rol que les asignan tanto la Ley del Mercado de Valores como el propio Código de Comercio. Como se ha señalado en extenso previamente, los Agentes de Intermediación tienen la obligación de dar prioridad absoluta a los intereses de sus comitentes sobre los propios.

Por ello, parece obvio que en cualquier operación en la que intervenga una Sociedad Agente de Bolsa debe preferir siempre el interés de su comitente, máxime si existe una disposición expresa que lo obliga a comportarse en ese sentido. Sin embargo, ello no resulta del todo claro cuando el intermediario toma una posición contraria frente a una orden de su comitente.

Para salvar el inconveniente de un posible conflicto de intereses que se puede presentar en la hipótesis antes señalada, el Código de Comercio establece en su artículo 261 que "ningún comisionista comprará para sí ni para otro, lo que se le haya mandado vender, ni venderá lo que se le haya encargado comprar, sin licencia del comitente".

Lo señalado previamente resulta aplicable a las Sociedades Agentes de Bolsa que ejecutan órdenes de sus clientes. Siendo por ello que, salvo que cuenten con la expresa autorización del cliente, una Sociedad Agente de Bolsa que recibe una orden para vender determinados valores no puede comprarlos para sí. De igual forma, cuando una Sociedad Agente de Bolsa recibe una orden para comprar determinados valores, no podrá atenderla con cargo a los valores de su propia cartera, al menos que cuente con autorización previa para ello.

El artículo 70 del Reglamento de Agentes de Intermediación establece en su último párrafo que en cada caso, cuando el agente negocie valores de su cuenta con sus clientes deberá informarles dejando constancia expresa en la póliza respectiva que los valores transados provienen de la cuenta propia del agente.

No obstante que de la lectura de la citada norma pudiera interpretarse que dicha información al cliente puede efectuarse con posterioridad a la realización de la operación, creemos que dicha interpretación no cabe con relación a lo previamente señalado tanto por la Ley del Mercado de Valores como por el Código de Comercio.

Como se sabe la Constitución de 1993 establece que corresponde al Presidente de la República "ejercer la potestad de reglamentar las leyes sin transgredirlas ni desnaturalizarlas; y dentro de tales límites, dictar decretos y resoluciones"[27]. Esta potestad del Presidente de la República es extensible a las entidades de la Administración Pública debidamente facultadas por la ley para expedir reglamentos en materias de su competencia.

Esta potestad es un poder derivado y como tal está subordinado en su ejercicio a la ley. Si bien es cierto el Reglamento de Agentes de Intermediación ha sido emitido por la Comisión Nacional de Supervisión de Empresas y Valores en uso de las atribuciones conferidas expresamente por la Ley del Mercado de Valo-

[27] Inciso 8 del artículo 118 de la Constitución Política del Perú de 1993.

res, dicho reglamento debe sujetarse en sus aspectos sustanciales a los límites establecidos por ley.

En consecuencia, la única interpretación posible que puede atribuirse al artículo 70 es la de considerar que dicha información es un imperativo formal *a posteriori*, pero que de ninguna forma habilita a una Sociedad Agente de Bolsa para tomar una posición contraria de *motu proprio* en una operación sin previa autorización expresa del comitente respecto del cual se tiene el deber de informar.

c.- **Prohibición de la Autoentrada y la Autocontratación.-** Lo que regula el Código de Comercio en torno a la imposibilidad que un comisionista tome un posición contraria respecto a una orden de su comitente es lo que la doctrina denomina prohibición de la autoentrada.

La prohibición de la autoentrada en el Contrato de Comisión Mercantil encuentra sustento en los elementales deberes de lealtad e independencia del comisionista en su actuación como representante de su comitente.

Es claro que si existe la obligación legal por parte del comisionista de dar prioridad absoluta al interés de su cliente, el comisionista debe evitar toda situación que pueda configurar un conflicto de intereses, más aún respecto de aquellas situaciones que se pudiesen generar al actuar como contraparte.

Así lo han señalado diversos autores, como por ejemplo el profesor Rodrigo Uría, quién refiriéndose a la legislación española señala que "si encargado el comisionista de realizar una determinada operación comercial pudiese cumplir el encargo interviniendo en la operación como parte contraria de su propio comitente, correría éste el grave riesgo de que el comisionista antepusiese en la operación sus propios intereses a los de aquél[28] ".

En igual sentido, se pronuncia Sánchez-Calero quien señala que el Código de Comercio español, ante el peligro que entraña que el comisionista anteponga el interés personal al de su comitente, adopta una postura de desconfianza ante la autoentrada con relación a la comisión de compra y venta, ya que prohibe al comisionista, salvo que tenga licencia de su comitente, que compre para sí ni para otro lo que se le haya mandado vender, ni venderá lo que se le haya encargado comprar[29] .

Una conclusión obvia de lo expuesto no puede ser otra que si bien el inciso a) del artículo 194 de la Ley del Mercado de Valores permite comprar por cuenta propia al comisionista, ello no implica una carta blanca que autorice a éste para comprar por cuenta propia los valores que se le ordene vender y viceversa. Contrariar dicho precepto, sin contar con el previo consentimiento del comitente, constituiría ciertamente desarrollar una conducta prohibida por el ordenamiento nacional y que es proscrita actualmente por la más entendida doctrina en la materia.

Nótese sin embargo la estrecha vinculación que guarda el análisis y desarrollo de dicho precepto y lo dispuesto por el artículo 176 de la Ley del Mercado de Valores,

"Artículo 176.- Los Agentes de Intermediación están obligados a ejecutar por cuenta de sus clientes las órdenes que de ellos reciban para la negociación de valores"

No obstante, lo dispuesto en el primer párrafo, los Agentes de Intermediación pueden subordinar el cumplimiento de la orden únicamente en los siguientes casos y siempre que el comitente tenga previo conocimiento de ello:

a. Cuando se trate de operaciones al contado, a que el comitente acredite la titularidad de los valores o haga entrega de los mismos o de los fondos, según se hubiere ordenado vender o comprar respectivamente; y,

b. Cuando se trate de operaciones a plazo, a que el comitente aporte las garantías o cobertura mínima que establezca CONASEV y, en su caso, la bolsa o la entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado.

Los agentes de intermediación deberán abstenerse de ejecutar las órdenes de sus comitentes cuando tengan conocimiento de que se formulan con el objeto de promover falsas condiciones de oferta o demanda, promover oscilaciones artificiales en los precios o que se trate de operaciones simuladas, comunicando tales hechos, dentro del día siguiente, a CONASEV y a la bolsa o entidad responsable del mecanismo centralizado."

Una vez establecida la relación cliente-intermediario, éste tiene la obligación de ejecutar la orden que el comitente le haya dado en el mercado, pudiendo

[28] URÍA, Rodrigo. "Derecho Mercantil". 24ta Edición. Marcial Pons: Madrid. 1997. p.741.
[29] SÁNCHEZ-CALERO, Fernando. "Instituciones del Derecho Mercantil". 18va edición. Tomo II. Derechos Reunidas. p.147.

abstenerse de hacerlo únicamente en los supuestos señalados previamente. En función a ello, podría válidamente sostenerse que en el supuesto que se le ordene comprar o vender un valor a un comisionista éste tendrá que cumplir necesariamente con dicha obligación, aun cuando para cumplir con lo previsto por el mandato de la norma deba recurrir a los valores de su propiedad o a sus recursos.

Ello, en principio resultaría acorde con lo señalado en el artículo 176. Sin embargo, en la eventualidad que dicho acontecimiento se presente se contrapondría con los supuestos establecidos tanto en el artículo 171 como en la regulación de la autoentrada consagrada en el Código del Comercio del Perú.

Planteado dicho supuesto es claro que en función de la lógica del Mercado de Valores y el deber de protección que consagran las normas que lo regulan, resulta evidente que dicho supuesto sólo podría aplicarse en los casos en los que se cuente con autorización previa del comitente, toda vez que establecer lo contrario podría permitir que bajo el amparo de dicha disposición se permita la violación de los intereses de los agentes principales del Mercado de Valores, vale decir, los inversionistas.

Sin embargo, esta posición no puede comprender todos los supuestos en que se emplee el Contrato de Comisión Mercantil, por cuanto resulta claro que en determinados supuestos la prohibición de la autoentrada pude resultar ineficiente para el desarrollo del tráfico jurídico-comercial.

La autoentrada, como se ha señalado, busca evitar la aversión al riesgo respecto del comitente en la gestión a realizar por el comisionista, cuando éste tiene la posibilidad de cumplir con sus recursos la gestión encomendada. Sin embargo, tal riesgo puede resultar absolutamente irrisorio en determinados supuestos, haciendo en ellos ineficiente mantener la prohibición de la autoentrada.

Debido a ello, esta prohibición resulta excesiva en la generalidad de sus términos, porque el peligro que tiende a descartar no existe cuando la Comisión Mercantil de compraventa, por ejemplo, se refiere a títulos o mercancías que tienen una cotización oficial en el mercado[30].

En resumen, el prohibir la autoentrada contrapone dos situación jurídicas distintas, por un lado la seguridad en la contratación vía intermediarios, y, por el otro, la celeridad de la contratación por dicha vía.

La autoentrada o autocontratación, a la que hemos hecho mención previamente, se produce cuando en cualquier tipo de contrato, interviene una sola persona actuando, por una parte, en su propio nombre y, por otra, en nombre de un tercero[31]. La autocontratación o autoentrada, ahora proscrita por el Código de Comercio, tiene su origen en los inicios de la práctica mercantil; específicamente sus orígenes se remontan a la comercialización de productos llevada a cabo por los antiguos mercaderes de la primeras ciudades italianas y alemanas.

La formulación de contratos en los que una sola persona congregue dos o más voluntades de las partes del mismo ha generado mucha controversia, especialmente respecto a la validez o existencia de este tipo de "contratos" [32]. Sin embargo, la doctrina moderna de forma prácticamente unánime ha consentido favorablemente respecto de dar validez a la vigencia de este tipo *sui generis* de contratación.

No obstante ello, un tema central, que aún es materia de discusión y debate tanto a nivel doctrinal como legislativo, es aquel vinculado a la existencia de conflictos de intereses en este tipo de contratación, centrado básicamente en que el representado puede sufrir las consecuencias de que el representante prefiera su interés al de su mandante[33]. Siendo éste el punto central de discusión respecto del autocontrato, diversos ordenamientos jurídicos han optado por prohibir la autocontratación en algunas circunstancias puntuales en las que el interés de algunas de las partes se vea profundamente comprometido.

Nuestro ordenamiento jurídico a nivel tanto comercial como mercantil ha optado, por el momento, por privilegiar la seguridad del interés respecto de quien se contrata, limitando la posibilidad del comisionista de actuar como contraparte en salvaguarda del interés del comitente. Sin embargo, flexibiliza la rigurosidad de tal prohibición en supuestos en los cuales se presente la previa aprobación del comitente para que el comisionista pueda efectuar la contratación.

---

[30] GARRIGUES Joaquín. "Curso de Derecho Mercantil". Porrúa: México. 1993. p.113.

[31] DIEZ-PICAZO Luis. "Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial. Introducción a la Teoría del Contrato". Tomo I. Civitas: Madrid. 1996. p.191

[32] Sobre el tema recomendamos revisar: SPOTA, Alberto. "Instituciones de Derecho Civil" Volumen II Depalma 1982. STIGLITZ, Rubén. "Contratos Teoría General" Tomo II Depalma 1993. DIEZ-PICAZO, Luis. "Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial. Introducción a la Teoría del Contrato". Tomo I Civitas: Madrid, 1996.

[33] SPOTA, Alberto. "Instituciones de Derecho Civil. Contratos". Volumen II. Depalma: Buenos Aires, 1982. p.43

A nuestro entender, la flexibilización de la prohibición de la autoentrada debe comprender de igual forma la posibilidad de que se permita la autocontratación del comisionista con cargo a la posterior ratificación del acto por parte del comitente. Ello, en razón del carácter anulable de aquellos actos jurídicos configurados bajo el supuesto de la autocontratación, lo cual los hace susceptibles de posterior ratificación.

En la medida que subsisten riesgos de mercado vinculados a la posibilidad de que se produzcan fraudes en la contratación bursátil, consideramos conveniente, en beneficio de la transparencia y fortalecimiento del Mercado de Valores, mantener aún vigente la prohibición de la autoentrada, regulada en el artículo 261 del Código de Comercio.

A MODO DE CONCLUSIÓN

El que un Mercado de Valores logre cumplir el rol para el cual fue creado depende en mucho de que los agentes que lo componen cumplan su papel dentro del marco que establece la ley.

La eventualidad de que se incrementen los riesgos en el mercado no solamente depende de factores exógenos, sino que éstos pueden generarse en el propio mercado. El incremento del riesgo genera aumento de la desconfianza en el mercado, lo que a su vez conlleva a la disminución respecto del número de inversionistas dispuestos a invertir en él.

Los intermediarios cumplen un rol fundamental en el mercado y como agentes económicos racionales están en su legítimo derecho de obtener ganancias con el desempeño de su trabajo. Sin embargo, no pueden desconocer que su negocio envuelve necesariamente el respeto a normas y principios sobre los que se sustenta el Mercado de Valores y específicamente en entender que el inversionista es su "negocio".

La desconfianza respecto de algunos intermediarios en el mercado puede generar un efecto rebote para aquellos intermediarios que sí cumplen su función apropiadamente. El lograr evadir tal riesgo es responsabilidad no sólo de la ley y de los organismos encargados de su supervisión y cumplimiento, es fundamentalmente responsabilidad de los propios intermediarios. Está en sus manos.

NORMAS DE ADECUACIÓN DE PATRIMONIO DE LOS AGENTES DE INTERMEDIACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES, COMPROMISO PERMANENTE DE LOS ACCIONISTAS

Carlos Castro Silvestre*

En el Perú la presencia de los agentes de intermediación se ha ido reduciendo con el transcurso del tiempo. Ello, plantea la integorrante de cuáles han sido las causas para que dicha reducción opere en el Mercado de Valores de nuestro país. Asimismo, surge la pregunta de cuántos agentes de intermediación deben existir para que el refido mercado funcione de manera adecuada.

En el presente artículo, el autor, sobre la base de la solidez patrimonial que los agentes de intermediación deben presentar, nos ofrece respuestas a las interrogantes antes planteadas. Así, nos demuestra que la pregunta no es cuántos agentes deben existir en el mercado sino cuáles están en capacidad de cumplir con las obligaciones que asuman en el ejercicio de sus actividades.

INTRODUCCIÓN

Una pregunta recurrente en el ambiente del Mercado de Valores peruano es "¿Cuántas sociedades agentes de bolsa deben existir?" De hecho, las personas que han sido consultadas con esta interrogante han ensayado diversas respuestas, algunas de ellas sustentadas en evaluaciones de índole estadística, otros más bien han exhibido argumentaciones ligadas a las ciencias económicas, pasando por analizar la oferta y la demanda por este tipo de servicios. Lo cierto es que la cantidad de agentes de intermediación que operan en Perú ha descendido de 51 a 23[1] en menos de tres años[2]. Esta contracción del 55% en la oferta de intermediarios es un hecho que no puede pasar inadvertido y tiene estrecha relación con las expectativas de desarrollo del Mercado de Valores peruano.

Para ubicarnos en el contexto de las principales bolsas de valores de Iberoamérica a fines del año pasado[3], sirve conocer que en la Bolsa de Valores de Montevideo operan 16 intermediarios y es la única que tiene menos agentes de intermediación que la plaza limeña, a la cual le siguen la Bolsa de Bogotá (con 31 intermediarios), la Bolsa Mexicana de Valores (32), la Bolsa de Valores de Quito (35), la Bolsa de Comercio de Santiago (37), la Bolsa de Valores de Madrid (43), la Bolsa de Valores de Caracas (63), la Bolsa de Valores de Sao Paulo (72) y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (162).

---

* Gerente de Intermediarios y Fondos de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV

1 Incluye el inicio de operaciones de una nueva sociedad agente de bolsa denominada Progreso SAB S.A.

2 Desde diciembre de 1996, fecha en que entra en vigencia la nueva Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo 861.

3 Ver: Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores. Anuario Estadístico 1999. Edición de la FIABV publicada por la Secretaría General. Buenos Aires, Argentina.

En promedio, de acuerdo a la FIABV el monto promedio negociado por agente de intermediación durante 1998 fue de US$ 256 millones en la plaza limeña. Esta situación dista mucho de lo registrado en la plaza bursátil mexicana (US$ 40,624 millones negociados en promedio por agente de intermediación), de Santiago (US$ 9,624 millones), Sao Paulo (US$ 1,986 millones), Bogotá (US$ 698 millones) y Buenos Aires (US$ 408 millones)[4].

Son diversas las causas por las cuales 29[5] agentes de intermediación han dejado de operar últimamente. Diez de ellos fueron sancionados por CONASEV con la revocación de sus respectivas autorizaciones de funcionamiento por la comisión de diversas infracciones muy graves o graves a las normas que los regían[6]. Otros doce solicitaron en conjunto la cancelación de sus respectivas autorizaciones[7], poco tiempo después de que entró en vigencia el nuevo Reglamento de Agentes de Intermediación[8]. Adicionalmente, seis sociedades agentes de bolsa solicitaron de manera individual y en distintas oportunidades la cancelación de sus autorizaciones[9]. El caso restante que completa la reducción de 29 agentes, fue absorbida en un proceso de fusión[10].

Son varias las causas por las cuales estos agentes de intermediación actualmente ya no operan, algunos solicitaron su cancelación, otros fueron sancionados por CONASEV por la comisión de infracciones graves o muy graves, otros dejaron de reunir requisitos básicos como el patrimonio neto mínimo, en otros incluso se encontraron indicios de la comisión de delitos que han motivado investigaciones en el ámbito judicial. Sin embargo, hay que destacar un factor común encontrado en varios de ellos, esto es, una débil situación financiera que comprometía la situación patrimonial de las empresas en marcha y representaba un riesgo potencial para los clientes de dichas empresas.

Así, en adición a las faltas que motivaron la revocación de las autorizaciones de funcionamiento de las diez sociedades agentes de bolsa mencionadas, en seis de ellas se evidenció que mantenían una deficitaria situación financiera que comprometía la solidez patrimonial de estas empresas. Del mismo modo, los doce agentes de intermediación que solicitaron la cancelación de sus autorizaciones, vendieron por US$ 500,000 cada uno sus certificados de participación de la Bolsa de Valores Lima y acciones representativas del capital social de Cavali ICLV S.A., que representaban en todos los casos su principal activo. Este dinero quedó como garantía para resarcir a los clientes que pudieran haber resultado afectados por la actuación de estos intermediarios. Luego de deducidos los importes pagados por concepto de resarcimientos, los intermediarios recibieron importes netos que en algunos casos fueron bastante reducidos, lo cual evidencia que antes de continuar en el negocio de intermediación éstos prefirieron una compensación económica[11]. En este mismo sentido, tres de las sociedades agentes de bolsa que solicitaron individualmente la cancelación de sus respectivas autorizaciones ya se encontraban suspendidas por no cumplir con las normas de adecuación de patrimonio contenidas en el reglamento mencionado. Por último, la fusión de sociedades agentes de bolsa expuesta obedeció a una necesidad de fortalecimiento patrimonial de las sociedades participantes de la fusión.

Es decir, por lo menos 22 de los 29 agentes de intermediación que han dejado de operar en el Mercado de Valores peruano en los últimos tres años no contaban con una adecuada situación financiera.

Entonces, no es importante indagar cuántas sociedades agentes de bolsa deben existir, pues este número es irrelevante y lo determinan las propias fuerzas del mercado. Lo que debe evitarse es la actuación de

---

4 Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores. Op. Cit.

5 Se retiraron 29 agentes de intermediación, pero la reducción neta fue de 28 agentes porque apareció una nueva sociedad como se comentó antes.

6 Se trata de las ex intermediarias Valores Rentables S.A. (revocada el 8 de setiembre de 1999), Argos S.A. (5 de abril de 1999), Abila & Calpe S.A. (16 de enero de 1998), T&J S.A. (11 de noviembre de 1997), Montalbetti S.A. (12 de agosto de 1999), Divisas y Valores S.A. (7 de julio de 1997), La Moneda S.A. (24 de marzo de 1997), El Alamo S.A. (24 de diciembre de 1996), Stock Market S.A. (24 de diciembre de 1996) y CD Casa de Bolsa e Inversiones S.A. (11 de diciembre de 1996).

7 Se trata de los ex agentes de intermediación 4-G S.A., Abaco S.A., Acciones y Valores S.A., Andino Capital Markets S.A., Alfredo Arbulú Crousillat, Finanzas y Valores S.A., Mario Callirgos Javier, Plusvalor S.A., Fortuna S.A., Los Andes S.A., Multivalores S.A. y Vademec Rosemberg S.A. A todos estos se les canceló sus respectivas autorizaciones de funcionamiento mediante Resolución CONASEV 052-98-EF/94.10 de fecha 24 de febrero de 1998.

8 El Reglamento de Agentes de Intermediación fue aprobado mediante Resolución CONASEV 843-97-EF/94.10, publicado el 27 de diciembre de 1997 en el diario oficial El Peruano.

9 Se trata de las ex sociedades agentes de bolsa denominadas Sudameris Perú S.A., (cancelada el 29 de octubre de 1999), G&B Helvetia S.A. (cancelada el 5 de julio de 1999), Ares S.A. (cancelada el 5 de julio de 1999), Corporación de Inversiones Latinoamericana S.A. (cancelada el 30 de julio de 1998), International Brokers S.A. (cancelada el 21 de enero de 1998) y Kenneth Berry S.A. (cancelada el 22 de julio de 1997).

10 Se trata de la ex sociedad agente de bolsa Helvetia S.A.

11 Puede revisarse la Resolución CONASEV 052-98-EF/94.10 de fecha 24 de febrero de 1998.

agentes de intermediación que no cuenten con el debido respaldo patrimonial para desempeñar sus funciones adecuadamente sin afectar la integridad del Mercado de Valores.

Una deficiente gestión de una empresa no ligada al sector financiero puede afectar a sus accionistas y demás personas relacionadas (posibles acreedores). Sin embargo, al contratar con una empresa que preste servicios financieros, sea dentro del ámbito del sistema financiero o del Mercado de Valores, debe tenerse en cuenta que es sumamente relevante conocer el respaldo patrimonial de la empresa con la cual se contrata. Una débil situación financiera del contratado puede afectar el patrimonio personal del contratante, el cual asume un mayor riesgo (en relación con contratar con un intermediario solvente) de recuperar sus ahorros depositados en una entidad financiera o de perder parte de sus inversiones por una deficiente gestión de un agente de intermediación.

La regulación del Mercado de Valores en el ámbito mundial procura concentrarse en mitigar el riesgo sistémico, en cautelar la integridad del mercado y en proteger al inversionista. Estos tres conceptos básicos abarcan un espectro sumamente amplio en las regulaciones de diversos países. Sin embargo, el propósito de este artículo es concentrarse en la regulación referente a la adecuación de patrimonio exigible a los agentes de intermediación en el Mercado de Valores.

Para que el Mercado de Valores se desarrolle eficientemente se requiere que los inversionistas confíen en un sistema de intermediación que les demuestre estabilidad y capacidad para efectuar sus transacciones con normalidad. Las reglas de adecuación de patrimonio de los agentes de intermediación caminan en este sentido y se constituyen en una herramienta fundamental para reducir el riesgo sistémico.

MARCO GLOBAL: ¿QUÉ DICEN LAS NORMAS DE OTROS PAÍSES?

Las normas de adecuación de patrimonio están presentes en la regulación de otros Mercados de Valores, sobre todo de aquéllos más desarrollados. Es importante precisar que a lo largo del artículo traducimos el vocablo inglés "*capital*" por el castellano "patrimonio" [12] porque lo que intentan expresar estas normas es la diferencia entre el valor de mercado de los activos y pasivos del intermediario. La clave está en identificar la porción del patrimonio del intermediario que puede traducirse rápidamente en efectivo para asumir las obligaciones que ha contraído con el mercado, sea por cuenta propia como por cuenta de sus clientes. Por tanto, para medir la capacidad de respuesta de un intermediario frente a los diferentes riesgos a los que está expuesto, los reguladores han establecido diversos criterios para analizar el patrimonio que resulte de valorizar sus activos y pasivos basándose en los precios vigentes en el mercado o *mark-to-market*. Es decir, se busca estimar el valor de realización del patrimonio del intermediario en el día de análisis.

El valor contable o valor en libros del capital del intermediario no es útil para medir su capacidad inmediata de respuesta frente a, por ejemplo, fluctuaciones en los precios bursátiles de los valores que componen su cartera, variaciones en las tasas de interés bancarias y el correspondiente efecto que esto tiene en el precio de los instrumentos de renta fija que posea, complicaciones de sus clientes para cumplir con el pago de préstamos concedidos por el intermediario, entre otros eventos que pueden afectar su capacidad de respuesta. Ante estas circunstancias, los principios de contabilidad generalmente aceptados permiten que las sociedades "castiguen" sus cuentas registradas a valores históricos basándose en criterios de prudencia a lo largo de un ejercicio o incluso a más largo plazo. Esto no ayuda a efectuar un análisis de riesgo mensurable diariamente y ello se necesita para poder afrontar los riesgos adecuadamente.

Por ejemplo, la United States Securities and Exchange Commission [13] (SEC) emitió en 1975 la regulación denominada *Net Capital Requirements for Brokers or Dealers* [14] (SEC *Rule* 15c3-1). Allí se establece que todo agente de intermediación deberá tener en todo momento un patrimonio neto [15] superior al mayor requisito mínimo que le sea aplicable de acuerdo a los parámetros allí establecidos. Para el cálculo diario del requisito mínimo estos parámetros establecen que al patrimonio neto del intermediario se le deduce el valor de los activos ilíquidos (tales como edificios y mobiliario), así como valores que no pueden ser

[12] Ver: SAUNDERS, Anthony. "*Financial Institutions Management. A Modern Perspective*". Irwin McGraw-Hill. *Second Edition*, 1997. p. 394 - 401.

[13] La SEC es el regulador federal del Mercado de Valores en Estados Unidos de Norteamérica. Visitar www.sec.gov

[14] Puede encontrase la versión completa de esta norma en *National Association of Securities Dealers, Inc. Manual*. julio 1996. p. 8091-8216. También en el sitio Web de la SEC (ver nota 13).

[15] Este término "patrimonio neto" sí corresponde al concepto inglés de "*net worth*".

ofrecidos o vendidos en un mercado público. Obviamente, se extraen de la porción computable del patrimonio estos activos líquidos porque no pueden ser convertidos en efectivo inmediatamente. Del mismo modo, a fin de acercar el patrimonio del intermediario a su valor de mercado, a su patrimonio neto también se le deducen ciertos porcentajes (conocidos como *hair-cuts*) del valor de la posición en cartera que tenga el agente en valores o *commodities*. Estos *hair-cuts* resultan de multiplicar el valor de mercado de dichos valores por tasas previamente definidas por cada tipo o clase de instrumento, para protegerse del riesgo de mercado, riesgo de crédito o cualquier otro riesgo inherente a cada posición particular. Luego de la aplicación de los *hair-cuts* se obtiene un valor de mercado del patrimonio del intermediario, el cual debe ser suficiente para atender todas las obligaciones contraidas con sus clientes y el mercado, incluso si el intermediario tuviera que liquidarse.

Cabe anotar que además de las normas sobre patrimonio neto de la SEC, los intermediarios constituidos en Estados Unidos bajo la sección 20 de la 1933 *Glass-Steagall Act*[16], por ejemplo agentes subsidiarios de *holdings* bancarias, deben cumplir con otros niveles de patrimonio y procedimientos establecidos por el *Federal Reserve System* (FRS) para la aprobación de niveles de patrimonio para compañías miembros de una *holding* creada al amparo de la sección 20 mencionada. La 1933 *Glass-Steagall Act* es uno de los pilares de la legislación bancaria en Estados Unidos que dividió el negocio de la banca de inversión del de la banca comercial. Sin embargo, deja abierta la posibilidad para permitir a la *Federal Reserve* dejar que los bancos ingresen al negocio del Mercado de Valores en una forma limitada.

La *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO)[17] ha emitido diversos documentos al respecto. Cabe señalar que la IOSCO agrupa como miembros ordinarios a reguladores en mercados de valores de cerca de cien países y entre sus principales objetivos están los de cooperar en la promoción de elevados estándares de regulación para mantener mercados justos, eficientes y estables, así como reunir esfuerzos para una efectiva supervisión de las transacciones internacionales con valores.

La IOSCO aprobó en junio de 1989 el documento denominado *Capital Adequacy Standards for Securities Firms*[18]. El Comité Técnico que elaboró dicho documento concluyó en resumen lo siguiente:

(1) Que era necesario contar con un marco conceptual común sobre los requerimientos de patrimonio para los agentes de intermediación.

(2) Que este marco debe procurar que la liquidez y solvencia debe ser cubierta por un estándar que provea al agente de intermediación de los activos líquidos suficientes para enfrentar las obligaciones que asume frente al mercado. Debe también comprender la actualización permanente a precios de mercado de las posiciones de los intermediarios en valores u otras inversiones. Esto permite que los agentes puedan provisionar pérdidas y que muestren la situación real de la sociedad. Del mismo modo, deben establecerse indicadores que muestren el control de los diversos riesgos a que está expuesto el agente, como volatilidad del precio de los valores que componen su cartera, concentración en ciertos valores, riesgos de liquidación. Debe lograse que el patrimonio del intermediario exceda la suma del valor de la cobertura de los riesgos mencionados.

(3) En algunos casos, considerar dentro de este concepto de patrimonio del agente, financiamientos como deudas subordinadas[19] que se adicionen al capital compuesto por activos propios.

(4) Establecer requisitos de patrimonio mínimo, procurando que las empresas que pretendan desarrollar actividades de intermediación en el Mercado de Valores demuestren un adecuado nivel de compromiso con el negocio. Sin embargo, el documento aclara que este monto de patrimonio mínimo no debe ser tan alto que afecte la competencia en este tipo de negocio limitando su acceso.

---

[16] Puede profundizarse este tema visitando *"Understanding How Glass-Steagall Act Impacts Investment Banking and the Role of Commercial Banks"* en www.cftech.com./BrainBank/SPECIALREPORTS/GlassSteagall.html (visitada el 25 de noviembre de 1999).

[17] Visitar www.iosco.org/

[18] Regulaciones similares sobre requerimientos de patrimonio pueden revisarse en las siguientes legislaciones: Formato 9 del Reglamento de la *Securities Act* (Ontario – Canadá); *Securities Act* 1983 de Malasia; artículo 15 del Real Decreto 276/1989 de España; Circular 10-85 de la Comisión Nacional de Valores de México; Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores de Colombia; y, artículo 29 de la Ley 18.045 y la Norma de Carácter General 18 de la Superintendencia de Valores y Seguros, ambas de Chile.

[19] El Reglamento de Agentes de Intermediación define en su artículo 1 inciso b) a la deuda subordinada como el préstamo cuyo pago se ha pactado a un plazo de por lo menos dos años, que ha sido totalmente recibido, y que no puede ser pagado antes de su vencimiento sin la previa autorización de CONASEV. Esta obligación contraída por el agente de intermediación otorga a sus acreedores un derecho de prelación de pago sólo superior al de sus accionistas en caso de liquidación.

(5) Los requisitos de patrimonio deben ser reforzados con adecuados sistemas de archivo de registros, información hacia el regulador y clientes, y programas de inspecciones.

Es necesario ahondar en esto último. Las inspecciones a los intermediarios por parte de los reguladores, un completo sistema de archivos y registros, así como una adecuada información, ayudan a que el regulador pueda ejercer una presión permanente sobre el intermediario para que acorte las brechas que pudieran presentarse entre el valor en libros de sus activos y pasivos y el valor de mercado de éstos. El mercado también puede presionar para reducir esta brecha, y debería estar interesado en hacerlo, pues la información financiera de los intermediarios es pública.

El avance experimentado a inicios de los noventa en las transacciones con productos derivados por parte de los intermediarios de mercados desarrollados obligó a éstos a implementar métodos de análisis, control y reporte del riesgo de sus operaciones, de una manera consistente y confiable. En la medida que estas operaciones, más sofisticadas que las que regularmente se venían efectuando, representaban un riesgo mayor para el agente y sus clientes, los intermediarios se volcaron a utilizar metodologías estadísticas de cálculo de riesgos, usando teorías de opciones y portafolio y, en particular, utilizando modelos *Value at Risk*[20] (VaR). Estos modelos buscan estimar con cierto grado de certeza la máxima pérdida que un intermediario podría sufrir ante condiciones de mercado adversas, a fin de aplicar castigos más precisos. Sin embargo, el incremento en el uso de estas técnicas reflejaba una realidad del mercado que hacía impostergable que los reguladores bancarios y del Mercado de Valores reconocieran con fines regulatorios la utilidad de los datos arrojados por estos modelos VaR.

Es en este contexto que, ante una iniciativa de *The Basle Committee on Banking Supervision* (*Basle Committee*), en julio de 1995 el Comité Técnico de IOSCO emitió el reporte titulado *The Implications for Securities Regulators of the Increased Use of Value at Risk Models by Securities Firms*, mediante el cual se incorpora el uso de los modelos VaR para la medición de los requerimientos de patrimonio a los intermediarios.

Es importante anotar aquí que el uso de este tipo de modelos ya era reconocido dentro de los lineamientos de la 1993 *European Union's Capital Adequacy Directive*, de tal manera que a partir de enero de 1996 los bancos e intermediarios de la Comunidad Económica Europea ya podían usar sus modelos internos de medición de riesgo para calcular sus requisitos de patrimonio.

Del mismo modo, también en julio de 1995, el *Tripartite Group of Bank, Securities and Insurance Regulators* emitió el reporte denominado *The Supervision of Financial Conglomerates* con participación de IOSCO, *The Basle Committe* y la *International Association of Insurance Supervisors* (IAIS). El objetivo de este documento es aproximarse a una supervisión conjunta de los distintos tipos de empresas a cargo de estos reguladores, procurando que indistintamente cada regulador revise los requerimientos de patrimonio de cada uno de sus supervisados desde un punto de vista individual, y que se busque determinar mediante una supervisión conjunta si el grupo de supervisados vistos de manera consolidada tiene un adecuado nivel de patrimonio.

No está de más comentar que para combatir eficientemente el riesgo sistémico de las empresas que participan en los mercados bancarios, de valores y de seguros, es más importante analizar de manera agregada el patrimonio disponible de un conglomerado interdependiente de este tipo de empresas por los efectos cruzados que pueden tener en ellas complicaciones de pago por parte de sus clientes deudores, movimientos en las tasas de interés, oscilaciones de las cotizaciones bursátiles de los valores que mantienen en sus activos, entre otros.

Adicionalmente, en setiembre de 1998 la IOSCO aprobó el documento titulado *Objectives and Principles of Securities Regulation*, donde se establecen treinta principios de regulación del Mercado de Valores que persiguen tres objetivos básicos:

(1) Proteger al inversionista.

(2) Asegurarse que los mercados sean justos, eficientes y transparentes.

(3) Reducir el riesgo sistémico. El Principio 21 de este documento establece que la regulación debe establecer estándares mínimos de entrada a los agentes de intermediación. Del mismo modo, el Principio 22 establece que a los agentes se les debe exigir un patrimonio mínimo inicial y un patrimonio mínimo para la empresa en marcha, además de otros requisitos de prudencia.

[20] Valor en Riesgo.

Entonces, es relevante que las regulaciones de los mercados de valores establezcan barreras de entrada, traducidas en requisitos mínimos de los montos de capital y patrimonio, para constituir empresas que se dediquen a la intermediación de valores. Esto representa un compromiso inicial de los accionistas u organizadores en este mercado. Pero las normas de adecuación de patrimonio le exigen al intermediario contar siempre con un patrimonio líquido suficiente para atender diariamente sus obligaciones, para lo cual los accionistas deberán efectuar en el transcurso del tiempo los aportes necesarios si quieren continuar en este tipo de negocio. Es decir, se requiere un compromiso permanente de los accionistas para mantenerse en el negocio de intermediación en el Mercado de Valores.

Es evidente que gracias al desarrollo de la tecnología, actualmente, las transacciones en los mercados de valores trascienden las fronteras geográficas y provocan una inevitable interrelación entre el comportamiento de los distintos mercados. No resulta extraño que un inversionista relativamente cauto antes de invertir en la Bolsa de Nueva York (NYSE) o en *The Nasdaq Stock Market*[21] además de estudiar los fundamentos de las compañías u otros indicadores, probablemente revise qué está pasando en los mercados de Tokyo, Londres, Alemania, París, Suiza, Amsterdam, Italia o Toronto[22]. Adicionalmente, si quiere invertir en América Latina mirará a México, Santiago, Sao Paulo, Buenos Aires, e incluso, Río de Janeiro o Lima.

Es decir, el concepto de riesgo sistémico tiene un alcance regional e incluso global. Está de más comentar cómo una crisis rusa, asiática o cualquier otra, tiene efectos a escala mundial. Por tanto, para una adecuada protección a los inversionistas y agentes, así como para la estabilidad de los mercados, los reguladores de los países que conforman este mercado global deben emitir un marco regulatorio similar entre ellos, que no les genere costos adicionales de implementación o de estudio a los intermediarios. En este sentido, el reto pendiente en la legislación internacional sobre requerimientos de patrimonio a los agentes de intermediación en el Mercado de Valores es la estandarización[23] de los niveles exigidos a cada intermediario en función al tipo de operaciones que realice. La IOSCO, la *Basle Committee* y la Comunidad Económica Europea están haciendo importantes esfuerzos en esta línea[24].

PERÚ: ¿QUÉ DICE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES Y EL REGLAMENTO DE AGENTES DE INTERMEDIACIÓN?

La regulación peruana sobre requerimientos de patrimonio a los agentes de intermediación en el Mercado de Valores recoge los Principios de la IOSCO, y está comprendida en la Ley del Mercado de Valores y en el Reglamento de Agentes de Intermediación.

Un marco general sobre este tema es establecido en el artículo 172 de la Ley del Mercado de Valores, donde se dispone que los agentes de intermediación deben cumplir con los márgenes de endeudamiento y otras condiciones de liquidez y solvencia patrimonial mínimas que CONASEV señale con relación al tipo de operaciones, el plazo, la cuantía o a la naturaleza de los instrumentos negociados y a la clase de intermediarios. Esta disposición representa las condiciones permanentes que debe exhibir un agente de intermediación para permanecer en el negocio.

Del mismo modo, la Ley del Mercado de Valores establece unas condiciones mínimas de acceso al negocio de intermediación. Así, en el artículo 189 regula que el capital mínimo requerido para las sociedades agentes de bolsa es de S/. 750 000,00[25], íntegramente aportado y pagado en efectivo. Dicho capital debe estar totalmente pagado desde el momento de iniciar sus operaciones. Añade que el patrimonio neto de las sociedades agentes de bolsa no puede ser inferior al capital mínimo y que el déficit de patrimonio en que se incurra debe ser cubierto dentro de los treinta días siguientes de su constatación por parte de CONASEV. Cabe hacer la salvedad, que estos importes de capital y patrimonio neto se refieren a los registrados en los estados financieros de los intermediarios. Es decir, se refieren a los valores en libros o valores contables de estos conceptos.

Como complemento a estas disposiciones, el Reglamento de Agentes de Intermediación introduce los

[21] Nasdaq inició operaciones el 8 de febrero de 1971 en un sistema electrónico de negociación denominado *National Association of Securities Dealers Automated Quotation*. En 1990 cambió formalmente de nombre a *The Nasdaq Stock Market*. En 1998 la *National Association of Securities Dealers* (NASD) se fusionó con *The American Stock Exchange* (Amex) creándose *The Nasdaq-Amex Market Group*. Visitar www.nasdaq.com/about/timeline.stm

[22] Estas bolsas de valores fueron las diez más grandes a escala mundial durante 1998, ordenadas por sus respectivas capitalizaciones bursátiles.

[23] Ver: *United States General Accounting Office (GAO). Securities Markets. Challenges to Harmonizing International Capital Standards Remain. Report to Congressional Committees.* marzo 1992.

[24] Ver: *The Regulation of Non-Financial Institutions. The United States, The European Union, and Other Countries.* Editado por Abjali Kumar; con la colaboración de Terry Chuppe y Paula Perttunen. World Bank Discussion Paper 362. junio 1997.

[25] De conformidad a la Primera Disposición Final de la Ley del Mercado de Valores, esta cifra es de S/. 923 484,00 para el ejercicio 1999.

conceptos de valor de mercado del patrimonio del agente de intermediación, con la finalidad de contar con una herramienta más útil para determinar el grado de exposición al riesgo que enfrenta un intermediario en sus actividades. De esta manera, el agente o el regulador podrá reaccionar más oportunamente en la defensa de los intereses de los clientes y el mercado. El artículo 41 del Reglamento de Agentes de Intermediación introduce el concepto de las normas de adecuación de patrimonio con el objeto de cautelar que los agentes de intermediación mantengan adecuados niveles de solvencia y liquidez, que les permitan afrontar los riesgos derivados de su exposición a la volatilidad de precios de los valores que conforman sus tenencias. También buscan establecer apropiados niveles de endeudamiento asumidos por la sociedad agente de bolsa en sus operaciones por cuenta propia, así como determinar una medida prudente de los compromisos que pueda asumir la sociedad agente frente al mercado por las operaciones que realice por cuenta de sus clientes.

En este orden de ideas, se define el Indicador de Liquidez y Solvencia en el artículo 42 del Reglamento de Agentes de Intermediación, el cual resulta de dividir el patrimonio líquido de la sociedad agente de bolsa, entre la suma del importe total de sus tenencias ponderadas por riesgo más las posiciones descubiertas del agente y de cada cliente por concepto de operaciones de reporte, mutuo de valores, mutuo de dinero, doble contado plazo, ventas descubiertas y otras que signifiquen responsabilidad para la sociedad agente de bolsa. Este Indicador deberá ser, en todo momento, igual o superior a uno. Esto es,

$$IL\&S = \frac{PL}{TPR + PD} \approx 1$$

Donde :
IL&S: Indicador de Liquidez y Solvencia
PL: Patrimonio Líquido
TPR: Tenencia Ponderada por Riesgo
PD: Posiciones Descubiertas e Incumplimientos

Por su parte, el artículo 43 del Reglamento de Agentes de Intermediación define el patrimonio líquido del agente de intermediación como aquél constituido por los recursos de mayor liquidez que dispone cada sociedad agente. Es decir, toma en cuenta sólo aquellos activos del intermediario que podrían convertirse rápidamente en efectivo. Este patrimonio líquido se obtiene sumándo la deuda subordinada al patrimonio neto (contable) de la sociedad, al cual se le deducen los siguientes conceptos:

(a) las cuentas por cobrar comerciales cuyo vencimiento haya ocurrido con una antigüedad mayor a treinta días;

(b) los préstamos y otras cuentas por cobrar cuyo vencimiento haya ocurrido con una antigüedad mayor a treinta días;

(c) los préstamos y adelantos a empresas vinculadas, accionistas, gerentes y directores;

(d) el Certificado de Participación emitido por las bolsas de valores, así como las acciones representativas del capital social emitidas por las Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores;

(e) los activos fijos netos;

(f) los activos intangibles netos; y,

(g) los gastos pagados por anticipado.

Como puede observarse, las deducciones obedecen a que todos estos activos son difícilmente realizables en efectivo en un plazo inmediato y no deben computarse dentro del respaldo patrimonial que un agente de intermediación podría tener en el día.

Del mismo modo, el artículo 44 del Reglamento de Agentes de Intermediación establece que la porción computable de deuda subordinada en el Patrimonio Líquido será hasta por un máximo de dos veces el patrimonio neto, con exclusión de los activos fijos e intangibles.

Entonces, el Patrimonio Líquido de la sociedad agente de bolsa está conformado por los activos de propiedad de la sociedad agente de más rápida realización para hacer frente a sus obligaciones frente al mercado, derivadas de las fluctuaciones de precios en el Mercado de Valores o del incumplimiento por parte de sus clientes.

Por otra parte, a fin de acercar el valor en libros de los activos que representan las inversiones en la cartera del intermediario a sus respectivos precios de mercado o de realización, el artículo 45 del Reglamento de Agentes de Intermediación define la Tenencia Ponderada por Riesgo. Ésta resulta de multiplicar diariamente el importe de los valores mantenidos en la cuenta propia de la sociedad agente de bolsa por los factores señalados en los artículos del 51 al 54 de la misma

norma, por cada tipo o clase de valor, teniendo en cuenta los criterios establecidos desde el artículo 47. Estos castigos representan los *hair-cuts* anteriormente comentados. El concepto de valores mantenidos en la cuenta propia de una sociedad agente incluye los siguientes:

(a) los valores adquiridos por la sociedad, libres de gravamen;

(b) los valores de propiedad de la sociedad, entregados como principal y/o margen de garantía en operaciones de reporte, mutuo de valores y/o mutuo de dinero, y otros afectados en garantía;

(c) los valores recibidos por la sociedad agente de bolsa mutuataria en el caso de operaciones de mutuo de valores; y,

(d) los valores de las operaciones de compra de los clientes que no hayan sido canceladas en el día anterior a su liquidación, en la respectiva Institución de Compensación y Liquidación.

Otro concepto importante en la determinación del Indicador de Liquidez y Solvencia es el de Posición Descubierta, entendido como el déficit que se genere entre el monto de las obligaciones contraidas por la sociedad en virtud de sus operaciones y las garantías que les son exigibles, por efecto de una reducción en la cotización de los valores que las componen. Se incluyen así mismo los importes no pagados al vencimiento de estas operaciones.

Por tanto, el Indicador de Liquidez y Solvencia permite conocer diariamente la capacidad de una sociedad agente de bolsa para afrontar sus obligaciones con el mercado, del día o del día siguiente. Establece una relación prudente entre su patrimonio inmediatamente disponible y el riesgo al que está expuesto, midiendo permanentemente sus recursos propios de mayor disponibilidad, con los riesgos de mercado y de contraparte a que se expone por su actividad de intermediación.

Es importante anotar que el artículo 46 del Reglamento de Agentes de Intermediación obliga a que toda insuficiencia en el Patrimonio Líquido de un agente de intermediación respecto del importe total de su Tenencia Ponderada por Riesgo deberá ser comunicada por éste a CONASEV y a la Bolsa respectiva dentro de las 24 horas siguientes de haberse producido. El agente de intermediación deberá revertir dicha insuficiencia dentro de los dos días siguientes de realizada la comunicación mencionada en el párrafo precedente. Si al tercer día persiste la insuficiencia, CONASEV suspenderá su autorización de funcionamiento como sociedad agente bolsa.

Esta disposición es sumamente útil para evitar que una sociedad agente de bolsa con déficit en su Patrimonio Líquido pueda asumir más obligaciones frente al mercado, cuando ya se ha determinado que ni siquiera cuenta con la liquidez suficiente para asumir las obligaciones que ya tiene. Desde que entró en vigencia este Indicador de Liquidez y Solvencia (octubre de 1998), las sociedades que han sido suspendidas[26] en virtud de lo establecido en el mencionado artículo 46 del Reglamento de Agentes de Intermediación, son aquéllas que adolecían de la liquidez suficiente, tanto así que nunca estuvieron en condiciones de reiniciar operaciones.

De otro lado, dentro del concepto de Límites Operacionales, el artículo 55 del Reglamento de Agentes de Intermediación establece un Límite por Actividad. Éste considera que la suma del importe total de operaciones pendientes de vencimiento intermediadas por cada agente de intermediación, por concepto de operaciones de reporte, mutuo de valores, mutuo de dinero, doble contado plazo y otras que signifiquen responsabilidad para el agente en caso de incumplimiento, más el importe total de las operaciones de este tipo pendientes de vencimiento, que hayan sido efectuadas por empresas vinculadas al agente de intermediación por medio de otros agentes, no podrán superar en ningún momento, diez veces el patrimonio neto del agente de intermediación.

Este Límite por Actividad entró en vigencia el 16 de marzo de 1998 y ha jugado un rol fundamental en la reducción del riesgo sistémico del Mercado de Valores. Para una correcta medición de este Límite, la revisión de la información financiera del agente de intermediación, vía visitas de inspección, juega un rol fundamental en el control de los riesgos, uno de los Principios de la IOSCO ya comentado. Esto se debe a que este Límite resulta de comparar las obligaciones del agente, sus vinculados y clientes, frente a su patrimonio neto contablemente registrado. En este

[26] Hasta la fecha han sido suspendidas por este concepto los ex intermediarios Argos S.A., Ares S.A., G&B Helvetia S.A., Valores Rentables S.A. En adición a los problemas de déficit en sus respectivos patrimonios líquidos, tanto Argos S.A. como Valores Rentables S.A. cometieron infracciones muy graves a las normas del Mercado de Valores por lo que fueron sancionadas por CONASEV con la revocación de sus respectivas autorizaciones de funcionamiento.

sentido, en la medida que la información financiera podría incluir ciertos activos o pasivos inadecuadamente sustentados, el patrimonio neto informado puede no reflejar de manera real la situación del intermediario, y aparentaría estar expuesto a un menor riesgo por su actividad.

No hay que olvidar que el artículo 66 del Reglamento de Agentes de Intermediación obliga a los agentes de intermediación a presentar a CONASEV un Informe Adicional de Auditoría conjuntamente con la información financiera auditada a que se refiere el artículo 65 del mismo Reglamento. En el Informe Adicional debe opinarse, entre otros, sobre el cumplimiento por parte del agente de intermediación de los requerimientos mínimos de capital y patrimonio neto, así como la observancia y razonabilidad del Indicador de Liquidez y Solvencia y del Límite por Actividad. Del mismo modo, el artículo 67 del Reglamento de Agentes de Intermediación establece que los agentes de intermediación deben remitir a CONASEV, en forma mensual, un detalle respecto del cumplimiento de los niveles de capital y patrimonio neto, del cumplimiento del Indicador de Liquidez y Solvencia, así como del Límite por Actividad.

CONCLUSIÓN

Hay mucho camino por recorrer en el Mercado de Valores peruano, pero un requisito fundamental para aspirar a un desarrollo sostenido es contar con agentes de intermediación que cuenten con el respaldo patrimonial suficiente para brindar confianza y estabilidad a los inversionistas. No importa la cantidad de intermediarios que sean. La legislación peruana sobre requerimientos de patrimonio recoge en gran medida lo establecido en la regulación de otros países, aunque el dinamismo y sofisticación permanente de las transacciones bursátiles obliga a una revisión periódica de los parámetros allí establecidos.

ESTUDIO LINARES ABOGADOS

S.CIV.R.L.

Av. Paseo de la República 291 Of. 502 Lima 1
Teléfonos: 427-0272 / 428-1812 / 426-1324
e-mail: titus@amauta.rcp.net.pe

Av. Jorge Basadre 489 Of. 807 Lima 27
Teléfonos: 442-3108 / 421-2674 / 997-7487
e-mail: dlinares@amauta.rcp.net.pe

FERNANDEZ, HERAUD & SANCHEZ ABOGADOS

San Ignacio de Loyola 150, Miraflores, Lima - Perú
Teléfono: 242-6327 Fax 447-0520
e-mail: fhs@chavin.rcp.net.pe

LA OFERTA PÚBLICA PRIMARIA DE VALORES

Ezio Piaggio Torre Tagle*

La Oferta Pública Primaria de Valores tiene como objetivo obtener dinero de los potenciales inversionistas, a fin de inyectarlo a favor de la empresa emisora de dichos valores, ya sea para capitalizar a la misma, para incursionar en nuevos proyectos o para sustituir a otros pasivos que sean más onerosos para ésta. En efecto, una oferta pública primaria puede sustituir a la intermediación financiera tradicional, poniendo a disposición de terceros, valores emitidos por sociedades, pero basando sus beneficios en proyecciones futuras, tales como expectativas de venta, flujos de caja o planteamientos estratégicos.

En el presente artículo, Ezio Piaggio Torre Tagle, realiza una detallada explicación del funcionamiento de la oferta pública primaria tomando como base el Acta de Valores de E.E.U.U. de 1933, sobre la cual se sustenta nuestra legislación respecto del tema. Pone especial énfasis en el Principio de Transparencia que debe regir el Prospecto Informativo de Registro y la responsabilidad de los que participan en la elaboración del mismo. Asimismo, explica el funcionamiento de la Defensa por Debida Investigación que asiste a todo aquel a quien se le puede imputar responsabilidad por la inclusión de información incorrecta o imprecisa en la solicitud de registro del valor a ofertarse por medio de una oferta pública primaria.

1. CONSIDERACIONES GENERALES

La Oferta Pública Primaria de Valores (OPP) es una de las actividades que las legislaciones del Mercado de Valores del Mundo se ocupan de regular y legislar de manera precisa y cuidadosa. Esta precisión y cuidado lleva a que los legisladores y entidades reguladoras se ocupen de este tema de una manera multidiciplinaria, es decir sobre la base de diferentes especialidades profesionales, tales como la económica, la legal, y la contable. A nuestro entender, el motivo principal que mueve a los legisladores a legislar dicha actividad, lo constituye el hecho de que en las OPP está de por medio dinero de terceros, ajenos a aquellos que emiten, suscriben transitoriamente, o colocan valores que salen al mercado por primera vez. Como se puede apreciar, una OPP constituye una alternativa respecto de la intermediación financiera tradicional.

En efecto, una OPP es poner a disposición del público en general, valores mobiliarios que se emiten por primera vez, a cambio de dinero, lo cual se lleva a cabo a iniciativa de la voluntad societaria de una determinada persona jurídica, cuyos órganos competentes se encargarán de determinar las principales características de los mismos, tales como su naturaleza jurídica, plazos, tasas de interés y garantías de ser el caso, etc. Esta OPP o emisión primaria se regulará, tal como lo trataremos más adelante, por un contrato de emisión, o el estatuto de la sociedad, dependiendo si se emiten acciones u obligaciones.

En ese orden de ideas, queda claro que una OPP es poner a disposición de terceros, valores emitidos por sociedades, pero que a diferencia de una oferta de

* Abogado. Magister en Leyes en la Especialidad de Asesoría Legal para Negocios Internacionales. American University, Washington DC. Graduado en la Unversidad de Lima, Lima.

cualquier otro bien, sus beneficios están basados en proyecciones futuras tales como expectativas de ventas, flujos de caja, o planeamientos estratégicos.

Pero la voluntad societaria referida anteriormente no será suficiente para realizar una OPP, pues se requiere que esté acompañada de determinados requisitos de información que se debe poner a disposición del público al que están dirigidos los valores materia de la OPP. Señalan Fox, Hillman & Langevoort, en su libro sobre Regulación del Mercado de Valores[1]: "Las Leyes del Mercado de Valores existen debido a la particular necesidad de información que requieren los inversionistas".

Así, queda claro que las normas del Mercado de Valores, y en especial aquellas que regulan las OPP, protegen jurídicamente el derecho de los inversionistas a saber qué es lo que se les está ofreciendo, y por ende qué es lo que van a adquirir, así como los riesgos inherentes a los bienes ofertados.

A lo largo de este artículo se notará como el Principio de Transparencia o de *Full Disclosure*, como se denomina en idioma Inglés, es el principio medular que rige las OPP, y el Mercado de Valores en general, pues como tácitamente lo permiten las normas de dicha especialidad, no interesa qué es lo que se pretende vender; sino que se diga y se estipule fehacientemente qué es lo que en realidad se vende, y cuáles son los riegos para los adquirentes de los valores materia de una OPP. Tan cierta es la referida tácita permisibilidad, que en otros países del mundo existen bonos de alto riesgo denominados bonos basura.

Cabe destacar que la Ley del Mercado de Valores (LMV) vigente, establece en su artículo 53: "Es Oferta Pública Primaria de Valores, la Oferta Pública de Nuevos Valores que efectúan las personas jurídicas".

Como se puede apreciar, la característica fundamental de una OPP, para nuestra legislación es la creación de nuevos valores, es decir, dar existencia a éstos por primera vez, y que sean emitidos por entidades con personería jurídica.

En cuanto al objetivo de una OPP, se debe destacar que ésta sirve para obtener dinero de los potenciales inversionistas, a fin de inyectarlo a favor de la empresa emisora de los valores, sea para capitalizar a la misma, para incursionar en nuevos proyectos, o sustituir otros pasivos que sean más onerosos para ésta. Como se puede observar, una OPP puede sustituir a la intermediación financiera tradicional, es decir al mutuo de dinero obtenido de los bancos.

Antes de entrar a analizar las OPP, es conveniente referirnos previamente a la definición que la misma LMV tiene para el término Oferta Pública en general.

El artículo 4 de la LMV estipula que: "Es oferta pública de valores mobiliarios, la invitación adecuadamente difundida, que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general o a determinado segmento de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores."

En contraste, consideramos importante definir lo que es una oferta secundaria y una oferta privada de valores, para que así el lector pueda tomar nota de las diferencias existentes entre las OPP y aquellas mencionadas en este párrafo. Para ello nos serviremos de las definiciones comprendidas en la LMV vigente.

Conforme al artículo 5 de la LMV, las ofertas serán privadas cuando no estén comprendidas dentro de la definición de OPP dispuesta por la misma ley, y cuando, sin utilizar medios masivos de difusión: (i) se dirige la oferta a inversionistas institucionales, es decir especializados, sin que éstos puedan transferir dichos valores a terceros durante un plazo de 12 meses contados desde su adquisición, salvo que los tome otro inversionista de las mismas características o se inscriba el valor en el Registro del Mercado de Valores; y, (ii) se coloquen valores mobiliarios cuyo valor nominal o de colocación unitario, (teóricamente el valor de colocación puede ser igual, por debajo o por encima del valor nominal), sea igual o superior a S/. 250,000.00, en cuyo caso los valores no podrán ser transferidos por el adquirente original a terceros con valores nominales o precios de colocación inferiores.

Como se desprende de la definición anterior, las características que definen una oferta privada son: (i) no se utilizan medios masivos de difusión; y, (ii) el valor nominal o de colocación de los valores.

Cox, Hillman y Lagevoort al respecto dicen: "Una colocación privada es la venta directa de valores mobiliarios a favor de un número limitado de renombrados inversionistas - podrá ser uno solo -, por lo general compañías de seguros, y fondos de pensiones. Los términos de la oferta son negociados directamente con los compradores o inversionistas, lo que elimina la actuación de agentes aseguradores o *underwriters.*"[2]

[1] Fox, Hillman & Langevoort: *"Securties Regulations-Cases and Materials"*. Little Brown & Co.p. 1
[2] Cox Hillman & Langevoort, Op. Cit.p.1.

Por lo general, este tipo de oferta se lleva a cabo cuando el público objetivo de la oferta se reduce a un universo muy concreto y cuando la cantidad de valores a ofertarse no es significativa.

Por otro lado, tenemos la definición que el artículo 64 de la misma LMV le otorga a las ofertas secundarias. Dice la norma que serán Ofertas Públicas Secundarias aquellas que se efectúan sobre la base de transferencias de valores previamente emitidos y colocados, es decir, respecto de valores que ya existen en el mercado.

Dada la participación de distintos agentes en las OPP, consideramos oportuno explicar brevemente cuál es el rol de cada uno y cuál es la mecánica en este tipo de oferta.

En primer lugar, debe existir una sociedad que esté dispuesta a emitir o colocar valores, debido a que sus accionistas o la misma sociedad desean captar dinero del mercado según sea el caso.

Por lo general, este potencial emisor contactará a un banco de inversión, quien será referido más adelante como el agente estructurador, a fin de que le diseñe la operación, es decir, que precise la naturaleza de los valores a colocarse, determine la tasa de interés más conveniente si se trata de obligaciones, participe de la redacción del prospecto informativo y sugiera la mejor manera de colocarlos o venderlos a los inversionistas.

Asimismo, podrá o no intervenir un agente asegurador o *underwriter*, quien podrá suscribir un contrato de adquisición transitoria con la sociedad emisora de los valores a ofertarse, con la finalidad de adquirir del emisor, a un precio con descuento, los valores materia de la OPP, para venderlos a ese mismo precio más una ganancia o *spread*. La intervención de estos especialistas garantiza de cierta forma la obtención de recursos a favor de la empresa emisora de los valores, sin perjuicio del prestigio que le dan a la emisión.

Por último, tendremos la intervención del agente colocador o *broker*, quien conforme a nuestra legislación deberá ser una sociedad intermediaria de valores debidamente autorizada para ello, quien se encargará de efectuar la venta directa de los valores que sean ofertados a través de una OPP.

Cabe señalar que conforme al artículo 50 de la LMV las OPP se deben realizar a través de agentes de intermediación, a excepción de los instrumentos de corto plazo, o cuando se autorice por medio de Decreto Supremo refrendado por el Ministro de Economía y Finanzas en casos de transacciones realizadas por inversionistas institucionales.

Resulta interesante mencionar como es que la legislación de los EE.UU., se ocupa del tema.

La Sección 5 del Acta de Valores 1933 de los EE.UU., estipula en un lenguaje *contrario sensu* cuáles son los requisitos básicos a fin que se pueda llevar a cabo una OPP.

En efecto, dicha norma señala lo que está prohibido hacer, a nivel federal, con relación al ofrecimiento público de valores mobiliarios, a menos que se hayan cumplido con determinados supuestos incluidos en la referida Sección.

Así, la referida Sección 5 del acta de Valores de los EE.UU. señala que, a menos que se haya registrado una valor mobiliario, será ilegal para cualquier persona directa o indirectamente, utilizar cualquier método de transporte o comunicación interestatal, incluido el correo, para vender valores mobiliarios a través de un prospecto o cualquier documento similar, o llevar consigo los valores para venderlos o entregarlos después de su venta.

Asimismo, se estipula que será ilegal para cualquier persona utilizar los medios referidos en el párrafo anterior para transportar o transmitir prospectos relativos a valores mobiliarios cuyo registro haya sido solicitado conforme a la referida Sección 5, a menos que el prospecto cumpla con los requisitos establecidos en la Sección 10 de dicha Acta, es decir que incluya la información consignada en el formato de registro, y que el registro haya sido declarado efectivo.

2. REGISTRO DEL VALOR

Los valores materia de una OPP se deben registrar ante la autoridad administrativa competente a fin de que la colocación de los mismos se pueda llevar a cabo.

El objetivo del registro consiste en que las características del valor a colocarse, así como los antecedentes de la sociedad emisora y la voluntad corporativa queden inscritos ante la autoridad administrativa correspondiente, y así ésta, y los potenciales tenedores de los valores materia de la OPP, puedan hacer valer sus derechos con relación al Principio de Transparencia o *Full Disclosure* que debe existir en las ofertas públicas. Más adelante nos referiremos a dicho principio.

Señala Marc I. Steingberg, en su libro titulado Entendiendo las Leyes de los Valores Mobiliarios: "El propó-

sito del registro es proveer transparencia financiera, así como otra información, sobre la cual los inversionistas podrán evaluar los méritos de los valores mobiliarios a ofertarse."[3]

Efectivamente, la única forma de que quede constancia y seguridad jurídica de lo que se afirmó para colocar un valor mobiliario es dejar constancia de ello en un registro público, tal como es el caso del Registro Público del Mercado de Valores reconocido por el artículo 13 de la LMV.

La referida norma estipula: "El Registro es aquel en el cual se inscriben los valores, los programas de emisión de valores, los fondos mutuos, los fondos de inversión, y los participantes del mercado de valores que señala la presente ley, y los respectivos reglamentos, con la finalidad de poner a disposición del público la información necesaria para la toma de decisiones de los inversionistas y lograr transparencia en el mercado. Las personas jurídicas inscritas en el Registro y el emisor de valores inscritos están obligados a presentar la información que la presente ley y otras disposiciones de carácter general establezcan, siendo responsables por la veracidad de dicha información."[4]

Nótese que la obligatoriedad de suministrar información al registro tiene una naturaleza dinámica, habida cuenta que ello debe ser constante y no sólo al inicio del registro del valor. Este requerimiento de proporcionar información constante al registro tiene como finalidad que los inversionistas puedan conocer la evolución de la sociedad emisora y así formarse un juicio para comprar, vender o mantener determinados valores, ya que las sociedades son susceptibles a constantes cambios respecto de su realidad y sus proyecciones.

Tal es la importancia del registro inicial de un valor, que en los EE.UU., país líder en las normas del Mercado de Valores, existe un cuerpo legal especializado en regular dicho rubro, siendo éste el Acta de Valores de 1933, cuya Sección 5 ya hemos mencionado.

"Pero fue la gran depresión y la caída de los mercados en octubre de 1929, lo que ocasionó el momento político para que el Congreso tome acción a fin de que en el curso de una década produzca una colección de normas conocidas como las Normas Federales de Valores."[5]

Pero la gran depresión no fue el único motivo, pues a falta de una regulación estricta, el Mercado de Valores se había convertido en frágil e inseguro.

En efecto, agregan Thomas Lee Hazen, en su tratado sobre la Regulación del Mercado de Valores: "A pesar de que la situación económica contribuyó con la caída de Wall Street en 1929, el número de valores mobiliarios fraudulentos en el mercado que contribuyeron con la gran caída no debe ser desestimado".[6]

En el caso peruano los valores materia de una OPP se deben inscribir en el Registro Público del Mercado de Valores de CONASEV, lo cual está regulado por los artículos 53 al 63 de la LMV.

Complementariamente, esta inscripción de valores también está regulada por el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios (El Reglamento), el cual se promulgó en mérito a la Resolución CONASEV 141-98-EF/94.10.

Si bien no es menester ocuparnos exhaustivamente de lo que dicen dichas normas, salvo el contenido del proyecto o versión definitiva del prospecto informativo, dado que dicho documento contiene la información que debe ponerse a disposición del mercado en cumplimiento del Principio de Transparencia que debe existir en las OPP; destacaremos, antes de entrar a analizar detenidamente el contenido que debe poseer el prospecto informativo, tan sólo los aspectos más relevantes que están en la Ley del Mercado de Valores y en la citada Resolución CONASEV, siempre con referencia a las OPP.

En cuanto a la Ley del Mercado de Valores, cabe destacar que la misma, a través de su artículo 54 establece los requisitos para la inscripción de un valor en el Registro correspondiente, señalando que los mismos son los siguientes:

(i) Comunicación del representante legal del emisor.

(ii) Documentos referentes al acuerdo de emisión, donde consten las características de los valores a ser emitidos y los deberes y derechos de sus titulares.

(iii)El proyecto de prospecto informativo.

[3] Marc I. Steinberg: "Entendiendo las Leyes de los Valores Mobiliarios". p. 6.
[4] El resaltado es nuestro.
[5] Cox Hillman Langevoort, Op. Cit.p. 14.
[6] Thomas Lee Hazen: *"The Law of Securities Regulation"*. Third Edition. p. 6.

(iv) Los estados financieros auditados del emisor, con sus notas explicativas y el respectivo dictamen, correspondientes a los dos últimos años, cuando el período de constitución de la sociedad emisora lo permita.

(v) Clasificación del valor cuando sea el caso (Obligaciones).

En lo que a la comunicación del representante legal de la sociedad emisora a CONASEV se refiere, con relación a la determinación de llevar a cabo una OPP, no hay mucho que explicar, pues ello tan sólo consiste en presentar una solicitud a dicha instancia administrativa, a fin que de curso a la inscripción del valor. Tan solo cabe destacar que quien se refiera a dicha autoridad administrativa deberá tener suficientes poderes para ello, los cuáles son generalmente delegados por el directorio o junta general de una sociedad al gerente de ésta, a fin de que cualquier modificación o adecuación a los términos y condiciones de la OPP sea más expeditiva, pues en caso contrario tendría que pasar por la correspondiente sesión de directorio o de junta general según sea el caso.

En lo que se refiere a los documentos del acuerdo de emisión, la Ley se está remitiendo a aquellos en los que conste la voluntad societaria, es decir el acta de junta general de accionistas, o de directorio según sea el caso. La exigencia de la presentación de estos documentos en los que conste la voluntad de la sociedad emisora resulta de vital importancia, toda vez que ellos permitirán al ente regulador comparar las características que la sociedad ha acordado asignar a los valores a emitirse con relación a aquellas características detalladas en el prospecto informativo que se ponga a disposición del público en general, previo registro del valor.

Respecto de los estados financieros, tan sólo podemos decir que los mismos se requieren a fin de que quede en los registros de la comisión correspondiente una constancia de la situación económico-financiera de la emisora, debiendo destacar que en el prospecto informativo también se deben incluir.

Sin embargo, y con la finalidad de mitigar en parte el potencial riesgo que una OPP puede conllevar para los inversionistas, nuestra legislación vigente ha incorporado las clasificaciones de riesgo, pero tan sólo respecto de la emisión de obligaciones. Ello consiste en que empresas especializadas tomen en cuenta factores de diversa naturaleza, que podrían influir en la capacidad de re-pago del capital o pago de los intereses, en los casos de obligaciones emitidas por sociedades. El análisis de esta capacidad de pago se resumirá en una clasificación de riesgo que se expresará mediante una simbología con significados determinados, tales como que la sociedad emisora: (i) refleja alta capacidad de pago de capital e intereses; (ii) al igual que en el caso anterior, existe una gran capacidad de pago de capital e intereses, pero el emisor es susceptible a posibles cambios adversos; (iii) refleja adecuada capacidad para pagar capital e intereses pero con posibilidad a debilitarse por cambios económicos adversos pudiendo incurrir en incumplimientos; (iv) existe riesgo de incumplimiento de pago de capital e intereses en los términos y condiciones pactadas aunque tiene algunas cláusulas de protección para los inversionistas; (v) el emisor está muy próximo a una situación de insolvencia y de no pagar sus deudas; (vi) el emisor no ha cumplido con pagar el capital e intereses según los términos pactados; (vii) no se puede clasificar al emisor por falta de información; y, (viii) la clasificación está suspendida porque hay eventos, dudas, cambios de políticas gubernamentales u otros hechos que no permiten asignar una clasificación.

En lo que a El Reglamento se refiere, tan sólo nos referiremos a la Regla General dispuesta por su artículo 4.

Dicho artículo 4 señala que, para que se puedan llevar a cabo las OPP, éstas se encuentran tan sólo sujetas a cuatro requisitos básicos: (i) la inscripción del valor a ofertar; (ii) registro del prospecto informativo; (iii) entrega del prospecto informativo a los potenciales inversionistas; (iv) en los casos que corresponda, la clasificación del valor a ofertarse.

Como se puede apreciar, con relación a lo dispuesto por la LMV respecto de las OPP, se incorpora el registro del prospecto informativo, y el hecho de que se debe poner a disposición de los potenciales inversionistas dicho documento.

Una vez más destaca el Principio de Transparencia que debe existir en las OPP y, en general, en el Mercado de Valores.

Por último, consideramos importante que debe quedar claro el rol de las comisiones de valores, por lo que citamos una vez más a Steinberg: " El registro de los valores mobiliarios no asegura a los inversionistas contra pérdidas, ni tampoco la autoridad reguladora tiene el poder para desaprobar valores mobiliarios debido a que éstos no tienen méritos suficientes. (...) Asumiendo que existe la debida transparencia, la Comisión no puede denegar o

limitar los valores mobiliarios materia de una venta pública, sea o no que el precio o los términos y condiciones de la emisión sean justos o si la sociedad emisora ofrece un futuro de éxito razonable. Estos factores deben ser evaluados por el inversionista a la luz de la información proporcionada, y si la información ha sido completa y correctamente proporcionada el inversionista asume cualquier riesgo envuelto en la compra de los valores mobiliarios materia de la OPP".[7]

3. PRINCIPIO DE TRANSPARENCIA O *FULL DISCLOSURE*

El Principio de Transparencia o *Full Disclosure*, es aquel principio en virtud del cual un emisor de valores, a través de una OPP, debe informar correctamente al mercado no sólo respecto de valores que desea colocar o vender, sino también respecto de la realidad de la sociedad emisora, el uso que se le darán a los fondos captados y la manera cómo se venderán o colocarán dichos valores.

Señala al respecto Jennings, Marsh Jr. y Coffee Jr., en su libro de Regulación del Mercado de Valores: "El mercado de valores ha evolucionado significativamente desde 1930, y uno de los aspectos más importantes que se ha desarrollado es la aparición de los analistas del mercado de valores"[8].

Pero los analistas del mercado de valores no tendrán material para analizar, si éste no es provisto por los emisores como consecuencia del mandato legal de transparencia que debe existir en la legislación correspondiente.

Esta información se plasma en un documento denominado Prospecto Informativo, el cual debe ser puesto a disposición del organismo gubernamental regulador. En el Perú este organismo regulador es la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores – CONASEV- la cual ya ha sido mencionada.

Como resulta fácil deducir, esta obligación de informar de forma transparente al mercado en las OPP, tiene por objeto que los inversionistas realmente conozcan la seguridad o riesgo que implican los valores a colocarse, pues algunos valores podrán traer más seguridad que otros para aquellos inversionistas que los adquieran.

Así indican Cox, Hillman y Langevort: "El prospecto está diseñado para proveer toda la información material necesaria a fin de que los inversionistas puedan plenamente merituar la adquisición de determinados valores; el prospecto es el vehículo para estacionar a los inversionistas tan cerca como sea posible respecto del emisor y de los aseguradores o *underwriters* de la emisión, con la esperanza de que su adquisición no sea inútil o sobrepreciada"[9].

Complementariamente, y siempre con relación al principio de transparencia que debe existir en el mercado de valores, debemos incidir en que la información que se ponga a disposición de los inversionistas respecto de la OPP debe ser igual para todos, sin que quien tenga la obligación de informar se reserve para sí determinada porción de dicha información para obtener provecho propio, ya que se podría incurrir en la teoría de la Indebida Apropiación de Información, figura ilegal reconocida por la doctrina anglosajona:

"Conforme a la referida teoría, una persona se apropia indebidamente de información, cuando se apropia, rompiendo su deber de fiducia, o algún deber similar basado en la confianza, de información que no es pública, y usa dicha información en una transacción del mercado de valores"[10].

Debemos indicar que esta teoría de la apropiación indebida de información es aplicable en operaciones primarias y secundarias del mercado de valores.

Ahora bien, el artículo 56 de la Ley del Mercado de Valores, precisa cual es la información básica que debe contener un Prospecto Informativo, a fin de cumplir con el principio de transparencia antes referido.

Esta información, conforme a nuestra legislación es la siguiente: (i) las características de los valores, así como los derechos y obligaciones que otorgan a su titular; (ii) las cláusulas relevantes del contrato de emisión o del estatuto, según sea el caso; (iii) los factores que signifiquen un riesgo para las expectativas del inversionista; (iv) nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del prospecto informativo, entidad estructuradora o su representante, en su caso, así como del principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor; (v) los estados financieros del emisor, con sus

[7] Steinberg, Op. Cit.p.6.
[8] Richard W. Jennings Harold Marsh Jr. John C. Coffee Jr.: *"Securities Regulation-Cases & Materials"*. 7th Edition.p. 229-230.
[9] Cox Hillman & Langevoort. Op. Cit.p. 45-46.
[10] Richard Jennings Harold Marsh Jr. John C. Coffee Jr. Op. Cit.p. 996.

notas explicativas y el respectivo dictamen, correspondiente a los dos últimos años, cuando el período de constitución lo permita; (vi) el detalle de las garantías de la emisión, cuando corresponda; (vii) el Procedimiento a seguir para la colocación de los valores; y, (viii) cualquier información complementaria que determine CONASEV mediante disposición de carácter general.

Como ya hemos señalado, habida cuenta de que el principio básico del mercado de valores, y por consiguiente de las OPP, lo constituye el Principio de Transparencia o *Full Disclosure*, el cual es la esencia del Prospecto Informativo, pasaremos a analizar su contenido.

Características de los Valores

Los valores mobiliarios pueden ser de distinta naturaleza jurídica, siendo el caso que se dividirán en: (i) títulos representativos del capital social de la sociedad emisora; (ii) obligaciones -deuda- emitidas por sociedades; y, (iii) cuotas representativas de patrimonios autónomos, los cuales a su vez son administrados por sociedades con personería jurídica.

Pero precisar la naturaleza jurídica de los valores no es suficiente, ya que dentro de cada género de valores mobiliarios podrán existir diversas especies, tal como es el caso, dentro del rubro de títulos representativos del capital social de una sociedad, de acciones comunes, preferenciales sin voto, o convertibles. Asimismo, dentro del rubro de las obligaciones podrán existir bonos, (obligaciones a más de un año), o instrumentos de corto plazo, (obligaciones a menos de un año), o bonos convertibles.

Siguiendo con la idea de detallar las características de los valores a colocarse en el prospecto informativo, siempre en aras del principio de transparencia que debe existir en las OPP, tenemos que a su vez podrán existir distintos valores nominales o precios de colocación; plazos de la emisión en el caso de obligaciones; tasas de interés; monedas en las que se deberán adquirir los valores materia de la OPP y en las que se pagarán los intereses; así como la representatividad de los mismos, pues tales podrán estar representados por anotaciones en cuenta o mediante títulos físicos.

Es así como las diversas características que se han indicado deben constar en el prospecto informativo correspondiente, a fin de que el inversionista tome una libre decisión con relación a los valores que tenga interés de adquirir.

Cláusulas Relevantes del Contrato de Emisión o del Estatuto

Sólo existirá Contrato de Emisión, el cual se debe elevar a escritura pública, en los casos que una sociedad haya optado por la alternativa de emitir obligaciones, sean éstas bonos o instrumentos de corto plazo, convertibles o no. El contenido del Contrato de Emisión está regulado por la Ley General de Sociedades (LGS) y por la LMV. Por un lado tenemos que el artículo 308 de la LGS señala lo que debe contener el referido contrato, mientras que la LMV a través de su artículo 88 hace lo propio.

Por otro lado, en cuanto a las cláusulas relevantes del estatuto social, la ley exige la inclusión de las mismas en el prospecto informativo, toda vez que para el inversionista debe estar claro cuál es el objeto social del emisor, cuál su organización interna, la participación del directorio, etc.

En cuanto al mandato legal de consignar en el prospecto informativo la información relevante del contrato de emisión, se debe a que si bien dicho contrato establece los derechos y obligaciones de los tenedores de los bonos o instrumentos de corto plazo, éstos no intervienen en el referido contrato, pues éste sólo debe ser suscrito por la sociedad emisora y el representante de los obligacionistas.

Así con la aparición de las referidas cláusulas, tanto estatutarias como del contrato de emisión, en el prospecto informativo, se pone a disposición del público inversionista detalles que debe conocer en su condición de potencial adquirente de valores mobiliarios a través de una OPP.

Factores de Riesgo para los Inversionistas

Toda tenencia de valores mobiliarios implica la asunción de potenciales riesgos, los cuales pueden o no estar mitigados de alguna manera con la constitución de garantías específicas, reales o bancarias, en el caso de emisión de obligaciones, o con derechos subyacentes tipo *put* o de re-compra, en el caso de acciones, que impliquen poder exigir la re-compra de los valores por parte del emisor, ante la eventualidad que el precio de cotización de éstas descienda por debajo de su valor de colocación.

Pero lo interesante de esta exigencia, es que los inversionistas conozcan claramente del propio emisor y del agente estructurador, pues recordemos que todos ellos participan de la redacción del prospecto informativo, las posibles eventualidades que pueden

suceder en el entorno económico, político y hasta climático, que puedan afectar la rentabilidad de los títulos a colocarse, y la posibilidad de la sociedad emisora para pagar dividendos o intereses, tal como ha sucedido con empresas afectadas indirectamente por la crisis internacional o con empresas emisoras de valores sujetas a cotizaciones internacionales de su materia prima o sus productos finales, o cuya materia prima es totalmente incierta como en el caso de la actividad pesquera.

Al incluir en el prospecto informativo, de manera responsable, estos riesgos, un potencial inversionista podrá evaluar su riesgo y determinar si toma o no posición con relación a valores emitidos sobre la base de una OPP.

Nombre y Firma de las Personas Responsables de la Elaboración del Prospecto Informativo, Entidad Estructuradora o su Representante, en su caso, así como del Principal Funcionario Administrativo, Legal, Contable y de Finanzas del Emisor

Esta obligación está dispuesta por el Inciso d) del artículo 56 de la LMV, norma por la cual se precisa quiénes deben suscribir el prospecto informativo.

La selección por parte del legislador de las personas que deben intervenir en el prospecto informativo es amplia pero no completa, ya que somos de la opinión que, al igual que lo dispone la legislación del caso en los EE.UU, el prospecto informativo también debería ser suscrito por la mayoría de los directores de la sociedad emisora.

En efecto, así debería ser, máxime si el artículo 172 de la Ley General de Sociedades señala que el directorio tiene la representación legal para la administración de la sociedad, siendo el caso que una emisión primaria de valores que se coloquen a través de una OPP, tendrá sobre la sociedad una influencia en lo que a su administración se refiere, ya que eventualmente se tendrían que pagar dividendos en favor de más acciones, o se tendría que servir una deuda producto de una emisión de obligaciones.

Adicionalmente, con la intervención en el prospecto informativo por parte de los directores de una sociedad, existiría un filtro complementario respecto de la información consignada en el referido documento.

Como ya lo hemos dejado entrever a lo largo de este artículo, el prospecto informativo es el documento en virtud del cual se presentan al público inversionista los valores materia de la OPP, así como al emisor de los mismos. En tal virtud, las aseveraciones que se incorporen en dicho documento deberán ser lo más exactas posibles, dado que la decisión para invertir o no en estos valores se basará en el referido documento.

Pero no es suficiente incorporar datos y aseveraciones en un documento de tan connotada importancia como la tiene el prospecto informativo, sin que alguien sea responsable de ello. En tal sentido, y tal como lo analizaremos más adelante, el artículo 60 de la LMV asigna las responsabilidades del caso.

Es interesante destacar que las Secciones 11 y 12 del Acta de Valores de 1933 de los EE.UU., tratan sobre las responsabilidades civiles por incorporar datos falsos en la solictud de registro de un valor mobiliario, de un prospecto informativo y de comunicaciones en general, siempre con relación a una OPP.

La Sección 11 del Acta de Valores de 1933 de los EE.UU., enumera a quienes asumen responsabilidad en una OPP, estableciendo que éstas personas son: (i) cualquiera que haya firmado la solicitud de registro; (ii) los directores de la sociedad emisora al momento de presentar la solicitud de registro de los valores; (iii) todo aquel que con su consentimiento es nombrado en la solicitud de registro en calidad de futuro director, o de similar investidura; (iv) cualquier profesional, contador, técnico o experto, que con su consentimiento es nombrado en la solicitud de registro, y que certifique cualquier parte de la misma; (v) todo aquel que actúe como agente asegurador o *underwriter.*

Pero para entender las implicancias de la responsabilidad de los suscriptores de un prospecto informativo, conviene detallar algunos de los aspectos más relevantes del caso judicial conocido como Escott v. BarChris Construction Co., 283 F. Supp. 643,[11] acontecido en la década de los 60, el cual trata de una acción legal interpuesta a la luz de la Sección 11 del Acta de Valores de 1933 de los EE.UU, es decir, sobre la base de haber incorporado en la solicitud de registro y en el correspondiente prospecto informativo información incorrecta o incompleta respecto del emisor y su entorno.

Más adelante profundizaremos en el caso BarChris, cuya decisión judicial sentó una importantísima jurisprudencia vinculante respecto del estándar de cuidado que los participantes en una OPP deben tener a fin

[11] Toda la información contenida en este documento respecto de Escott v. BarChris ha sido obtenida de Cox Hillman & Langevoort. Op. Cit.p. 615-630.

de que no se les pueda imputar responsabilidad respecto de su participación en la información incorrecta o incompleta incluida en los documentos utilizados en una OPP.

Los Estados Financieros Auditados del Emisor, con sus Notas Explicativas y el Respectivo Dictamen Correspondiente a los Dos Ultimos Años, Cuando el Período de Constitución lo Permita

Los estados financieros reflejan la situación de un negocio a un momento determinado. Estos son el equivalente a una fotografía, pues nos muestran una situación de algo que tan pronto se concluye o se termina de elaborar o imprimir, ya puede haber variado, en uno u otro sentido.

Sin embargo, en general, la única forma de conocer la real situación de una empresa es a través de su balance general y su estado de ganancias y pérdidas, los cuales forman parte de los estados financieros.

El balance general nos mostrará la situación patrimonial de la sociedad.

El estado de ganancias y pérdidas, nos mostrará, tal como su nombre lo indica si el negocio gana o no dinero.

En cuanto a la obligatoriedad de que los estados financieros que se consignen en el prospecto informativo estén auditados, con sus notas explicativas y su respectivo dictamen, se debe a que la intervención de un tercero profesional como lo es una firma auditora convalidará las cifras que se incorporen en dichos estados financieros. Esta convalidación es una forma de cumplir con el principio de transparencia que debe regir para las operaciones del mercado de valores.

Al respecto Ted J. Fiflis señala en su libro titulado Temas de Contabilidad para Abogados: "... la responsabilidad primaria respecto de los récords de contabilidad y respecto de la verificación de los mismos recae en la gerencia de la sociedad. Pero la separación que existe entre la propiedad y el manejo del negocio propia de las sociedades modernas llama a una independiente revisión que debe ser llevada a cabo por auditores independientes. El trabajo de auditoría debe involucrar por lo menos los siguientes aspectos: (i) verificación de la existencia de los hechos reportados, tal como puede ser la existencia de un determinado inventario; y, (ii) determinación de la aplicación correcta de los principios de contabilidad generalmente aceptados, a los hechos, tal como es valorizar el inventario de la sociedad al menor precio o al de mercado."[12]

Cuando hablamos de una oferta pública de valores, significa que terceros tendrán derechos sobre la sociedad emisora, sea en la propiedad de la misma en el caso de acciones, o en calidad de acreedores en el caso de una emisión de obligaciones, tal como ya lo indicamos en la primera parte del presente artículo. En ese orden de ideas, estos terceros, así como quienes adquieran dichos valores en el mercado secundario, tienen derecho a conocer la situación patrimonial de la sociedad emisora, así como su marcha financiera, a fin de tomar sus decisiones de inversión, lo cual podrán conocer a través de los estados financieros auditados de la sociedad.

El Detalle de las Garantías de la Emisión

Una colocación de valores, sea a través de una OPP o no, puede o no tener garantías específicas constituidas en favor de los inversionistas que adquieran estos valores.

Las garantías específicas se constituyen por lo general en el caso de emisión de obligaciones, pues a pesar que una emisión de obligaciones está garantizada con el patrimonio de la sociedad, el emisor podrá, con la finalidad de atraer a los inversionistas, constituir una o más garantías específicas, tal como puede ser una hipoteca, prenda o fianza emitida por una entidad del sistema financiero, a fin de que sea realizada ante la eventualidad que no se cumpla con redimir las obligaciones emitidas, o no se cumpla con pagar los intereses o cupones pactados a favor de los inversionistas.

Por su cuenta, el artículo 305 de la Ley General de Sociedades, señala que una sociedad no puede emitir obligaciones por un importe superior a su patrimonio neto, salvo que se haya otorgado una garantía específica, es decir una hipoteca, prenda, o fianza bancaria, entre otras, o en los casos que la emisión se realice para solventar el precio de bienes cuya adquisición o construcción hubiese sido contratada anticipadamente.

Así tenemos que el legislador ha optado por salvaguardar los intereses de los inversionistas, y de los demás acreedores de la sociedad.

[12] Ted J. Fiflis: *"Accounting Issues for Lawyers"*. p. 84.

Por otro lado, pero menos frecuente en nuestro medio, se podrán constituir garantías a favor de tenedores de acciones que se hayan colocado a través de una OPP, a través de derechos subyacentes otorgados a favor de los tenedores de los valores.

Este tipo de garantía, que es considerada por algunos como un derivado financiero, consisten en derechos incorporados a las acciones, a fin de que éstas tengan que ser necesariamente adquiridas por el mismo emisor a través de algún agente financiero, ante la eventualidad que el valor de cotización de las mismas caiga por debajo de un precio predeterminado. Dentro de este concepto, el inversionista queda garantizado de manera tal que su inversión está asegurada por lo menos hasta un determinado nivel.

El Procedimiento a Seguir para la Colocación de los Valores

Los potenciales inversionistas tienen derecho a conocer, de manera anticipada, la forma como se colocarán los valores materia de una OPP, es decir, la metodología a ser empleada por el agente colocador; ya que dependiendo de la naturaleza del procedimiento a utilizarse, se encarecerán o no dichos títulos.

Antes de entrar a explicar de manera breve las formas más comunes para colocar valores en una OPP, es necesario precisar que los procedimientos de colocación pueden poseer distintas variantes, tales como pueden ser, la manera como se determina el precio final de los valores, la manera como se efectuará la asignación de los mismos en caso exista sobre demanda, la forma como se cancelará el precio de adquisición, etc.

Así tenemos que los procedimientos más comunes a fin de colocar valores a través de una OPP son los siguientes:

- Oferta a Firme: Por medio de este procedimiento, el agente colocador informa al público inversionista, a través de medios especializados, una vez inscritos los valores a ofertarse en el registro público correspondiente, que determinados valores se han puesto a disposición de quienes deseen adquirirlos, para lo cual estos últimos deberán hacer llegar sus órdenes de compra dentro de un plazo preestablecido. Por lo general cuando se utiliza está metodología también se pre-establece el precio de venta, y así los primeros en remitir sus órdenes adquirirán los valores. Esta metodología también puede contemplar que exista un prorrateo en caso de una sobre-demanda respecto de los valores a colocarse. Lo interesante es que una vez confirmadas las órdenes de los inversionistas por parte del agente colocador ya existe operación. Otra característica es que no existe dentro de este procedimiento, un número mínimo de valores a ser colocados. Teóricamente se podrá colocar tan sólo un valor o la totalidad de los mismos.

- Oferta Mini/Maxi: Es aquella oferta pública de valores que se lleva a cabo estableciendo una cantidad mínima y una cantidad máxima de valores a ser colocados. Dichas cantidades serán determinadas arbitrariamente por el emisor. Por lo general, los fondos que se van obteniendo se colocan en una cuenta bancaria de garantía y no son de libre acceso del emisor sino hasta que se cumpla con la colocación del número mínimo de valores deseados. De ser el caso que no se alcance a colocar dicho número mínimo de valores, la oferta queda sin efecto y se devuelven los fondos a aquellos inversionistas que los adquirieron, y se suspende la entrega de los mismos.

- Oferta Todo o Nada: Tal como su nombre lo indica, se debe vender el íntegro de la emisión. Ante la eventualidad que no se logren colocar todos los valores materia de la OPP, ésta quedará sin efecto.

- Subasta Holandesa: En este tipo de colocación, el emisor solicita que los inversionistas le indiquen la cantidad de valores que desean adquirir y el precio que están dispuestos a pagar por éstos. Una vez cumplido el plazo para que los inversionistas señalen su interés con relación al precio y cantidad de valores que desean adquirir, el emisor establece el precio final de colocación en función al precio máximo en el cual todos los valores materia de la OPP pueden ser vendidos.

Cualquier Información Complementaria que Determine CONASEV Mediante Disposición de Carácter General.

La información complementaria que determine CONASEV mediante disposiciones de carácter general, son los reglamentos que esta Comisión pueda promulgar sobre la base de las resoluciones que conforme a su propia Ley Orgánica constantemente promulga.

4. RESPONSABILIDAD DE LOS PARTICIPANTES EN UNA OPP

Dado que la información que debe estar incluida en el prospecto informativo es producto de la participa-

ción profesional de distintos especialistas, pues como lo indicamos al principio de este artículo, la regulación del mercado de valores es una actividad multidiciplinaria, recaerá responsabilidad en ellos de acuerdo al ámbito de su actividad profesional, tal como señala el artículo 60 de la LMV.

La referida norma a la letra señala: "Son solidariamente responsables con el emisor u ofertante, las personas a que se refiere el inciso d) del Artículo 56, (entidad estructuradora, principal funcionario administrativo, legal, contable, y de finanzas del emisor), **respecto del ámbito de su competencia profesional y/o funcional, frente a los inversionistas,** por las inexactitudes u omisiones del prospecto y no podrán oponer a éstos hechos o derechos, derivados de las auditorías o de los documentos que conforme a dicho artículo deben figurar en el prospecto informativo."[13]

Dicha distinción de responsabilidades tiene sentido, ya que no podremos, por ejemplo, hacer responsable por omisiones en los estados financieros a aquel profesional que suscriba el prospecto informativo cuya especialización sea distinta a aquella.

Sin embargo, no nos queda muy claro el sentido de la última parte del citado artículo 60 de la LMV, la cual ha sido resaltada.

En efecto, de su lectura parecería desprenderse que la intención del legislador habría sido que quienes elaboren un prospecto informativo no tengan ninguna posibilidad de defensa respecto a una imputación de responsabilidad por el contenido del mismo, ya que la norma dispone que estos profesionales no podrán usar como argumento de defensa el resultado de las investigaciones realizadas en los registros de la sociedad emisora.

Pero por primera vez en nuestro medio, y tomando como base la legislación norteamericana, se reconoce un derecho de defensa para aquellos a los que se le puede imputar responsabilidad en la elaboración de un prospecto informativo. En efecto, a través del artículo 17 de El Reglamento, se señala que quienes elaboren un prospecto informativo, a excepción de la sociedad emisora, pueden eximirse de responsabilidad si demuestran que realizaron una investigación en los registros de esta última, de una manera apropiada para las circunstancias, es decir diligentemente, con prudencia, conforme al uso mercantil, y con el cuidado que se pone en los negocios propios.

Por su cuenta la Sección 11 del Acta de Valores de 1933 de los EE.UU., que ha sido la fuente de inspiración del legislador local, expresamente otorga el derecho a quien adquiera valores mobiliarios en una OPP, para demandar civilmente a cualquiera de las personas que hayan participado en la OPP, en los casos que la solicitud de registro, y por consiguiente el prospecto informativo, incluyan declaraciones falsas respecto de aspectos de relevante importancia, o si se omite incorporar información que también sea de la misma naturaleza. Pero esta Sección también establece y reconoce un derecho de defensa, conocido como *Due Diligence Defense*, a favor de aquellos a los que la misma norma hace responsable por su participación en la solicitud de registro, y en la redacción del prospecto informativo, a excepción del emisor propiamente dicho.

Ahora bien, tal como lo indicamos anteriormente, el caso BarChris marcó una importante pauta respecto de la responsabilidad de los participantes en una OPP, así como respecto de los estándares de debida investigación que deben practicar dichos participantes a fin de tener un derecho de defensa ante la eventualidad que algún inversionista, a la luz de la Sección 11 del Acta de Valores de 1933, pretenda cobrar una indemnización por información incorrecta o incompleta en la solicitud de registro de estos valores, la cual debe ser idéntica a aquella incorporada en el prospecto informativo.

Cabe destacar que la Sección 10 de la citada Acta señala que la información que se consigna en la solicitud de registro debe aparecer en el prospecto informativo a ser utilizado en una OPP.

BarChris Construction Co. fue una compañía especializada en la construcción de pistas para *bowling*. Esta compañía recibía de sus clientes letras de cambio las cuales descontaba, y con el producto de dicho descuento ejecutaba sus obras. Pero a esta compañía se le presentaron serios problemas financieros después de haber asumido obligaciones para la construcción de pistas, y haber descontado los títulos que recibió en pago por la construcción de dichas pistas, sin que muchos de éstos documentos hayan sido honrados en su oportunidad. Asimismo, BarChris vendió estos títulos garantizando su venta al comprador en un 100%.

Los problemas financieros descritos en el párrafo anterior trataron de ser superados por BarChris sobre

[13] El resaltado es nuestro.

la base de recursos captados a través una OPP, cuya solicitud de registro y prospecto informativo, contuvieron una serie de datos falsos y omisiones relevantes, lo cual fue demandado por los adquirentes de los valores mobiliarios materia de dicha operación.

Las referidas incorrecciones fueron básicamente las siguientes: (i) se sobrestimaron las ventas a terceros, ya que algunas de éstas en realidad se llevaron a cabo a favor de empresas cuyo accionariado era totalmente de propiedad de la sociedad emisora sin que ello se haya aclarado; (ii) se informó incorrectamente respecto de los dividendos obtenidos por cada acción; (iii) se sobre valoraron los activos; (iv) se minimizaron contingencias con terceros, incluida la garantía de las letras de cambio vendidas a terceros; (v) se alteró el estado de ganancias y pérdidas; (vi) no se informó respecto de préstamos a apoderados de la compañía; (vii) no se reveló la verdadera forma en qué se iban a utilizar los fondos captados; (viii) no se reveló las deudas impagas de los clientes; (ix) no se reveló el hecho que la empresa emisora BarChris, estaba muy comprometida en el negocio de operar pistas de bowling, cuando su verdadero giro era tan sólo construirlas.

Por otro lado, el *Due Diligence Defense* o Defensa por Debida Investigación, es aquel derecho de defensa que asiste a todo aquel al que se le pueda imputar responsabilidad por la inclusión de información incorrecta o imprecisa, en la solicitud de registro del valor a ofertarse por medio de una OPP. Esta defensa la deberá basar el demandado en demostrar que investigó debidamente los registros de la sociedad emisora, al extremo tal que tuvo razones para creer y efectivamente creyó que lo que afirmó y suscribió en los referidos documentos era cierto y preciso. Este derecho de defensa, se consagra a favor de los directores del emisor, los contadores, y los expertos o peritos, incluyendo a los abogados, que hayan participado de la solicitud de registro, así como los agentes aseguradores de la emisión o *underwriters*, a excepción del emisor.

Respecto de los demás participantes que no sean el emisor ni los mencionados en el párrafo anterior, deben basar su defensa en el hecho de que no tuvieron razones para creer y, efectivamente, no creyeron que existían inexactitudes u omisiones, respecto de las afirmaciones de los expertos profesionales o peritos.

Por otro y con relación a las partes de la solicitud de registro y del prospecto informativo cuyo contenido no sea considerado de naturaleza profesional, todo aquel que haya suscrito dichos documentos así como los aseguradores o *underwriters*, y los directores de la sociedad emisora pueden utilizar la defensa del *due diligence*, en la medida que demuestren que después de una razonable investigación tuvieron suficientes razones para creer que lo que señalaba en la solicitud de registro y en el prospecto informativo era cierto.

Es importante precisar que la misma Sección 11 del Acta de Valores de 1933 de los EE.UU., precisa que los términos Razonable Investigación y Suficientes Razones para Creer, deben ser entendidos como aquellos principios que una persona prudente utiliza para administrar su propiedad.

Nótese así que, el legislador procura que los participantes en una OPP se comporten como si estuvieran administrando sus propios intereses, a pesar de que se trata de los intereses de terceros.

Con relación a las aseveraciones inexactas o incompletas incluidas en el prospecto informativo, el propio emisor de los valores sólo tendrá argumento de defensa si es que: (i) se demuestra que los inversionistas adquirentes de los valores mobiliarios materia de la OPP conocían anticipadamente de las inexactitudes y omisiones de la solicitud de registro y del prospecto informativo; (ii) se demuestra que existió falta de relevancia o importancia respecto de las referidas inexactitudes u omisiones; (iii) prescribe la acción.

Señalan textualmente Cox, Hillman y Langevoort que: "En otras palabras, la carga de la prueba en un *due diligence* recae exclusivamente en los expertos; los demás tienen un derecho calificado de basarse en los esfuerzos de los expertos."

Asimismo dichos autores agregan: "Todos deben investigar, o asumir las consecuencias. Nótese que existen dos etapas en el análisis. Debe haber una investigación y después de dicha investigación no debe haber razón para dudar de la exactitud de la información que se incorpora en la solicitud de registro. Asumir una información incorrecta u omisión puede causar que el demandado sea declarado responsable por el simple hecho de no investigar correctamente. Igualmente el demandado podrá ser responsable en la eventualidad que se haya llevado a cabo la investigación y a pesar de que se tuvieron dudas se prosiguió con la oferta"[14]

[14] Cox Hillman & Lavengoort, Ob. Cit Pag 615.

Conviene así revisar la responsabilidad imputada por la Corte Norteamericana respecto de cada participante en la redacción del prospecto informativo y la solicitud de registro en el caso Bar Chris.

El Presidente Ejecutivo: En su calidad de ejecutivo de la empresa conocía de la morosidad de sus clientes. Inclusive participó de la negociación en virtud de la cual se transfirieron letras de cambio a un tercero las cuales garantizó la sociedad en un 100%, habiendo declarado que se encontraban garantizadas en sólo un 25%. Asimismo, se ocupó de negociar con clientes morosos. En ese orden de ideas la Corte señaló que en su calidad de presidente ejecutivo de la sociedad que a su vez había negociado con agentes financieros y clientes morosos no podía alegar que no conocía que existió información falsa y omisiones relevantes en el prospecto informativo, por lo que se le hizo responsable de ello, sin considerar que haya tenido la posibilidad de basar su defensa en el hecho de haber practicado un *Due Diligence*.

El Tesorero: Más que tesorero asumía el papel de gerente financiero, y como tal conoció todos los aspectos financieros de la sociedad. A pesar de que participó de la redacción del prospecto informativo, él estuvo plenamente consiente de lo que se señalaba en tal documento y de lo que se dejaba de lado en el mismo. Su defensa la basó en que nunca había participado en una OPP y por ello no sabía lo que debía o no debía incluirse en la solicitud de registro y el correspondiente prospecto informativo, y que básicamente él confió en sus abogados y auditores. Pero la corte consideró que éste no fue transparente con sus abogados y auditores ya que les ocultó información a ellos. En adición, la Corte lo hizo responsable por haber convalidado cifras incorrectas en el prospecto informativo, las cuales eran conocidas por él.

El Abogado Interno: Actuó como cualquier empleado legal de la sociedad emisora. A pesar de ello aceptó estar nombrado en el prospecto informativo como miembro de la plana administradora de la sociedad lo cual no era cierto. Asimismo, y como abogado, conocía de la delicada posición contractual de BarChris generada como consecuencia de haber suscrito convenios de construcción de pistas de bowling. Además, como abogado fue designado secretario del directorio lo cual lo hacía responsable de las actas societarias en las cuales se incorporaban los pormenores de la marcha de negocio, muchos de los cuales no fueron revelados en la solicitud de registro ni en el prospecto informativo. Pero lo grave para este profesional fue no haber investigado los hechos que con su firma convalidó en la solicitud de registro y en el prospecto informativo. Este profesional que no llevó a cabo un *Due Diligence Investigation*, no pudo basar su defensa en dicho principio.

Director (1): Antes de aceptar el cargo de director en BarChris, este individuo investigó la situación de la compañía, para lo cual se basó en los informes financieros auditados por una firma de especialistas de su entera confianza. Pero a pesar de que la solicitud de registro ya había sido presentada a la SEC, en el momento que este director aceptó el cargo, éste firmó la última página para una corrección a la solicitud de registro, sin saber ni conocer de lo que se trataba. Pero en continuidad con sus funciones, suscribió junto con otros directores una segunda enmienda a la solicitud de registro, de igual forma que la vez anterior, es decir, sin conocer el contenido de lo que firmaba pero en conocimiento, esta vez sí, que se trataba de una solicitud de registro para una OPP.

La corte esta vez tuvo dos posiciones: (i) por un lado señaló que al no actuar como un experto, confió en las cifras que convalidaron los auditores, que eran de su entera confianza, ya que auditaban los estados financieros del banco del que él era un importante accionista, por lo que no tenía motivos para dudar de ellos; y, (ii) por el contrario, también sentenció que en su calidad de no experto, debió por lo menos leer los documentos que firmaba, lo cual lo hubiera llevado a realizar las investigaciones del caso.

En efecto, la corte concluyó respecto de este director que no había realizado su propia investigación como para basar su defensa en ello, con relación a las incorrecciones y omisiones incluidas en el prospecto informativo, a excepción de las cifras convalidadas por los auditores, respecto de las cuales como ya indicamos, sí fue válido el argumento de la confianza en ellos.

Director (2): Este director pertenecía a la firma de abogados que asesoraba legalmente a BarChris, habiendo firmado la solicitud de registro y el prospecto informativo. Este director fue demandado por convalidar con su firma en el prospecto informativo, información falsa e incompleta, al igual que en el caso de los demás demandados. Pero la Corte en su caso distinguió entre aquella información específica, producto de determinada práctica profesional como es la contable, que un director que sea profesional en leyes no tiene porqué dominarla y, por ende, no tiene capacidad para cuestionarla, ya que su pericia profesional no está orientada a dicha especialidad, de aquella información de índole general como puede ser la contratación de los servicios de la empresa por terceros o los alcances de determinados convenios,

caso éste último, que se encuentra dentro del ámbito de la especialidad profesional de este director.

Dentro del razonamiento anterior, la Corte determinó que este director no tendría que ser responsable por las cifras erróneas de los auditores, pero sí por el resto de la información general que contenía errores de distinta naturaleza. Se concluyó señalando que éste profesional debió haber realizado por lo menos una investigación razonable a fin de poder contar con una defensa basada en su misma investigación, es decir para poder contar con un *Due Diligence Defense*, sobre todo si es que algunas mínimas investigaciones lo habrían puesto en alerta.

Los Agentes Aseguradores o *Underwriters*: La emisión de valores mobiliarios materia del caso BarChris fue asegurada, es decir, que existió una adquisición transitoria previa a la colocación pública. Esta adquisición transitoria fue hecha de manera sindicada, es decir que no lo llevó a cabo un solo agente sino un grupo de agentes.

Pero la debida investigación o *Due Diligence* fue llevada a cabo solamente por el agente asegurador líder, habiendo confiado los demás aseguradores en dicha investigación. Con el detalle que un funcionario del *underwriter* líder aceptó el cargo de director en BarChris, habiendo inclusive firmado las dos enmiendas de la solicitud de registro. Es decir, este *underwriter* debió conocer todos los detalles de la información consignada en el prospecto informativo ya que no solamente posee responsabilidad porque así lo señala la Sección 11 del Acta de Valores del 33, sino porque además tenía un director que había suscrito la información errada en representación de la sociedad emisora.

Resulta interesante en este punto mencionar uno de los argumentos de defensa del *underwriter* líder, fue que la información consignada en el prospecto informativo era de la sociedad emisora y no de ellos.

Dicho argumento se complementó con un principio válido en el Estado de Nueva York, el cual estipula que el director de una sociedad puede confiar en la información proporcionada por sus ejecutivos. Litwin v. Allen, 25 N.Y.S.2d. 667. Esta teoría se fundamentó en lo sentenciado en Dovey v. Cory APP. Cas. 477, 486, en el sentido que los negocios no podrán continuar si no se confía en aquellos en los que se ha depositado confianza para que atiendan los detalles gerenciales de los negocios.

Pero con relación a dicho principio y la responsabilidad de los *underwriters*, la corte indicó que la misma no les es aplicable ya que: (i) la ley aplicable en el caso BarChris debe ser la federal y no la del Estado de Nueva York; (ii) la posición de los ejecutivos de la sociedad emisora puede ser contrapuesta a la de los ejecutivos del *underwriter*, ya que los primeros tratarán de inducir a los segundos para que aseguren o adquieran transitoriamente la emisión; (iii) la intervención de underwriters en una OPP le da realce a la misma, y como consecuencia de ello los inversionistas pueden acrecentar su interés para tomar posición en la OPP.

Como consecuencia de lo establecido en el párrafo anterior, la Corte sostuvo que los *underwriters* debieron practicar su propia investigación o *Due Diligence*, para poder contar con una defensa, y no suscribir lo que los funcionarios de la sociedad emisora establecieron en el prospecto informativo y en la solicitud de registro, sobre todo si éstas afirmaciones eran de carácter general. Es decir, debieron corroborar dichas aseveraciones.

Los Auditores: La responsabilidad de los auditores fue establecida por la corte en función de la inexactitud de los estados financieros del año 1960.

Para ello la Corte consideró que el punto de discusión debería centrarse en si es que los auditores después de una debida investigación, tuvieron razones suficientes para creer y, efectivamente, creyeron que las cifras financieras de la sociedad emisora eran ciertas.

Pero la conclusión de la corte respecto de la responsabilidad de los auditores fue que, a pesar que no se debe esperar de éstos que hagan un trabajo cuya calidad esté por encima de los estándares de su actividad profesional, sí deben estar, por lo menos, dentro de los parámetros aceptables. En el caso BarChris, fue evidente que: (i) no se procedió conforme a las normas internas de la propia sociedad auditora; (ii) la firma auditora no le dedicó suficiente tiempo a la convalidación de cifras; (iii) al ser interrogados los ejecutivos de la sociedad emisora por la firma auditora, los primeros contestaron con respuestas superfluas. Habiendo quedado satisfechos los auditores con dichas respuestas, siendo el caso que las referidas preguntas merecían respuestas más profundas.

Agregó la Corte que no es de esperarse que las firmas auditoras lleven a cabo auditorias completas en las sociedades que pretendan colocar valores a través de una OPP, pero dado que existían claras evidencias de incorrecciones, se debió profundizar el proceso de *Due Diligence*. Asimismo, agregó que no es suficiente para una firma de auditoría formular simples pregun-

tas, sino que se debe ir a los mismos registros de la sociedad emisora.

Como resultado de todo lo anterior, la corte también estableció que esta firma de auditoría no tenía defensa que se pueda basar sobre el principio de haber realizado una debida investigación.

5. FINALMENTE

Las sociedades pueden entusiasmarse con la idea de captar fondos a través de una OPP, ya que como se mencionó, es una alternativa a la intermediación financiera tradicional. Dicho entusiasmo podría causar que la sociedad emisora, así como los agentes estructuradores, intermediarios de valores, y agentes aseguradores dejen de lado la diligencia con la que se debe consignar la información en el prospecto informativo, lo cual los podría convertir en responsables por los eventuales perjuicios que los inversionistas pudieran sufrir ante la eventualidad que los títulos materia de la emisión pierdan valor. Por ello, somos de la opinión que debe procurarse que los participantes en una OPP, como en efecto la gran mayoría hace, realicen su mejor esfuerzo para que la información que se ponga a disposición del público en general sea completa, precisa y de fácil entendimiento.

Por su lado los inversionistas, debido a la potencial rentabilidad que los títulos materia de la oferta pueden generar, también podrían entusiasmarse y así participar como adquirentes de títulos en OPPs, sin haber leído y entendido a cabalidad el contenido del prospecto informativo, y de todos los demás documentos que se pongan a disposición del público en general. Esta falta por negligencia podría causar que después de adquiridos los valores, los inversionistas se den con ingratas sorpresas.

Así las cosas, nos permitimos recomendar que los participantes en el diseño y estructura de una OPP sean transparentes con los inversionistas, y que estos últimos indaguen hasta el mismo momento de poner su orden de compra, todos los posibles detalles de la emisión y de la sociedad emisora.

DUANY & KRESALJA
ABOGADOS

Central telefónica: 241.4545

Fax: (51.1) 445.1677

E-mail: duakreab@amauta.rcp.net.pe

Dirección: Av. Reducto 1534 - Miraflores - Lima 18 - Perú

LA REGULACIÓN DEL MERCADO PÚBLICO DE ADQUISICIONES DE CONTROL SOCIETARIO: EL TRATAMIENTO DE LAS ADQUISICIONES INDIRECTAS EN EL PERÚ

Sergio Salinas*

La opción por regular el mercado de fusiones y adquisiciones de sociedades cuyas acciones cotizan en bolsa encuentra argumentos tanto a favor como en contra.

Los argumentos a favor, básicamente, son dos: (i) la protección al accionista minoritario; y, (ii) la transparencia e integridad en el Mercado de Valores. Por su parte, se señalan como argumentos en contra, los cuales se formulan desde la corriente del análisis económico del Derecho, a los siguientes: (i) la prima de control corresponde al accionista de control; (ii) el aumento de los costos de transacción; y, (iii) los perjuicios que se ocasionarían al accionista minoritario.

En consecuencia, la opción por regular el mercado de fusiones y adquisiciones de sociedades cuyas acciones se cotizan el bolsa depende de la valoración de los distintos factores antes mencionados.

En el presente artículo, el autor analiza la decisión adoptada por nuestro legislador respecto de la regulación antes referida. De otro lado, también estudia las distintas modalidades de adquisiciones indirectas de control que se pueden presentar en el Mercado de Valores.

INTRODUCCIÓN

El objetivo del presente artículo es proporcionar elementos de juicio que permitan evaluar la adopción de una política de regulación del mercado de fusiones y adquisiciones de sociedades cuyas acciones se coticen en bolsa, particularmente en lo que se refiere al tratamiento de las adquisiciones indirectas de control societario.

No obstante el poco tiempo transcurrido desde su entrada en vigencia, conviene evaluar la adecuación del Reglamento de Ofertas Públicas de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión a la dinámica del mercado. Por un lado, debe identificarse correctamente la falla del mercado (si existe) que impide que a través de transacciones voluntarias, la competencia económica distribuya los recursos escasos (los activos societarios, en este caso) hacia aquéllos que pueden obtener de ellos la mayor rentabilidad, para a partir de allí diseñar una política regulatoria orientada a corregir estas deficiencias; de lo contrario se corre el riesgo que la regulación se convierta en una traba para una mejor asignación de recursos en la economía. Por otro lado, aun dejando de lado la discusión respecto de la conveniencia o la orientación que debiera tener la regulación de este mercado, la experiencia demuestra que existen todavía deficiencias en la formulación actual de la norma que permiten que transacciones que bajo el modelo adoptado en la Ley del Mercado de Valores («LMV») estarían sujetas a la regulación, particularmente adquisiciones indirectas, puedan efectuarse fuera de su alcance.

* Master en Derecho, Yale University. Master en Economía, Universidad del Pacífico. Profesor de la Facultad de Derecho en la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Ambos temas son tratados en este artículo. En la primera parte del artículo se presenta una discusión sobre los objetivos que debe perseguir una regulación OPA (Oferta Pública de Adquisiciones), describiendo las principales argumentaciones a favor y en contra, así como la posición adoptada en el Perú; en la sección segunda se hace un análisis de las modalidades de adquisición indirecta de control societario y sus efectos sobre el accionista minoritario; en la sección tercera se resume los elementos centrales del tratamiento dado a las adquisiciones indirectas en el Perú; en la sección cuarta se plantean brevemente algunas consideraciones respecto de las adquisiciones de control efectuadas a través de actos de reorganización societaria; en la sección quinta se discuten algunos casos de adquisiciones involuntarias de participación significativa; en la sección sexta se discute el problema de la coerción que enfrentan los accionistas minoritarios en una OPA y, por último, en la sección sétima se plantean algunas reflexiones finales.

1. EL OBJETO DE LA REGULACION DEL MERCADO DE FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS - OPA

Iniciamos nuestro análisis con una revisión de los objetivos perseguidos al adoptar una regulación del mercado público de adquisiciones de empresas (Ofertas Públicas de Adquisición «OPA»): los argumentos a favor y en contra, las opciones regulatorias posibles, así como una descripción de la posición adoptada en la legislación peruana.

A. Argumentos a Favor y en Contra de la Regulación

A continuación resumimos los principales argumentos a favor y en contra de regular el mercado de fusiones y adquisiciones de empresas listadas en bolsa.

a. Argumentos a Favor. Son dos, principalmente:

i) Protección del Accionista Minoritario. Esta posición se sustenta en la consideración de que la prima generalmente pagada en adquisiciones de control societario es una oportunidad generada por la propia sociedad[1] para beneficio de todos sus accionistas, y no sólo de los que detentan el control; por lo tanto, dicha prima corresponde a todos los accionistas a prorrata de su participación accionaria.

El objetivo de la regulación OPA en este enfoque consiste principalmente en proteger el derecho de los accionistas minoritarios a participar de la prima de control en forma equivalente con los accionistas mayoritarios[2]. Dicha protección se justifica en la medida que el control de la administración societaria permitiría a estos últimos diseñar y negociar directamente las condiciones de la transferencia de control a la medida de sus propios intereses, tomando en cuenta los problemas de información asimétrica que normalmente enfrentan los accionistas minoritarios.

ii) Transparencia e Integridad del Mercado de Valores. Una segunda línea de argumentación se sustenta en la idea de que el correcto funcionamiento del Mercado de Valores requiere de la existencia de información suficiente para permitir a los inversionistas tomar decisiones informadas respecto de la conveniencia o no de efectuar una inversión o una desinversión en valores. Siendo las transacciones de control de sociedades listadas en bolsa operaciones propias del Mercado de Valores, resulta también de aplicación este principio.

Bajo esta argumentación, la regulación OPA debe incidir principalmente en la imposición al adquirente de obligaciones de divulgación de información respecto de aspectos relevantes de la transacción, tales como: finalidad de la adquisición, modos de financiamiento, pactos con los actuales accionistas o con los órganos de administración de la sociedad cuyo control se pretende adquirir, etc. La imposición de estas obligaciones al adquirente reduce el costo para los accionistas minoritarios[3] de obtener información relevante en el mercado, promoviendo una mayor eficiencia en la asignación de recursos y desincentivando al mismo tiempo la realización de prácticas abusivas en su contra.

---

[1] Cfr. BERLE, Adolph. *«The Price of Power: Sale of Corporate Control»*. 50 Cornell L.Q. 628 (1965). Citado por EASTERBROOK & FISCHEL. «The Economic Structure of Corporate Law». Harvard University Press, 1991. p. 127. Clark propone una versión ligeramente diferente del concepto, sosteniendo que se trata de una oportunidad de los accionistas, y no exactamente de la sociedad, que no puede ser aprovechada exclusivamente por uno o alguno de ellos. Este también es el sustento de la regulación contenida en la Propuesta de 13ª. Directiva de la Comunidad Económica Europea sobre Ofertas Públicas de Adquisición, a tenor de lo indicado en el artículo 3.

[2] Esta regla se conoce también como la «regla de compartir la prima». Cfr. ANDREWS, William. *«The Stockholder´s Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares»*. Citado por EASTERBROOK & FISCHEL. Op.cit. p. 12. También ver artículo 3 del actual Reglamento.

[3] Para una mayor profundización respecto del comportamiento de los pequeños inversionistas, ver SALINAS, Sergio. «Fondos Mutuos, Información Asimétrica y Regulación del Mercado: Un Enfoque de Costos de Transacción». En Themis, 1996.

b. Argumentos en Contra. Pasamos ahora a resumir los argumentos en contra de la regulación[4], provenientes principalmente de la corriente del análisis económico del Derecho:

i) La Prima de Control corresponde al Accionista de Control. Para adquirir el control de una sociedad un accionista normalmente requiere pagar una prima a sus propietarios. ¿Por qué, entonces, obligarlo a compartirla cuando decide a su vez transferir el control a un tercero? Considérese el siguiente ejemplo: un accionista A decide adquirir el 60% del capital social de una empresa listada en bolsa, pagando una prima de control equivalente al 25% del precio de la acción al momento de la adquisición. Sin embargo, 3 años después el accionista A descubre que su proyecto de inversión no ha tenido el rendimiento esperado (asumamos, para simplificar, que la cotización de la acción se mantiene exactamente igual), y decide vender sus acciones. En ese momento, toma conocimiento que un operador estratégico reputado y con solvencia económica está interesado en adquirir el 60% del capital, y está dispuesto a pagar igualmente una prima de 25% sobre el precio de mercado. El accionista A, sin embargo, sabe que debido a la regla de compartir la prima, sólo va a recibir el 60% del monto total de la prima de control pagada por el operador; eso significa que si decide vender sus acciones, va a incurrir en una pérdida igual al 40% de la prima pagada por él mismo al momento de adquirir la empresa. En este escenario decide no vender y mantenerse en la empresa hasta que la situación mejore.

   El ejemplo ilustra los incentivos incorrectos generados por la norma: si no existiera la regla de compartir el accionista mayoritario transferiría el control de la empresa al nuevo accionista de control que podría obtener de sus activos una mayor rentabilidad, generándose un aumento en la eficiencia en la asignación de recursos, para beneficio de todos los accionistas y de la sociedad en su conjunto.

ii) Aumento de los costos de transacción. Este argumento sostiene que el efecto final de la regulación OPA es aumentar los costos de transacción asociados a transacciones de cambio de control societario, lo que obstaculiza el flujo de recursos en la economía, reduciendo el nivel de bienestar general de la población.

   El cumplimiento de las obligaciones de divulgación de información generalmente contempladas en la regulación OPA (por ejemplo, preparación del Prospecto Informativo) requiere destinar recursos a la contratación de abogados, auditores, bancos de inversión, etc., además del tiempo dedicado por los propios funcionarios de las sociedades involucradas, que es extraído de otras actividades productivas, y de los costos de administración de la regulación en que incurre el propio órgano regulador responsable de su aplicación.

   La teoría económica sugiere que si los costos de transacción son mayores a los beneficios derivados para las partes de la misma, entonces la transacción no se realiza, a pesar de ser económicamente beneficiosa[5].

iii) Perjuicios al Accionista Minoritario. El encarecimiento del costo de la adquisición reduce el número de transacciones de control, perjudicando finalmente al propio accionista minoritario. En efecto, esta tesis sostiene que un mercado activo de adquisiciones de empresas beneficia a los pequeños inversionistas en la medida que genera un impacto disuasivo en el comportamiento de la administración de la sociedad (léase accionistas mayoritarios) ya que, de cumplirse la teoría de los mercados de capitales eficientes[6], cualquier ineficiencia notoria en la gestión social constituiría información pública que se reflejaría en una disminución de los precios de los valores emitidos por la sociedad, lo que a su vez incrementaría la probabilidad de ser objeto de una OPA y perder el control societario.

B. Las Opciones de Regulación. El Tratamiento en la Legislación Comparada

A partir de lo expuesto en el apartado anterior, consideramos que existen hasta tres opciones de regulación posibles: i) la primera opción es simplemente no regular; ii) la segunda consiste en obligar a efectuar una OPA siempre que se pretenda adquirir el control

[4] Para una mayor profundización de estas críticas, ver principalmente EASTERBROOK, Frank & FISCHEL, Daniel. Op.cit. capítulo 5.

[5] Esta afirmación es una derivación directa del Teorema de Coase. Ver COASE, Ronald. «El Problema del Costo Social». En: Econometrica, 1961.

[6] Esta teoría sostiene que los precios de los valores transados en mercados líquidos reflejan toda la información disponible en el mercado sobre el emisor. Para una profundización del concepto, ver BREALEY & MYERS. «Principios de Finanzas Corporativas». 1993.

de una sociedad cuyas acciones se listan en bolsa (modelo español); iii) la tercera opción es intermedia y consiste en regular únicamente los casos de adquisición de control que se efectúen a través de ofertas públicas de adquisición (modelo norteamericano).

i) La opción de no regulación. Esta opción ha sido adoptada en países como Holanda o México, en los que no existe obligación de efectuar una OPA para la adquisición de empresas listadas en bolsa. Se sustenta principalmente en los argumentos expuestos en el apartado 1.A.b. anterior.

ii) El Modelo Español. En esta opción, la legislación obliga al adquirente a efectuar una OPA en cualquier caso que se pretenda adquirir el control de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en bolsa. Así, esta opción generalmente contempla la obligación de efectuar una OPA incluso en casos de adquisiciones indirectas de control o actos de reorganización societaria que produzcan tal efecto.

Este modelo se aplica en España y está contemplado en la Ley del Mercado de Valores de España (Ley 24/1988), y reglamentada por el Real Decreto 1197/1991. La legislación española contiene reglas orientadas tanto a proteger a los accionistas minoritarios como a promover un adecuado flujo de información al mercado. En este punto, cabe citar a Zurita[7], uno de los principales comentaristas españoles sobre la materia, quien sostiene que «la OPA presenta la ventaja de ofrecer a todos los accionistas el mismo tratamiento, ya que el precio pagado por las acciones ha de ser igual para todos...».

Este modelo también se aplica en Colombia, de acuerdo a lo establecido en el Capítulo Quinto de la Resolución 400 de 1995 (Oferta Pública de Valores en el Mercado Secundario)

ii) El Modelo Norteamericano. En esta opción, la regulación se aplica únicamente cuando el adquirente pretende obtener el control de la sociedad mediante la realización de una oferta pública de adquisición (*tender offers*). Si el adquirente obtiene el control de otra forma (mediante negociación privada, por ejemplo) no es de aplicación esta norma.

Este modelo regulatorio se aplica en los Estados Unidos de Norteamérica, y está contemplado principalmente en la denominada Williams Act. La Williams Act es una ley federal dictada en 1968 que modifica la Ley del Mercado de Valores de 1934, específicamente en lo que se refiere a la adquisición de control de sociedades cotizadas en bolsa mediante ofertas públicas de adquisición (*tender offers*) o mediante compras en el mercado continuo[8]. Dicha norma establece un plazo mínimo de duración de la oferta y obliga al adquirente a divulgar diversa información relevante sobre la oferta. Según Robert Clark[9], la dación de la Williams Act responde a fuertes presiones por parte de la comunidad de inversionistas bursátiles en la década de los sesenta, a raíz de diversos casos de adquisiciones de empresas a través de *tender offers*, en las cuales no se proporcionaba mayor información al accionista respecto de los términos y condiciones de la adquisición, y se les obligaba a decidir entre vender o no sus acciones en un tiempo muy corto.

Obsérvese que en este modelo, el órgano regulador sólo interviene cuando efectivamente dicha intervención se requiere para proteger el interés del público inversionista. Por el contrario, si el control es adquirido mediante negociación privada no hay necesidad de regular.

C. La Posición adoptada en el Perú.

En cualquier caso, consideramos que ya el legislador peruano ha adoptado el modelo español, según ha sido plasmado en los artículos 68 y siguientes de la Ley del Mercado de Valores (la «LMV»), correspondiendo a CO-NASEV únicamente diseñar la reglamentación respectiva.

El citado artículo 68 de la LMV dice:

«La persona natural o jurídica que pretenda adquirir, directa o indirectamente ... una cantidad de acciones con derecho de voto inscritas en rueda de bolsa ... con el objeto de alcanzar en dicha sociedad una participación significativa, o incrementar la ya alcanzada, deben efectuar una OPA....»

El actual reglamento de Ofertas Públicas de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión[10] (el

[7] ZURITA SAENZ DE NAVARRETE, Jaime. «Oferta Pública de Adquisición en caso de Toma de Control o Aumento de Participación Significativa». En: Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAS). p. 31. Centro de Documentación Bancaria y Bursátil S.A. 1993. Estudio dirigido por SANCHEZ CALERO, Fernando.

[8] PRAT, Margarita. «Ofertas Públicas de Adquisición e Información Privilegiada». Pp.89. Ediciones Deusto 1995

[9] Ver CLARK, Robert. «Corporate Law». pp.546. Little, Brown & Company. 1986.

[10] Resolución Conasev 630-97-EF/94.10.

«Reglamento») es también consistente con esta posición. El artículo 1 del Reglamento define la *ratio legis* de la norma: permitir que todos los accionistas de una empresa listada en bolsa puedan participar de la prima de control que usualmente se paga en operaciones de cambio de control.

LEGISLACIÓN COMPARADA

PAIS	OBLIGACION DE LA OPA	BASE LEGAL
España	Si, a partir de la adquisición del 25% del capital.	Art. 1° del Real Decreto11 97/1991.
Estados Unidos	Sólo tratándose de *tender offers.*	*Williams Act.*
Comunidad Económica Europea	Puede ser obligatoria o voluntaria de acuerdo a lo que establezcan los Estados miembros.	Art. 2 de la Propuesta Modificada de la Directiva N° 13 de fecha 11/11/97.
Colombia	Si, a partir de la adquisición del 10% del Capital.	Art. 1.2.5.6. de la Resolución 400° de 1,995.
Gran Bretaña	Si, a partir de la adquisición del 30% del capital.	*City Code on take overs and mergers**
Chile	El Reglamento aún está en proyecto**	
Holanda	No es obligatorio***	
México	No es obligatorio****	

* El City Code no tiene fuerza de Ley; son reglas de conducta adoptadas por los agentes participantes del mercado. En: «Curso de Bolsa y Mercados Financieros». Cap. XIV. 1,996. Ariel Editores. Barcelona.

** Comunicado de Prensa del Ministerio de Hacienda del 30 de Setiembre de 1998.

*** En: «Curso de Bolsa y Mercados Financieros». Cap. XIV. 1,996 Ariel Editores. Barcelona.

**** Información proporcionada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México.

2. LAS ADQUISICIONES INDIRECTAS DE CONTROL

La adquisición indirecta del control de una sociedad (en adelante «Sociedad Objetivo») puede efectuarse de dos maneras[11]: i) a través de la adquisición de las acciones de los accionistas controladores (en adelante «Sociedad Controladora») de la Sociedad Objetivo; ii) a través de la realización de actos de reorganización societaria que involucren a la Sociedad Controladora.

La modalidad que finalmente se adopte dependerá en cada caso de las características y objetivos de las sociedades y accionistas involucrados.

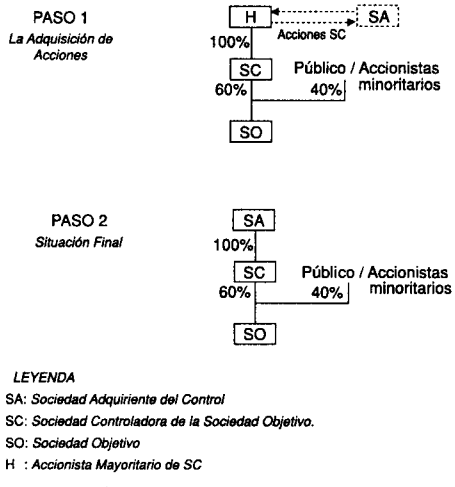
A. Modalidades Comunes

A continuación pasamos a revisar tres casos típicos con el fin de mostrar los elementos que consideramos más relevantes a tener en cuenta para la adopción de una política regulatoria de protección del accionista minoritario en esta materia.

i) Adquisición de Acciones de la Sociedad Controladora. Este es el supuesto más simple. En este caso, la sociedad que adquiere el control (en adelante «Sociedad Adquirente») adquiere un paquete mayoritario de las acciones de la Sociedad Controladora, que le permite controlar sus decisiones. Dado que esta sociedad tiene la mayoría de las acciones de la Sociedad Objetivo, la Sociedad Adquirente adquiere también, indirectamente, el control de esta última.

El gráfico 1 ilustra la transacción.

Gráfico 1: Adquisición de Acciones de la Sociedad Controladora



Como puede observarse del gráfico 1, en un primer momento el accionista de la Sociedad Controladora era la persona H (paso 1); luego de la venta (paso 2) el accionista de la Sociedad Controladora es la Sociedad Adquirente, quien es ahora el nuevo controlador de la Sociedad Objetivo.

Nótese que la prima de control es recibida por los accionistas de la Sociedad Controladora que venden sus acciones, mas no por los accionistas de la Sociedad Objetivo.

ii) Reorganizaciones Societarias. Para efectos de nuestro análisis, hemos seleccionado únicamente dos modalidades de reorganización societaria,

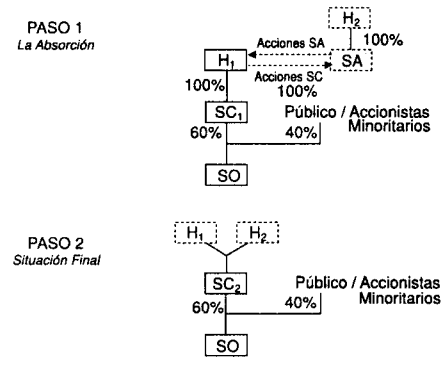
[11] Excluímos por ahora otras formas de adquisición del control que no implican el cambio de titularidad de las acciones, tales como convenios de gestión, convenios de colaboración empresarial, usufructo de acciones, reducciones de capital, etc.

ambas previstas en la actual Ley General de Sociedades (la «LGS»): fusión por absorción y escisión por incorporación.

a. Fusión por Absorción
En este supuesto, al momento de la fusión la Sociedad Controladora se extingue, y la Sociedad Adquirente absorbe su patrimonio, pasando a ser la nueva Sociedad Controladora (SC2). Los accionistas de la antigua Sociedad Controladora reciben acciones de la Sociedad Adquirente, más la prima de control (la prima puede estar reflejada en el *ratio* de intercambio pactado o puede ser pagada por separado).

El gráfico 2 ilustra este supuesto

Gráfico 2: Fusión por Absorción



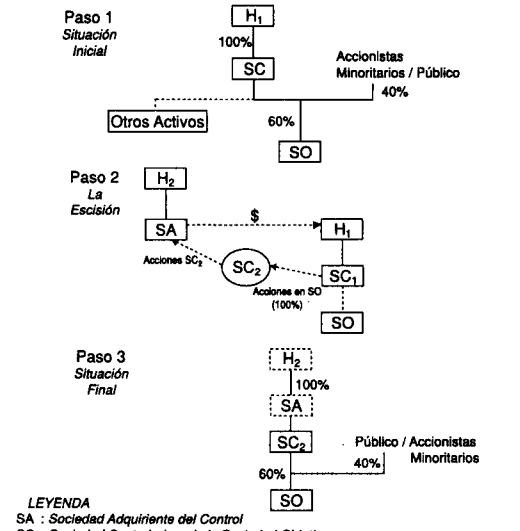
LEYENDA
SA : *Sociedad Adquiriente del Control (absorbente)*
SC_1 : *Sociedad Controladora de la Sociedad Objetivo (absorbida).*
SC_2 : *Sociedad Resultante de la Fusión de SA + SC_1*
SO : *Sociedad Objetivo SC_2*
H_1 : *Accionista Mayoritario de SC_1*
H_2 : *Accionista Mayoritario de SA*

A diferencia del caso anterior, los antiguos accionistas de la Sociedad Controladora se mantienen en la nueva sociedad. Nótese que, nuevamente, los accionistas minoritarios de la Sociedad Objetivo no reciben la prima de control.

b. Escisión por Transmisión de Bloque Patrimonial a una nueva sociedad. En este supuesto, la adquisición de control implica una división patrimonial de la Sociedad Controladora, trasladando el bloque patrimonial constituido por las acciones de la Sociedad Objetivo a un nuevo controlador. Adviértase que esta modalidad opera, en consecuencia, cuando la Sociedad Controladora tiene una o varias líneas de negocio, o cuando tiene una cartera de acciones de diversas empresas (*holding*).

El gráfico 3 ilustra este caso

Gráfico 3: Escisión por Transmisión de Bloque Patrimonial



LEYENDA
SA : *Sociedad Adquiriente del Control*
SC_1: *Sociedad Controladora de la Sociedad Objetivo*
SC_2: *Nueva Sociedad Controladora*
SO : *Sociedad Objetivo SC_2*
H_1 : *Accionista Mayoritario de SC_1*
H_2 : *Accionista Mayoritario de SA*

Los accionistas acuerdan que la Sociedad Controladora 1 segregue el bloque patrimonial constituido por las acciones que posee en la Sociedad Objetivo y lo transfiera a una nueva Sociedad Controladora 2, recibiendo a cambio acciones de dicha nueva sociedad. Acto seguido, los accionistas transfieren el control de dicha nueva Sociedad Controladora 2 a la Sociedad Adquirente, bien sea a través de una transferencia de acciones (como en el supuesto graficado) o de un aumento de capital.

Finalmente, la nueva Sociedad Controladora 2 es 100% propiedad de la Sociedad Adquirente -en conjunto con los accionistas de la Sociedad Controladora original, si la vía adoptada es un aumento de capital y no una transferencia de acciones- como se muestra en el Gráfico 3. En tal caso, la prima a pagar sería recibida únicamente por los accionistas de la Sociedad Controladora 1, y no por los accionistas minoritarios de la Sociedad Objetivo.

B. A modo de Conclusión Preliminar

Los tres casos de adquisición indirecta revisados nos permiten concluir preliminarmente lo siguiente: i) en todos los casos participa un vehículo intermedio (que nosotros hemos denominado Sociedad Controladora); ii) en todos los casos los accionistas minoritarios son excluidos de la prima de control. En nuestra opinión, es precisamente la existencia de este vehículo intermedio lo que posibilita la discriminación de los accionistas minoritarios de la Sociedad Objetivo,

porque dichos accionistas generalmente no son accionistas del vehículo, sino sólo de la Sociedad Objetivo. En consecuencia, efectuar la adquisición a través del vehículo hace posible «filtrar» a los accionistas minoritarios. Efectuada la adquisición del vehículo, el nuevo controlador puede sacar a los accionistas minoritarios, sin pago de la prima de control, de diversas maneras: mediante una OPC por exclusión; mediante una fusión entre la Sociedad Controladora y la Sociedad Objetivo, o simplemente mediante compra de acciones en el mercado continuo[12].

B. La Legislación Comparada

i) España. La legislación española sí regula los casos de adquisición indirecta. El numeral 1 del artículo 3 del Real Decreto 1197/1991 establece que la fusión o toma de control de sociedades, incluso aquéllas no cotizadas en bolsa o no domiciliadas, que a su vez tenga participación directa o indirecta en el capital de una tercera sí cotizada en bolsa, requiere la formulación de una OPA, previa o posterior según el caso, si a consecuencia de dicha fusión o toma de control, se alcanza participación significativa en la sociedad listada.

   El Real Decreto comentado obliga -artículo 3, inciso a)- al adquirente a efectuar una OPA previa, tratándose de casos de fusión o toma de control de sociedades de mera tenencia de valores[13], o en las cuales la participación significativa en la sociedad listada es parte esencial del activo, caso este último en el cual se aplica el criterio de la razón determinante, que estudiamos más adelante. Tratándose de casos de fusión y toma de control con sociedades distintas de las señaladas en el inciso a), se obliga al adquirente a efectuar una OPA posterior (artículo 3, incisos b y c, respectivamente).

   Obsérvese que la norma utiliza el término toma de control, y no procede a una enumeración de las modalidades en que ésta puede efectuarse (fusiones, adquisiciones o adquisiciones de acciones) como sí se hace en el Reglamento. Esta técnica legislativa es más recomendable, a nuestro entender, pues permite cubrir otras fórmulas de adquisición indirecta de control (como reducciones o aumentos de capital), y refleja con mayor precisión el objetivo de la regulación OPA adoptado.

ii) Comunidad Económica Europea. La propuesta de la Directiva 13 de la Comunidad Económica Europea sobre Ofertas Públicas de Adquisición no incluye a las adquisiciones indirectas de control. En la exposición de motivos del artículo 3 se indica que la Directiva en mención sólo se refiere a la toma de control directa mediante la adquisición de valores de la sociedad afectada, y no a la adquisición indirecta mediante la toma de control de un *holding* que controla la sociedad afectada. La Directiva deja a criterio de los países comunitarios la adopción o no de reglas en esta materia.

iii) Estados Unidos de Norteamérica. En los Estados Unidos de Norteamérica, como se ha indicado anteriormente, la Williams Act sólo se aplica a los casos de adquisición de control mediante *tender offers*; no existe regulación sobre adquisiciones indirectas. Cabe mencionar que el término *tender offers* no se define con precisión en dicha regulación[14].

3. EL TRATAMIENTO DE LAS ADQUISICIONES INDIRECTAS EN EL PERÚ

El tratamiento de las adquisiciones indirectas de control societario se encuentra contemplado en la LMV (artículo 68), y en el Reglamento (artículo 32, principalmente).

A. Alcances del artículo 32 del Reglamento

Como hemos visto, el artículo 68 de la LMV incluye expresamente las adquisiciones indirectas dentro de los alcances de la regulación OPA.

El artículo 32 del Reglamento precisa el tratamiento aplicable:

«Cuando se alcanza o incrementa la participación significativa en cualquiera de las proporciones señaladas en el artículo 6 del Reglamento, como consecuencia de una fusión o escisión de una persona jurídica que tiene participación directa o indirecta en el capital social de una tercera cuyas acciones con derecho a voto se encuentren inscritas en una bolsa de valores, o de la adquisición de acciones de dicha persona jurídica, sólo es obligatorio efectuar una OPA si dicha participación ha sido la razón determinante de la fusión, escisión o adquisición de acciones. (...)»

---

[12] Esta técnica es conocida como ramassage en la práctica francesa. Ver ZURITA, Jaime. Op.cit.p.30.

[13] La norma no especifica qué debe entenderse por «sociedades de mera tenencia de valores». Sin embargo, consideramos que se refiere a las sociedades de cartera o holdings.

[14] Ver KLEIN, William & COFFEE, John. «Business Organization and Finance. Legal and Economic Principles». pp.184. Foundation Press, 1993.

Si bien bajo el modelo de regulación adoptado, el citado artículo cubre razonablemente los supuestos de adquisición indirecta de control, llamamos la atención sobre dos aspectos que, en nuestra opinión, requieren revisión: i) existen supuestos de adquisición indirecta de control no cubiertos por el referido artículo; ii) la aplicación del criterio de la razón determinante, previsto en la norma como detonante de la obligación de efectuar una OPA, puede ser compleja y generar incertidumbre jurídica entre los agentes económicos.

Pasamos a desarrollar estas observaciones

i) Supuestos no Cubiertos. La norma limita su ámbito de aplicación únicamente a los casos de adquisición de acciones, fusiones o escisiones que involucren a la Sociedad Controladora. Sin que la enumeración sea taxativa, encontramos al menos los siguientes supuestos adicionales de adquisición indirecta que no estarían sujetos a la obligación de efectuar una OPA bajo el actual reglamento.

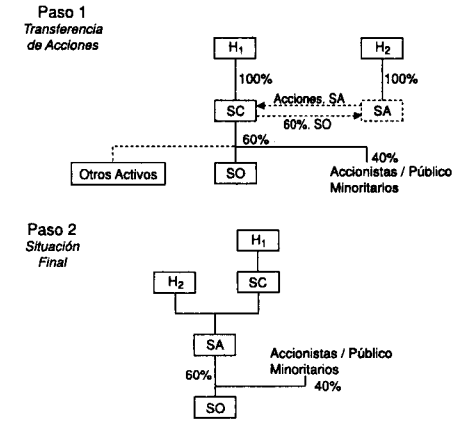
a. Reorganizaciones Simples. En este caso, la adquisición del control se produce mediante la segregación del patrimonio de la Sociedad Controladora del bloque patrimonial constituido por las acciones representativas del capital social de la Sociedad Objetivo, el cual es transmitido a una tercera sociedad (Sociedad Adquirente), a título de aporte, de manera que las acciones de la Sociedad Adquirente las recibe la propia Sociedad Controladora y no sus accionistas[15]. Nótese que no se produce una disminución patrimonial de la Sociedad Controladora, pues a cambio del bloque patrimonial que segrega recibe las acciones de la Sociedad Adquirente. Técnicamente, pues, no hay escisión por lo que no resulta aplicable el artículo 32 del Reglamento.

El gráfico 4 ilustra el caso

Obsérvese también que la prima de control sería pagada directamente a la Sociedad Controladora, y no a sus accionistas como en una escisión, aunque indirectamente correspondería a todos ellos a prorrata de su participación en el capital social. No obstante, los accionistas minoritarios de la Sociedad Objetivo nuevamente quedarían excluidos de la prima de control.

b. Reducción de capital. Un ejemplo puede ilustrar el punto: supóngase que una Sociedad Controladora tiene el control de tres sociedades, una de ellas listada en bolsa. Uno de sus dos accionistas (accionista A) desea adquirir el control de la sociedad listada y accede a pagar una prima de control al otro (accionista B); para eludir la obligación de efectuar una OPA, ambos accionistas pactan efectuar una reducción del capital de la Sociedad Controladora por amortización de las acciones de propiedad de B. La amortización puede efectuarse en efectivo o vía segregación de un bloque patrimonial a favor de B, cuya valorización incluya el monto de la prima a pagar. Tampoco en este caso se ha efectuado ninguna fusión o escisión, por lo que no resulta aplicable el artículo 32, aun cuando efectivamente ha habido una transmisión del control societario.

Gráfico 4: Reorganización Simple



SA: Sociedad Adquiriente del Control (absorbente)
SC: Sociedad Controladora de la Sociedad Objetivo
SO: Sociedad Objetivo
H_1 : Accionista Mayoritario de SC
H_2 : Accionista Mayoritario de SA

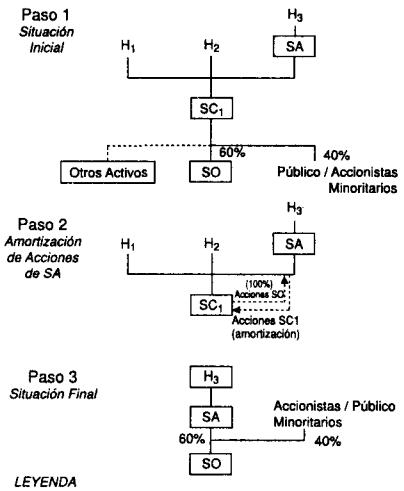
El gráfico 5 ilustra el ejemplo

Adicionalmente, cabe agregar que en este supuesto no se ha producido realmente una adquisición de acciones, por lo que podría sostenerse incluso que la actual legislación OPA no es de aplicación, tomando en cuenta el enunciado literal contenido en la LMV. Debe advertirse que la adopción de dicha interpretación podría desproteger a los accionistas minoritarios en casos de toma de control como el comentado, lo que sería contrario a los fines y objetivos de la regulación OPA, tal como ha sido adoptada en el Perú.

c. Supuestos de Excepción previstos en el Reglamento. Adicionalmente, tampoco sería de aplicación la regulación OPA en caso se adquiera

[15] Ver artículo 391 de la LGS; ver también Manual Societario, comentario 18/20, pp.531

Gráfico 5: Reducción de Capital



indirectamente participación significativa a través de aumentos de capital u operaciones de *underwriting*, por aplicación de las reglas de excepción previstas en el artículo 31 del propio Reglamento.

ii) El Criterio de la Razón Determinante. El artículo 32 contiene otra restricción al ámbito de aplicación de la norma: sólo existe obligación de efectuar una OPA en los casos en los que la adquisición de participación significativa en la Sociedad Objetivo ha sido la razón determinante de la fusión, escisión o adquisición de las acciones en la sociedad que tiene participación directa o indirecta en ella.

El antecedente inmediato de esta norma que hemos comentado es la legislación española, que establece este criterio para el caso de adquisiciones indirectas de sociedades de mera tenencia de valores:

Artículo 3 del Real Decreto 1197/91:

1. «En caso de fusión o de toma de control de otra sociedad o entidad (....) que tenga participación directa o indirecta en el capital social de una tercera cuyas acciones estén admitidas a negociación, serán de aplicación las siguientes reglas:

a) Si se tratara de la fusión o toma de control de una sociedad o entidad de mera tenencia de valores, o de una sociedad o entidad en la que los valores de la sociedad afectada constituyan parte esencial del activo cuya adquisición sea el motivo determinante de la fusión o toma de control, deberá formularse OPA (...)»

Dos observaciones previas: en primer lugar, el criterio se aplica a los casos de sociedades de mera tenencia de valores (*holdings*), en los que dicha sociedad tiene diversas líneas de negocios. Entendemos que conceptualmente no podría aplicarse el criterio en otros supuestos, aun cuando la norma reglamentaria peruana no lo precise expresamente.

En segundo lugar, la aplicación de este criterio tiene sentido en los casos de combinación patrimonial (fusiones o adquisiciones de empresas), mas no tanto en los casos de divisiones patrimoniales (escisiones): entendemos que la individualización patrimonial inherente a los casos de división patrimonial hace innecesaria la aplicación del criterio. En tal sentido, la inclusión de este supuesto en el artículo 32 resulta impropio.

Pero, ¿qué debe entenderse por razón determinante? En términos jurídicos, se entiende como razón determinante aquélla que resulte decisiva para configurar la voluntad de realizar un acto jurídico particular, cual es la adquisición del control societario. Sin embargo, evaluar esto puede resultar difícil y en algunos casos arbitrario: si bien pueden plantearse parámetros más objetivos de interpretación (por ejemplo, razón de proporción entre los activos de la Sociedad Objetivo respecto del total de activos de la *holding*; valor de la sociedad listada en bolsa respecto del valor total de la *holding*; o porcentaje de los ingresos totales de la *holding* generados por la sociedad inscrita en bolsa) la adopción de alguno de ellos puede resultar más útil en algunos casos y no en otros, con lo cual el órgano regulador tendería a aplicar la norma con cierta flexibilidad. Debe tenerse presente también que este criterio eleva los costos de administración de la regulación: el órgano regulador debe destinar importantes recursos para estudiar exhaustivamente adquisiciones por lo general complejas, sin contar muchas veces con información suficiente, lo que aumenta sustancialmente la probabilidad de error. Todo ello se traduce en una mayor incertidumbre jurídica.

Por otro lado, puede argumentarse válidamente que la prima de control pagada por la *holding* refleja el valor como grupo de todas las sociedades cuyo control es adquirido indirectamente por la Sociedad Adquirente, por lo que no es posible en estos casos discriminar para saber cuál de ellas es la verdaderamente determinante para la adquisición de la *holding*, salvo en

supuestos evidentes[16]. Si ello es así, concluye la argumentación, en realidad sólo puede considerarse que la adquisición del control de todas las sociedades controladas, como grupo, fue la razón determinante de la adquisición de la *holding*, y por lo tanto no existe obligación de efectuar una OPA por cada una de las sociedades en particular.

A. Precio y Oportunidad de la OPA

El segundo párrafo del artículo 32 del actual Reglamento señala:

«...debe efectuarse previamente a la fusión, escisión o adquisición de acciones de la persona jurídica una OPA por una cantidad de acciones igual a aquella cuya propiedad directa o indirecta se adquiere en virtud de la fusión, escisión o adquisición de acciones de la persona jurídica. La contraprestación para efectos de esta OPA no puede ser inferior a la que resulta de la aplicación del artículo 37 del Reglamento»

El párrafo bajo comentario nos merece dos observaciones, que pasamos a exponer.

El precio mínimo a que se refiere este artículo es el precio aplicable a las OPC; es decir, no puede ser menor a la cotización promedio del último trimestre. Como puede apreciarse, este precio no incluye la prima de control, por lo que difícilmente cumple los objetivos de brindar trato equivalente a todos los accionistas. En efecto, sería razonable esperar que los accionistas de control prefieran no vender sus acciones durante la OPA, y esperar a hacerlo posteriormente a un precio más alto, una vez cumplido el mandato legal, desvirtuando el objetivo mismo de la norma.

Por otro lado, en relación con la OPA previa debe tenerse presente lo siguiente: i) siempre existe el riesgo que, por cualquier causa, la adquisición posterior de control no llegue a ejecutarse, con lo cual la OPA previa habría sido un gasto inútil para el adquirente; ii) aun si se modificara el Reglamento para establecer que el precio a pagar en la OPA previa sea igual al que se pague a la sociedad controladora, la verificación de esto tendría que ser posterior y resultaría extremadamente complicada para CONASEV.

En la última sección de este artículo planteamos algunas recomendaciones respecto del tratamiento que podría adoptarse sobre esta materia.

4. EL TRATAMIENTO DE LAS ADQUISICIONES DIRECTAS DE CONTROL A TRAVÉS DE ACTOS DE REORGANIZACIÓN SOCIETARIA

La nueva LGS ha introducido en el Libro Cuarto, Sección Segunda, normas relativas a las reorganizaciones societarias que no existían en la ley anterior, vigente al momento de dictarse la actual regulación OPA, por lo que hemos considerado útil evaluar la aplicación de esta regulación en relación con las distintas variantes de reorganización societaria previstas en la LGS.

a. Obligación de Efectuar OPA. Es importante definir inicialmente si la adquisición directa de acciones de una sociedad inscrita en bolsa a través de actos de reorganización societaria genera la obligación de efectuar una OPA conforme al actual reglamento.

El artículo 4 del Reglamento indica que:

«está obligado a efectuar OPA toda persona natural o jurídica que pretende adquirir (...) a título oneroso acciones con derecho a voto .... cuando dicha adquisición permite alcanzar o incrementar la participación significativa en el emisor en los casos que señala el artículo 6 del Reglamento»

La norma no distingue entre las distintas formas jurídicamente válidas mediante las cuales una persona puede adquirir tales valores; por lo tanto, en aplicación del principio jurídico de que no se puede distinguir donde la ley no distingue, cualquier forma de adquisición de la propiedad de los valores en una cantidad que permita efectivamente alcanzar una participación significativa en el emisor generaría la obligación de efectuar una OPA. Puede replicarse que en algunos casos la reorganización societaria puede resultar en una toma de control por parte del adquirente sin que éste adquiera realmente la propiedad de las acciones de la Sociedad Objetivo, como en el caso de una fusión por incorporación, por ejemplo, en la cual se extingue la Sociedad Objetivo y por ende las acciones representativas de su capital social. En tales casos, entendemos que difícilmente puede sostenerse que existe la obligación de efectuar una OPA por cuanto técnicamente no se han adquirido las acciones de la sociedad listada en bolsa, aunque sí el control de sus activos societarios.

Sin embargo, a juicio nuestro esta discusión resulta irrelevante por cuanto si la reorganización societaria

[16] Como por ejemplo cuando la sociedad inscrita en bolsa representa más del 90% del patrimonio de la holding.

involucra directamente a la Sociedad Objetivo, el *ratio* de intercambio o en general cualquier contraprestación que reciban los accionistas por la transmisión de sus acciones debe ser equivalente para todos ellos y aprobada en junta de accionistas, como cualquier acto societario. No existe pues, en principio, forma legal para discriminar precios entre los accionistas: todos ellos deben recibir trato equivalente. ¿Cuál sería, entonces, la racionalidad de obligar a quien toma el control de esta forma a efectuar una OPA? Mas aún, debe tomarse en cuenta que el accionista ausente o disconforme con el precio (*ratio* de intercambio) puede ejercer su derecho de separación conforme al artículo 358 de la LGS[17].

b. Compensaciones Complementarias. La LGS contempla también en el artículo 347, numeral 5 (372, numeral 6, para el caso de escisiones) la posibilidad de que ciertos accionistas reciban algún tipo de compensaciones complementarias en caso de fusión o escisión de la sociedad. La racionalidad de esta norma puede explicarse por el hecho que es posible que accionistas mayoritarios de la sociedad mantengan relaciones comerciales particulares con la empresa que deben ser reconocidas de alguna manera. Por ejemplo, pueden existir garantías reales o personales de los accionistas frente a instituciones financieras, propiedad cruzada en diversas empresas subsidiarias o vinculadas, contratos de gestión, etc.

Debe admitirse que esta vía puede ser también utilizada para pagar la prima de control a un grupo de accionistas y no al resto. No obstante, dada la complejidad y diversidad de las relaciones que pueden existir entre las sociedades, sus accionistas y las sociedades vinculadas, así como la dificultad del órgano regulador para acceder a este tipo de información, creemos muy costoso y probablemente ineficaz encargarle la supervisión de este tipo de compensaciones. En todo caso, tratándose de sociedades con acciones inscritas en el RPMV (Registro Público del Mercado de Valores), resultaría legalmente factible obligar a la sociedad adquirente a divulgar al mercado información relativa a la existencia de este tipo de compensaciones.

5. ADQUISICIONES INVOLUNTARIAS DE CONTROL

Técnicamente, es factible que se produzcan adquisiciones de participación significativa en el capital social que no obedezcan a una intención de adquirir el control por parte del adquirente. Una regla que obligue a efectuar una OPA a un accionista que no desea realmente obtener el control sería muy exigente y probablemente injustificada.

En tales casos, consideramos razonable otorgar un plazo prudencial al accionista para que venda sus acciones (el exceso sobre el umbral correspondiente, de conformidad con el artículo 6 del Reglamento), suspendiendo mientras tanto el ejercicio de sus derechos políticos, y evite así la obligación de efectuar una OPA. Vencido dicho plazo (que podría ser de 6 meses, tomando en cuenta el tiempo promedio que lleva preparar y efectuar una oferta de acciones) si el accionista no ha procedido a la venta de sus acciones, es razonable concluir que su objetivo sí fue efectivamente obtener el control de la sociedad y, por lo tanto, debe obligársele a efectuar una OPA. El precio en la OPA no podría ser inferior al pagado en la adquisición inicial.

A continuación revisamos algunos supuestos concretos.

A. Adquisición Transitoria de Acciones.

La adquisición de una participación significativa puede producirse como consecuencia de una operación de colocación de valores, en los cuales se haya pactado una garantía total o parcial de colocación, conforme al artículo 194, inciso e) de la LMV[18]. Si no es posible colocar los valores entre el público inversionista, el agente o entidad financiera puede terminar siendo propietario de una participación significativa del capital social de la empresa, en cumplimiento de su obligación de garantizar la colocación de valores.

En este caso, consideramos conveniente otorgar a dicha entidad un plazo de seis meses para vender el exceso de sus acciones sobre el umbral previsto en el reglamento, bajo sanción de efectuar una OPA por el 100% del saldo de acciones no adquiridas a un precio no menor al pagado en la colocación[19].

Debe observarse que en el actual reglamento el supuesto está previsto como una excepción a la obligación general de efectuar OPA, lo cual entendemos podría dar lugar a usos indebidos de la excepción.

[17] Similar derecho asiste a los accionistas en caso de escisión.
[18] Hay también una norma similar prevista en el numeral 37) del artículo 221 de la Ley General de Instituciones Bancarias y Financieras.
[19] Ver numeral 3 del artículo 3 del Real Decreto 1197/1991 de España.

B. Oferta Pública Primaria y de Venta.

Al igual que en el caso de una adquisición transitoria de acciones el obtener una participación significativa puede no haber sido el objetivo real del adquirente de los valores en la OPV, por lo que resultaría razonable otorgarle también en este caso un plazo máximo de seis meses para vender sus acciones antes de obligarlo a efectuar una OPA, en los mismos términos indicados en el numeral anterior.

El precio en la OPA igualmente no podría ser inferior al pagado en la OPV.

Un supuesto diferente es el referido a la adquisición de control a través de una oferta primaria de acciones. De acuerdo al actual reglamento esta es una excepción a la obligación de efectuar una OPA. Entendemos que esta excepción se justifica en el hecho de que en muchos casos ello es necesario para permitir el ingreso de un socio estratégico, hecho que puede ser empresarialmente importante. Adicionalmente, debe observarse que en este caso los ingresos provenientes de la venta de las acciones no van al accionista vendedor, como en el caso anterior, sino a la propia sociedad, por lo que la eventual prima que se pague sería indirectamente percibida por todos los accionistas de la sociedad y no sólo por un accionista. En tal supuesto, no sería necesario aplicar la regulación OPA.

C. Reducción de Capital.

La adquisición involuntaria de participación significativa también puede producirse a consecuencia de una reducción de capital, debido, por ejemplo, a la amortización de las acciones de uno o más accionistas derivada del ejercicio del derecho de separación. Como ya hemos advertido, una lectura literal del artículo 68 de la LMV sugeriría que no hay lugar a la obligación de efectuar una OPA por cuanto no hay efectivamente una adquisición de acciones, aun cuando ello colisione con el objetivo mismo de la legislación OPA. En cualquier caso, creemos razonable que se otorgue también un plazo prudencial a estos accionistas para vender sus acciones, bajo sanción de efectuar una OPA. El precio en la OPA no podría ser inferior al precio pagado durante el ejercicio del derecho de separación.

6. EL PROBLEMA DE LA COERCIÓN

¿Cuál debe ser la extensión de la OPA? ¿Debe efectuarse por el 100% de las acciones con derecho de voto de la Sociedad Objetivo (OPA total), o puede efectuarse por un porcentaje menor (OPA parcial)? La legislación comparada sobre la materia no es uniforme: en Estados Unidos la OPA puede ser por cualquier porcentaje que el adquirente estime suficiente para adquirir el control de la sociedad, tomando en cuenta el grado de dispersión promedio del accionariado en las compañías norteamericanas; en España las OPA's pueden también ser parciales, aunque con sujeción a reglas de porcentajes mínimos[20], sin llegar en ningún caso a obligar a adquirir el 100%; en el Perú seguimos fundamentalmente el modelo español. En el caso de Gran Bretaña, sin embargo, el modelo es diferente: las OPA's sólo pueden efectuarse por la totalidad de las acciones de la sociedad[21].

El problema a tomar en cuenta es el siguiente: las OPA's parciales generan una fuerte presión entre los inversionistas a vender sus acciones en la OPA, ante el temor que, si no venden sus acciones y la OPA es exitosa, éstas perderán liquidez y podrían ser luego adquiridas por el mismo adquirente a un menor precio, bien sea a través de una OPC o de una fusión, por ejemplo. Pongamos el siguiente caso: la Sociedad Adquirente formula una OPA parcial por el 70% de las acciones, y anuncia al mismo tiempo que tiene previsto efectuar posteriormente una OPC por el 30% restante. El efecto probable de una estrategia de adquisición de este tipo[22], sería que las acciones no vendidas durante la OPA perderán liquidez debido a la concentración del accionariado en el nuevo propietario[23]. Dicha pérdida de liquidez se reflejaría en una disminución de la cotización de las acciones, y por ende, en el precio a pagar durante la OPC. En este escenario puede esperarse que los accionistas minoritarios, dado que no saben si la OPA va a ser exitosa o no (esto es, desconocen cuál será el comportamiento del resto de accionistas), decidan racionalmente vender sus acciones en la OPA, aun sabiendo que el adquirente estaría dispuesto a pagar un mayor precio por la obtención del control de la sociedad[24], para evitar quedarse en el lado incorrecto de la

[20] Estos porcentajes están fijados en el artículo 1 del Real Decreto, y funcionan como una suerte de umbrales de participación accionaria que activan la aplicación de la regulación OPA.
[21] En: POLO, Marco. «Curso de Bolsa y Mercados Financieros». Cap. XIV. Ariel Editores. Barcelona, 1996
[22] Esta modalidad de adquisición del control es también denominada adquisición en dos etapas en la doctrina norteamericana. Ver CLARK, Robert. «*Corporate Law*». LITTLE, BROWN & COMPANY. 1986.
[23] Este efecto de pérdida de liquidez se conoce como freeze-out (congelamiento) en el lenguaje coloquial norteamericano.
[24] Ver COFFEE, John & KLEIN, William. Op.cit. Pp.185.

transacción[25]. Obsérvese que para efectuar la OPC, el adquirente únicamente requiere el voto de las dos terceras partes del capital, según el literal a) del artículo 37 de la LMV, sin estar obligado a pagar una prima por este porcentaje. De hecho, el artículo 69 señala que el precio de la OPC debe ser el promedio de los últimos 6 meses de la cotización bursátil de las acciones. Así, el precio realmente pagado por el adquirente por las acciones durante la toma de control es el promedio del precio pagado durante la OPA y la OPC, ponderados por el porcentaje del capital adquirido en cada caso.

Una manera de evitar este efecto es obligar a quien desee adquirir el control a efectuar una OPA por el 100% de las acciones representativas del capital social con derecho a voto, como plantea la normativa británica. Al respecto debe tenerse presente que la LMV no especifica la extensión que debe tener la OPA, por lo que es materia reglamentaria decidir este aspecto. No obstante, tomando en cuenta que un cambio radical de la regla en este sentido podría generar resistencias en el mercado, podría evaluarse la posibilidad de incluir en el Reglamento una regla que obligue al adquirente que efectúe una OPC dentro de los 18 meses siguientes a la OPA a pagar en la OPC el mayor de: i) el precio por acción pagado en la.OPA; ii) el precio promedio de la cotización bursátil que se indica en el artículo 69º de la LMV[26].

7. COMENTARIOS FINALES

Nos permitimos plantear las siguientes reflexiones finales:

a) La política regulatoria a diseñarse debe orientarse a corregir las imperfecciones del mercado. En este sentido, no debemos olvidar que la prima es finalmente una remuneración por el control de una empresa: así, si el control está concentrado en uno o un grupo de accionistas, quienes eventualmente han pagado a su vez una prima por adquirirlo, resulta injustificado obligarlos a compartirla en caso que decidan vender sus acciones; si, por el contrario, el control está disperso entre un gran número de accionistas, parece razonable concluir que la prima les corresponde a todos ellos a prorrata de su participación accionaria. Sólo en este último supuesto y tomando en cuenta los problemas de información asimétrica que enfrentan los accionistas minoritarios resultaría justificado regular la toma de control mediante una OPA, sobretodo considerando que parece ser la forma idónea de adquirir el control de sociedades de accionariado difundido, asegurando una adecuada divulgación de información y que todos los accionistas reciban trato equivalente.

b) Sin embargo, mientras no se modifique legislativamente los parámetros de la regulación fijados en la LMV, sugerimos balancear dos aspectos: por un lado, el principio de neutralidad en la regulación[27], que obliga a dispensar el mismo tratamiento a todas las formas de combinaciones empresariales mediante las cuales puede adquirirse el control de sociedades cotizadas en bolsa, o que produzcan sustancialmente el mismo efecto, a fin de hacer coherente el marco legal ya sancionado en la LMV; y por otro lado, la necesidad de no aumentar innecesariamente los costos de transacción asociados al mercado de adquisiciones y fusiones de empresas de manera que se impida un adecuado flujo de recursos en la economía.

c) En concordancia con el objetivo de compartir la prima adoptado por la legislación peruana, sugerimos evaluar los siguientes planteamientos preliminares para una regulación alternativa de las adquisiciones de control societario: i) ampliar el ámbito de cobertura de la regulación sobre adquisiciones indirectas para incluir supuestos adicionales de toma de control, eliminando el criterio de la razón determinante; ii) establecer con mayor claridad la obligación del adquirente de pagar un solo precio a todos los accionistas[28],

---

[25] Esto constituye una suerte de dilema del prisionero: a pesar de que los accionistas estarían mejor si deciden no vender en una OPA parcial para obligar a la Sociedad Adquirente a extender el alcance de la OPA o a mejorar el precio ofrecido, racionalmente deciden vender por el temor de luego tener que vender a un menor precio. El problema de organización colectiva es lo que impide a los accionistas minoritarios ponerse de acuerdo para maximizar el precio de venta de sus acciones.

[26] El autor norteamericano BEBCHUK propone otra alternativa que podría pr oducir los efectos deseados: permitir a los accionistas votar colegiadamente «aprobatoria» o «desaprobatoriamente» respecto de la OPA parcial. Si la mayoría de los accionistas vota a favor, la OPA es existosa y todos tienen derecho a vender, incluso los que votaron en contra (obviamente con sujeción al límite máximo de adquisición ofertado por el adquirente), si así lo desean; pero si la mayoría vota no, entonces la OPA no procede y ningún accionista vende sus acciones. Nótese que, en este último caso, si el precio ofrecido era realmente atractivo, los accionistas al votar en contra perderían una buena oportunidad de vender a buen precio. De esta manera, explica Bebchuk, se elimina el problema de la coerción y, al mismo tiempo, se genera incentivos para que los accionistas revelen sus verdaderas preferencias y elijan su mejor opción: si votan no porque quieren aprovechar el interés del adquirente, corren el riesgo de no vender sus acciones.

[27] Con esto nos referimos al concepto que todo sistema legal debe ser neutral frente a los diversos arreglos societarios o contractuales mediante los cuales puede efectuarse transacciones, a fin de que las partes seleccionen el que mejor convenga a sus intereses.

[28] El artículo 13 del Reglamento ya establece dicha obligación, aunque de manera muy genérica a nuestro juicio.

contraprestación a los accionistas fuera de la OPA; iii) establecer un régimen de responsabilidad por el contenido del Prospecto Informativo similar al establecido en el Reglamento de Ofertas Públicas de Valores y sancionar drásticamente su incumplimiento.

LOS MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES DE VALORES EN ESPAÑA: UNA VISIÓN PANORÁMICA

Emilio Díaz Ruiz*

El Decreto Legislativo 861 del 22 de octubre de 1996, Ley del Mercado de Valores, y sus posteriores reglamentos, han tenido como base a la legislación española existente sobre este tema, por lo que ésta también debe conocerse a fin de estar informados sobre las razones de la creación de ciertas entidades, su funcionamiento, supervisión, etc.

En el presente artículo, el autor nos da una visión panorámica de la regulación que existe en España de los mercados secundarios oficiales, desde las bolsas de valores, hasta los mercados de opciones y futuros financieros, así como las perspectivas de crecimiento que él encuentra.

I. ANTECEDENTES

La historia de los mercados secundarios oficiales de valores en España es ya antigua, aunque relativamente reciente si la comparamos con la de otros países[1].

Por otro lado, en la última década se ha producido en España un cambio revolucionario en la organización y funcionamiento de los mercados de valores. La Ley 24/1988 del 28 de julio, Ley del Mercado de Valores, reemplazó a la regulación de estos mercados contenida en los artículos 64 y siguientes del Código de Comercio, respecto de las bolsas entonces llamadas de comercio, en parte por el Real Decreto 505/1987 del 3 de abril, relativo al sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado. Esta Ley del Mercado de Valores supuso un cambio radical en la organización de los mismos ya que, de una parte, reorganizó sustancialmente su funcionamiento interno, separando las funciones de negociación de las de compensación y liquidación, y de otra, introdujo legalmente los conceptos de valor negociable y de valor mobiliario no incorporados a títulos sino representados por anotaciones en cuenta, aunque el Real Decreto 505/1987 ya había recogido estos conceptos, si bien referidos sólo a la deuda del Estado; finalmente, permitió la creación de mercados de valores distintos a los tradicionales, es decir de las bolsas de valores y del entonces relativamente reciente Mercado de Deuda Pública Anotada.

---

* Abogado, Profesor Titular de Derecho Mercantil de la Universidad Computense de Madrid

1 Existen lonjas y casas de contratación en Valencia (1283), Barcelona (1339), Burgos (1494), Sevilla (1585), Bilbao y Madrid (1632); sin embargo, la primera Bolsa de Valores se creó por Real Decreto del 10 de setiembre de 1831, siendo su autor el mismo que el del Código de Comercio de 1829, D. Pedro Sáinz de Andino. La primera Bolsa reconocida como tal se fundó en Amberes en 1460 (véase, sobre origen de las bolsas en Europa y en España, BONILLA SAN MARTIN, A. y MIÑANA VILLAGRASA, E. "Derecho Bursátil", Madrid, 1924, p. VII a XIII). Sin embargo, la doctrina española siempre estuvo interesada por esta cuestión; de hecho, la primera obra conocida que trata sistematizadamente sobre las bolsas de valores es la del español José de la Vega, publicada en Amsterdam en 1688 con el título "Confusión de confusiones, diálogos curiosos entre un philósopho agudo, un mercader discreto y un accionista erudito, describiendo el negocio de las acciones, su origen, su etimología, su realidad, su juego y su enredo."

En suma, si, como la doctrina había venido manifestando desde antiguo, existía una falta de adecuación del sistema bursátil español a la evolución de los mercados internacionales[2], la Ley del Mercado de Valores adaptó el sistema español a la situación y a las tendencias que se manifestaban en los mercados más desarrollados.

Después de la entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores se aprobó la Directiva 93/22/CEE del 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, modificada con posterioridad por la Directiva 95/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo del 29 de junio de 1995, y complementada por la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los servicios de indemnización de los inversores. Era preciso adaptar la normativa española a las Directivas comunitarias citadas, respecto de alguna de las cuales habían quedado ya excedidos los plazos de adaptación debido a problemas de tramitación parlamentaria española, y a las impugnaciones ante el Tribunal Constitucional que ciertas Comunidades Autónomas habían efectuado a los preceptos originales de la Ley del Mercado de Valores, pendientes de resolución en el momento de discusión de alguno de los proyectos de ley de adaptación, pero resueltos luego por una sentencia del 16 de julio de 1997 que declaró parcialmente inconstitucional la referida Ley por invadir las competencias de algunas Comunidades Autónomas, específicamente la catalana y la vasca[3]. Como respuesta tanto a las necesidades de adaptación al Derecho comunitario como a la referida sentencia del Tribunal Constitucional, y, también, para adaptar la Ley en su redacción original a las nuevas circunstancias de los mercados financieros internacionales y a la experiencia de los diez años de funcionamiento de la misma, se dictó la Ley 37/1998, del 16 de noviembre, de reforma de la del Mercado de Valores (en adelante, las referencias a la Ley del Mercado de Valores lo serán al texto resultante de las modificaciones introducidas por esta Ley 37/1998).

La Ley del Mercado de Valores introduce, tras su reforma de 1998, una variación en el concepto de mercado[4]. Básicamente, se reacuña, en el sentido de confirmar la denominación, el término de "mercados secundarios oficiales de valores" (frente a la expresión "mercados organizados", de la Directiva comunitaria), y se reconoce específicamente como tales no sólo a las bolsas de valores, sino también al Mercado de Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta, a los Mercados de Futuros y Opciones, cualquiera que sea el tipo de activo subyacente, y aquellos otros que, teniendo ámbito estatal, cumplan los requisitos previstos en la propia Ley para ser reconocidos como tales, o aquéllos que autoricen las Comunidades Autónomas con competencia, en este caso sólo con ámbito autonómico; pero debe entenderse que reuniendo los mismos requisitos, a saber, que funcionen regularmente y sujetos a las previsiones de la Ley del Mercado de Valores y normativa de desarrollo, específicamente en lo que se refiere a condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad.

Se recoge en la Ley del Mercado de Valores la diferenciación que se contenía en la Directiva, y que ya había recogido de alguna manera el Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea[5], entre los llamados instrumentos financieros y los valores negociables, de tal manera que instrumento financiero sería una categoría dogmática superior, en la que se integrarían los valores negociables y otros instrumentos financieros

---

2 Véase A. SÁNCHEZ ANDRÉS. "En torno al concepto, evolución y fuentes del Derecho Bursátil en el sistema jurídico español". Revista de Derecho Mercantil, 55/1980; Ibid, Nueva Legislación del Mercado de Valores (observaciones preliminares al anteproyecto de 1985), Revista de Derecho Bancario y Bursátil. 73/1999, p. 67 y siguientes.

3 Sobre la prevista necesidad de adaptación, teniendo en cuenta las previsiones de existencia de un mercado realmente único europeo en 1993, y los antecedentes y proyectos de Directivas, luego materializados, véase TAPIA y J. SÁNCHEZ-CALERO, A.J. "La adaptación del Derecho español del mercado de valores al Derecho comunitario" Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 44/1991, p. 967 y siguientes; de los mismos autores, "La reforma de la Ley del Mercado de Valores. Introducción general", Cuadernos de la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 3, Madrid, 1996, p. 5 y siguientes. Sobre las competencias autonómicas en materia de mercados de valores, véase mi trabajo "Reflexiones sobre competencias del Estado y las Comunidades Autónomas en materia de mercados secundarios de valores". Revista de Derecho Mercantil 103-104/1989, p.817 y siguientes, anterior a la sentencia del Tribunal Constitucional 133/1997, del 16 de julio, y, como obras posteriores, VERA, M. "Mercado único de valores y comunidades autónomas (comentario a la sentencia del Tribunal Constitucional 133/1997, del 16 de julio)" Revista de Administración Pública, 145, p. 147 y siguientes; y ABELLA SANTAMARÍA, J. "Competencias estatales y autonómicas sobre el mercado de valores. La sentencia del Tribunal Constitucional". Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 73/1999, p. 85 y siguientes. Sobre la adaptación del Derecho español en materia bursátil a la normativa sobre las Comunidades Europeas, véase J. ZURITA. "El derecho europeo sobre el mercado de valores y su repercusión en el ordenamiento español", Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 21/1986, p. 13 y siguientes.

4 Vid. sobre este tema RUBIO DE CASAS, M.G. "Los mercados en el Proyecto de Reforma de la Ley del Mercado de Valores de diciembre de 1995". Cuadernos de la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 3/1996, p. 41 y siguientes; también, mi trabajo "Los mercados de opciones y futuros financieros y la incorporación de la Directiva 93/22/CEE" publicado en la misma obra colectiva, p.55 y siguientes.

5 Véase la sentencia del 10 de mayo de 1995 en el asunto C-384/1993, Alpine Investments B.V.

distintos de los mismos, como por ejemplo las opciones y los futuros financieros[6].

En cualquier caso, discusiones doctrinales aparte, la Ley del Mercado de Valores considera ahora como objeto de la negociación en los mercados no los valores sino los llamados instrumentos financieros, dentro de los cuales se incluyen los valores negociables y otros instrumentos que, por tanto, también se negocian de la forma que en cada mercado se establezca conforme a sus características, por lo que no cabe identificar valor negociable con todo objeto de negociación en los mercados de valores.

II. LAS BOLSAS DE VALORES

Las bolsas de valores fueron, como se ha adelantado, los primeros mercados organizados existentes en España. La primera se creó en 1831, y fue la de Madrid[7].

Las bolsas españolas tienen hoy un régimen muy distinto del que preveía el Código de Comercio[8]. Ahora se encuentran regidas por una sociedad anónima, cuyos socios son precisamente los miembros del mercado, de tal manera que no se puede ser miembro de bolsa sin ser accionista de la sociedad rectora ni al contrario. Los miembros de las bolsas son, por el momento, las Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa; a partir del 1 de enero de 2000 podrán acceder a dicha condición las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito españolas y comunitarias, e incluso las de países terceros, siempre que cumplan los requisitos legales establecidos a tal efecto. Respecto de los mercados secundarios ubicados en los territorios de las Comunidades Autónomas, y con ámbito autonómico exclusivo, podrán ser miembros aquellas entidades que las Comunidades Autónomas determinen en los casos en que tengan competencia sobre la materia (debe señalarse que dichos mercados aún no existen). Las Sociedades y Agencias de Valores son sociedades anónimas especiales regidas por la propia Ley del Mercado de Valores y por varias normas de desarrollo de la misma, especialmente por el Real Decreto 276/1989 del 22 de marzo, sobre Sociedades y Agencias de Valores. Debe hacerse notar que existe un proyecto de modificación de este Real Decreto que alterará sustancialmente el régimen de estas entidades, al menos en lo que se refiere a exigencias del capital y requisitos de actuación interna.

En las bolsas de valores (en la actualidad existen cuatro: en Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao) sólo se realizan operaciones de compraventa de valores al contado, teniendo en cuenta que tienen la exclusiva en la negociación de acciones y de valores que den derecho a la suscripción o conversión en acciones. Por lo demás, se pueden negociar todos los demás valores negociables e instrumentos financieros que determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Junto a las bolsas de valores indicadas existe un sistema de interconexión de las mismas, que de hecho opera como otra bolsa superpuesta a las cuatro refe-

---

[6] La redacción original de la Ley del Mercado de Valores generó una controversia doctrinal no resuelta, que sin duda se reiniciará, en otros términos, tras la entrada en vigor de la Ley 37/1998. Se mantuvieron en doctrina posturas contrarias acerca de si el concepto de valor negociable y el de valor mobiliario eran los mismos, o si se trataba de conceptos diferenciados; del mismo modo, se discutía acerca de si el concepto 'valor negociable' era un concepto integrador que englobaría a todos los derechos de contenido patrimonial que pudieran negociarse en el sentido de transmitirse en masa y sin identificación de los titulares transmitentes y adquirentes en el momento de la negociación. No puede decirse que se haya alcanzado un consenso sobre la materia. En mi opinión, sin embargo, precisamente la Ley del Mercado de Valores, aunque no sea más que una trasposición de la Directiva en este punto, y quizá pudo hacerse de forma más correcta, viene a superar las discusiones existentes hasta ahora. El concepto de 'instrumento financiero', como concepto superpuesto, resuelve los problemas de las diferenciaciones existentes entre los distintos derechos de contenido patrimonial negociables, muchos de ellos sin encajar en el concepto de 'valor', aun con el apellido de 'negociable', por cuanto el concepto antedicho tenía una trayectoria histórica determinada, que era a la vez un soporte importante para su comprensión, pero también un lastre, en el sentido de que difícilmente correspondía con los nuevos derechos que se negociaban, y especialmente con la forma de negociarlos, en los mercados secundarios. Sobre la cuestión, puede verse DE EIZAGUIRRE, José María. "La opción por el concepto amplio de título valor". Estudios Jurídicos en Homenaje al Profesor Aurelio Menéndez, Tomo I, p. 1133 y ss; FARRANDO MIGUEL, I. "El concepto de valor negociable y la aplicación en España de la cultura de la transparencia". Ibid. p. 1197 y ss; VALENZUELA GARACH, F. "Valores negociables, títulos-valores y atipicidad". Ibid. p. 1389 y ss; RECALDE CASTELLS, A. "Los valores negociables ¿concepto delimitador del derecho del mercado de valores? Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 74/1999, p. 95 y siguientes, aunque este último autor ya toma en cuenta el nuevo texto de la Ley del Mercado de Valores, sin resolver realmente la cuestión. Sobre el nuevo concepto de 'instrumento financiero', puede verse MÍNGUEZ PRIETO, R. "Los instrumentos financieros en las normativas comunitaria y española" En: "Productos Financieros Derivados y Mercados Organizados", Madrid, 1997, dirigida por E. Díaz y P. Larraga.

[7] Además de la bibliografía citada más arriba, puede verse ALEJANDRE, J.A. "El marco histórico de la creación de la Bolsa de Madrid". Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 3/1981, p. 537 y siguientes; J. A. GALVARRIATO. "La Bolsa de Madrid. Desenvolvimiento histórico de la Ley de 10 de septiembre de 1831 de la Bolsa". Madrid, 1935.

[8] Sobre el régimen anterior, aunque ya adelantando en parte el nuevo, puede verse GARRIGUES, J. "El concepto orgánico de Bolsa". Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 4/1981, p. 741 y siguientes; también SÁNCHEZ ANDRÉS, A. "En torno al concepto, evolución y fuentes del Derecho bursátil en el sistema jurídico español". Revista de Derecho Mercantil, No. 155/1980, p. 7 y siguientes. También, F. SÁNCHEZ CALERO. "La bolsa y el sistema de las anotaciones en cuenta". Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 26/1987, p. 247 y ss, especialmente p. 255 y 256, y 259 a 261.

ridas, denominado Sistema de Interconexión Bursátil, que a su vez se rige por la Sociedad de Bolsas, otra sociedad anónima en cuyo capital participan, a partes iguales, las sociedades rectoras de las cuatro Bolsas de Valores existentes. Para que un valor se negocie en el Sistema de Interconexión Bursátil es necesario que esté admitido a cotización en, al menos, dos Bolsas de Valores[9].

Tanto a través del Sistema de Interconexión Bursátil como en las propias bolsas de valores sólo se negocia, es decir, se conciertan, los contratos de compraventa de valores siempre con la intermediación de Sociedades o Agencias de Valores y Bolsa, de tal manera que todo contrato bursátil implica una doble relación jurídica, al menos: la de compraventa propiamente dicha y la de comisión bursátil entre el comprador o vendedor, que actuaría como comitente, y la Sociedad o Agencia de Valores y Bolsa, que actuaría como comisionista, salvo en los casos en que las sociedades de valores y bolsa actuasen en su propio nombre y cuenta (dada la escasa capacidad inversora que la Ley permite a las Agencias de Valores y Bolsa, sus operaciones en nombre y por cuenta propios son residuales y de todo punto marginales). Caben contratos de subcomisión, ya que hay una serie de personas y entidades que pueden recibir órdenes para su transmisión a las Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa, en cuyo caso existiría un contrato de comisión y otro u otros de subcomisión bursátil.

Hay que señalar que ni la compraventa bursátil propiamente dicha (que, hoy en día, sólo es al contado, aunque existe un sistema de crédito al mercado y otro de préstamo de valores), ni los contratos de comisión bursátil, están regulados por normas legales. Algunas referencias a los mismos se hacen en el Reglamento de Bolsas de 1967, parcialmente vigente, dada la - cabe señalar - pésima técnica reglamentaria que permitió la vigencia del mismo en la medida que no fuera contradictorio con la Ley del Mercado de Valores y las normas de desarrollo de la misma que pudieran ir dictándose en el tiempo, lo que ha generado una inseguridad jurídica absoluta acerca de cuáles preceptos del Reglamento de Bolsas deben entenderse vigentes y cuáles no. Una derogación formal del mismo parecería conveniente en estos momentos, transcurridos ya más de diez años desde la entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores en su versión original, y habiéndose desarrollado la misma con numerosísimas normas reglamentarias de diverso rango e índole, por lo que podía haberse aprovechado para reglamentar los aspectos que, del Reglamento de Bolsas citado, pudiera interesar que siguieran vigentes.

Sin embargo, existen unos usos muy desarrollados sobre contratación bursátil, además de aplicarse subsidiariamente las normas del Código de Comercio y del Código Civil sobre contratos de compraventa, de comisión y de mandato[10], y algunas normas especiales contenidas en la legislación bursátil (de forma más bien asistemática) y en la normativa sobre contratación emanada de las Sociedades Rectoras de las distintas Bolsas y del Sistema de Interconexión Bursátil.

La compensación y liquidación de las operaciones bursátiles, es decir, la determinación de las cantidades que deben efectivamente liquidarse en valores y efectivo entre los distintos miembros del mercado por cuenta propia y de sus clientes, se llevan a cabo, respecto de la mayoría de las bolsas, por sociedades independientes, aunque pertenecientes a las mismas bolsas o a sus miembros, que vienen a denominarse, por regla general, sistemas de compensación y liquidación de valores, adoptando la forma de sociedades anónimas. Pero ellas sólo liquidan las operaciones que se negocian exclusivamente en una bolsa y no a través del Sistema de Interconexión Bursátil. La compensación y liquidación de estas otras operaciones, es decir, las realizadas a través del Sistema de Interconexión, también denominado oficiosamente Mercado Continuo, vienen a efectuarse por una sociedad anónima especial denominada Servicio de Compensación y Liquidación de Valores S.A., propiedad de las Entidades Adheridas al mismo, cuya creación estaba ya prevista en la propia Ley del Mercado de Valores (véase artículo 7), y cuyo régimen se desarrolló a través del Real Decreto 116/1992 del 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, luego modificado por el Real Decreto 1590/1998, del 7 de diciembre (especial-

[9] Véase sobre organización y funcionamiento de las sociedades rectoras y de la Sociedad de Bolsas, FERNÁNADEZ-AEMESTO, J y DE CARLOS BERTRÁN, L. "El Derecho del mercado financiero", Madrid, 1992, p. 342 a 349; también, MEGÍAS GÓMEZ, J. "Sociedades y agencias de valores". En: Derecho del Mercado Financiero, Tomo I, dirigida por A. Alonso Ureba y J. Martínez-Simancas, Madrid, 1994, p. 415 y siguientes; GALÁN LÓPEZ, Carmen. "Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores. La Sociedad de Bolsas. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores" Ibid. p. 513 y siguientes; también CACHÓN BLANCO, J.E. "Derecho del Mercado de Valores". Madrid, 1992 (Tomo I), 1993 (Tomo II).

[10] Específicamente, la comisión bursátil se regirá por las normas del Código de Comercio para la comisión mercantil, con las especialidades de la operativa bursátil contenida en la propia Ley del Mercado de Valores y sus normas de desarrollo, especialmente el Real Decreto 629/1993, del 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registro de operaciones.

mente, artículos 65 a 75), que prevé que podrán ser accionistas sólo las entidades adheridas y las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, con el límite para las Sociedades Rectoras del 40%, considerando a efectos de disminución del mismo las participaciones directas que pudieran tener entidades adheridas que a su vez fueran miembros de bolsa, y el restante 60% se distribuye entre las Entidades Adheridas no miembros de bolsa. Las Entidades Adheridas, -que deberán tener la condición de Sociedades o Agencias de Valores, bancos y cajas de ahorro- la Caja General de Depósitos, el Banco de España o entidades extranjeras que desarrollen actividades análogas a las del propio Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, se ocupan de actuar como entidades registradoras de los valores negociados en Bolsa a través del Sistema de Interconexión Bursátil.

Existe un doble sistema de registro: un primer nivel centralizado en el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, que mantiene una cuenta doble con cada una de las Entidades Adheridas, respecto de los valores registrados por cuenta propia y los registrados por cuenta de sus clientes; y un segundo nivel en el que cada Entidad Adherida tiene desglosada la cuenta de valores registrados por cuenta de sus clientes dividida entre cada uno de ellos.

El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores es responsable de la correspondencia entre el número total de valores en circulación y la suma de los valores registrados respecto de cada una de las Entidades Adheridas en las cuentas propias y de clientes, siendo responsables las Entidades Adheridas frente a sus clientes por el correcto registro de los valores que cada una tenga en las cuentas de clientes y las subcuentas correspondientes a cada uno de ellos. Las obligaciones de las Entidades Adheridas son las que corresponden a un depositario, con las especialidades que se contienen en la Ley del Mercado de Valores y, sobre todo, en el Real Decreto 116/1992.

El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, además de ser depositario, es también garante de la corrección del funcionamiento de compensación y liquidación en el sistema, por lo que tiene unas ciertas facultades disciplinarias frente a las Entidades Adheridas, de una parte, y de otra su responsabilidad viene acentuada en caso de mal funcionamiento del sistema o, incluso, en los supuestos de incumplimiento de alguna Entidad Adherida, ya que el Servicio, aun cuando podrá ejecutar las garantías constituidas en su favor por la Entidad Adherida de que se trate, vendrá obligada a sustituirla a efectos de que el propio sistema funcione correctamente.

Finalmente, debe señalarse que el Gobierno acaba de aprobar[11] la creación de un mercado de valores latinoamericanos promovido por las cuatro bolsas españolas, que gestionarán un Sistema Organizado de Negociación al efecto, actuando como entidad compensadora y liquidadora el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, previéndose que las entidades rectoras de los mercados latinoamericanos con valores negociados en España puedan también participar en la gestión del mercado. Se espera que comience a operar antes del fin de 1999.

III. MERCADO DE DEUDA PÚBLICA ANOTADA

El Mercado de Deuda Pública Anotada supuso una novedad en el sistema de mercados de valores español en el momento de su creación, ya que introdujo oficialmente en nuestro sistema jurídico las anotaciones en cuenta frente a la tradicional representación por medio de títulos de los valores[12]. Este mercado se rige fundamentalmente por lo dispuesto en el Real Decreto 505/1987, del 3 de abril, modificado por diversos Reales Decretos posteriores, y que se encuentra pendiente de derogación por otro Real Decreto cuyo proyecto se encuentra en estos momentos en elaboración; además, la nueva redacción de los artículos 55 a 58 de la Ley del Mercado de Valores ha venido a alterar significativamente la organización y funcionamiento de este mercado.

El organismo rector del mismo es el propio Banco de España a través de un departamento denominado Central de Anotaciones, que carece de personalidad jurídica propia, y que se encarga, más que de la negociación (que se realiza fuera del mercado), de llevar un registro central de valores negociados en el mercado, organizando la compensación y liquidación de los mismos.

El Mercado de Deuda Pública en Anotaciones tiene por objeto exclusivo los valores de renta fija represen-

[11] Acuerdo del Consejo de Ministros del 29 de octubre de 1999.

[12] Aunque desde 1974 existía un sistema de fungibilidad de títulos, a fin de facilitar la liquidación y compensación de valores. Sobre el régimen jurídico de este mercado, puede verse MAS SIRVENT, Antonio. "Entidades del mercado de deuda pública. Central de anotaciones, titulares de cuenta y entidades gestoras". En: Derecho del Mercado Financiero. Op. Cit., p. 559 y siguientes; también la obra colectiva "Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado", Banco de España, Madrid, 1987; también, J. FERNÁNDEZ-ARMESTO y L. DE CARLOS. Op. Cit., p. 514 y ss.

tados mediante anotaciones en cuenta que puede emitir el Estado, el Instituto de Crédito Oficial, el Banco Central Europeo, los bancos centrales nacionales de los países miembros de la Unión Europea, y las Comunidades Autónomas, así como los que autorice el Ministro de Economía y Hacienda, siempre que se trate de valores emitidos por bancos multilaterales de desarrollo de los que España sea miembro, por el Banco Europeo de Inversiones, o por otras entidades de derecho público.

Los miembros del mercado son las Entidades Gestoras de Deuda Pública, que pueden actuar por cuenta propia o por cuenta de sus clientes, y los Titulares de Cuenta, que actúan exclusivamente por cuenta propia. Además, hay entidades que pueden actuar con el carácter de creadores de mercado, es decir, que se comprometen a dar liquidez al mismo mediante determinadas obligaciones de cotización continuada.

Debe tenerse en cuenta que la Ley no otorga la exclusiva en la negociación de la deuda pública al Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, de tal manera que es previsible que en el futuro próximo la misma se negocie en otros mercados, sin perjuicio de que la Central de Anotaciones tenga obligación, y por consiguiente, determinadas facultades frente a esos otros mercados, de llevar el registro central[13]. El sistema de cuentas llevado en el Mercado de Deuda Pública Anotada es similar al que se describía al tratar de las Entidades Adheridas y el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, es decir, al doble sistema de cuentas, de tal forma que la Central de Anotaciones lo que lleva es un registro centralizado, mientras que las Entidades Gestoras mantienen cuentas propias y cuentas de clientes con dicho registro y a su vez subcuentas de clientes desglosadas, pero que en principio no comunican al registro centralizado.

IV. MERCADO AIAF DE RENTA FIJA

Hasta la entrada en vigor de la Ley 37/1998, el Mercado AIAF de Renta Fija (en adelante "AIAF") era el único mercado secundario organizado no oficial, creado al amparo del antiguo artículo 77 de la Ley del Mercado de Valores. Hoy este mercado ha pasado a ser secundario oficial.

El mercado AIAF se creó por medio de Orden del Ministerio de Economía y Hacienda del 1 de agosto de 1991, promovido por la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros. En la orden de creación se estableció que su funcionamiento se ajustaría a lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores y en el Reglamento del Mercado AIAF, tanto el general como el del segmento de bonos matador. Se trata de un mercado mayorista, es decir, al que sólo tienen acceso las instituciones que actúan como inversores institucionales o profesionales y por importes elevados, en relación con los valores de renta fija de carácter privado.

La Orden Ministerial referida contenía las reglas de funcionamiento del mercado, aprobaba sus reglamentos de funcionamiento y establecía que cualquier modificación de los mismos necesitaría nueva aprobación (de hecho se han producido varias modificaciones que han ido aprobándose por sucesivas órdenes ministeriales).

En 1995 se constituyó una nueva entidad, con forma de sociedad anónima, denominada AIAF Mercado de Renta Fija, S.A., que actúa desde entonces como entidad rectora del mercado, aprobándose entonces la fusión de los dos reglamentos existentes en uno solo. La propia AIAF puede dictar normas interpretativas o de aplicación del reglamento del mercado AIAF, lo que la ha convertido en una agencia de valores cuyo capital pertenece íntegramente al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A. y al propio Servicio (en fecha próxima está prevista la absorción de Espaclear por éste último), calidad que ella misma se ha conferido a efectos de organizar la contratación, así como la compensación y liquidación de los valores, según se trate de valores representados por títulos o por anotaciones en cuenta, a Espaclear, Sistemas de Compensación de Activos Financieros, S.A., y A.V.

En el Mercado AIAF se negocian toda clase de valores de renta fija privada, incluyendo cédulas, bonos y

[13] El proyecto del Real Decreto permite que tengan el carácter de miembros del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, eliminando ya el carácter de Entidad Gestora con este nombre, para pasar a ser simplemente miembros del mercado las sociedades o agencias de valores, entidades de crédito españolas (pero no los establecimientos financieros de crédito), las entidades de crédito de otros estados miembros de la Unión Europea, las empresas de servicios de inversión españolas y de la Unión Europea, incluso de terceros países, así como el Banco Central Europeo y los bancos centrales de los estados miembros y aquellas entidades que hayan emitido o puedan emitir valores de renta fija admisibles a cotización en el Mercado de Deuda Pública, cuando estatutariamente así lo puedan llevar a cabo. Se mantiene la categoría de miembro Entidad Gestora como entidad que puede operar por cuenta propia y de terceros, y de Titular de Cuenta como entidad que sólo opera por cuenta propia, pero también se crea la categoría de Mediador de Mercado de Deuda Pública, como entidad que puede poner en contacto a las partes que actúen en la operativa del mercado, categoría otorgada por el Ministerio de Economía y Hacienda, así como se prevé la autorización para que se creen redes de negociación ciega, es decir, sistemas de negociación de deuda pública anotada en que las partes no conozcan con quiénes están contratando, pero sin que pueda compensarse y liquidarse en las mismas, sino sólo negociarse.

participaciones hipotecarias, obligaciones con y sin garantía, bonos matador (bonos en pesetas emitidos por no residentes), bonos de titulización emitidos por fondos de titulización, pagarés de empresas y *warrants* (salvo los que recaigan sobre acciones o valores convertibles en acciones o que otorguen derecho a su adquisición o suscripción, ya que, como vimos, los mismos se encuentran reservados a las Bolsas de Valores).

Existen diversas clases de miembros, diferenciándose entre los llamados "miembros en general" y los "miembros especializados", estos últimos pudiendo actuar como Mediadores-*Brokers* y como Especialistas en Bonos Matador, realizando algunas funciones similares a las de los creadores de mercado. Los miembros generales, sin embargo, pueden negociar en todos los segmentos del mercado, sin obligación de efectuar cotización, es decir, no actúan como creadores. A su vez, los Mediadores-*Brokers* pueden ser Mediadores-*Brokers* en general y Mediadores-*Brokers* Especializados; debe tenerse en cuenta que los Mediadores-*Brokers* sólo pueden actuar por cuenta de los miembros del mercado mientras que los demás miembros pueden actuar por cuenta propia o de sus clientes, aunque todos los miembros, en el sistema de contratación normalizada, tienen una cierta obligación de dar contrapartida al mercado ofertando precios en relación con los valores de sus propios clientes que allí coticen.

Los contratos que pueden realizarse en este mercado son, también, sólo los de compraventa, si bien puede ser simple al contado, simple a plazo y simultánea, liquidándose exclusivamente por entregas.

V. MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES SOBRE MERCANCÍAS

Aun cuando los mercados de futuros sobre mercaderías fueron los primeros mercados en los que se negociaron contratos a plazo en el mundo, en España han sido los últimos en aparecer. El único existente hasta ahora, regido por FC&M, Sociedad Rectora del Mercado de Futuros y Opciones sobre Cítricos, S.A. ("FC&M"), se creó por medio de una Orden Ministerial del 14 de julio de 1995, al amparo de la modificación efectuada en el Real Decreto 1814/1991 por el Real Decreto 695/1995, del 28 de abril, que introdujo un nuevo Capítulo V dentro de aquél.

En el momento de su creación era dudoso que quedase amparado por lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores; hoy, en la nueva redacción dada al número 2 del artículo 31 de la misma, no cabe ninguna duda, pues en el mismo se contempla que serán mercados secundarios oficiales de valores los mercados de futuros y opciones, cualquiera que sea el tipo de activo subyacente, financiero o no financiero.

Además, de acuerdo a lo dispuesto en las normas antedichas, la contratación en este mercado y su funcionamiento se rigen por un reglamento de mercado, que tiene carácter de norma de ordenación y disciplina del mismo[14]. El régimen de este mercado es, hoy por hoy, muy similar al de los mercados de futuros y opciones financieros a los que nos referiremos más adelante, e incluso el reglamento del mercado es sustancialmente el mismo. Sin embargo, el objeto de la contratación en este mercado son las mercaderías, y, específicamente, en el momento actual, los cítricos (naranjas y mandarinas)[15].

Como quiera que la forma de contratación y los miembros del mercado FC&M son similares, por no decir idénticos, a los que más adelante se describirán al tratar de la contratación en MEFF, nos remitimos a lo que allí se dirá. La sustancial diferencia es que la liquidación de los contratos, tanto los de opciones como los de futuro, es normalmente por entregas, sólo pudiendo liquidarse por diferencias en caso de incumplimiento o imposibilidad de la entrega[16].

VI. FUTUROS Y OPCIONES FINANCIEROS

Los mercados de futuros y opciones financieros en España fueron, sin duda, una de las grandes novedades que aportó la nueva normativa, impulsada por la realidad de la práctica mercantil. Estos mercados no se contemplaron en la Ley del Mercado de Valores en su redacción original, aunque la misma abrió la posibilidad a otros mercados distintos de los que en ella se mencionaban específicamente, a través de lo dispuesto en los artículos 31.c, 59 y 77 (si bien este

[14] Conforme al artículo 59 de la Ley del Mercado de Valores. Véase, respecto de la gestación de estos mercados y de su regulación, V. CUÑAT EDO. "Mercados de derivados no financieros, su régimen jurídico". En: "Productos financieros derivados y mercados organizados", obra colectiva dirigida por E. Díaz y P. Larraga, Madrid, 1997, p. 113 y ss.

[15] Está en proyecto la negociación de derivados sobre la electricidad, aunque en el momento actual no puede concretarse si se negociarán en este mercado o en otros en los que FC&M pueda tener alguna participación.

[16] Debe considerarse, sin embargo, que a pesar de que la ley española los incluye como otros mercados de valores más, la Directiva 93/22/CEE no los incluye como mercados a los que la misma se refiere, es decir, no trata como servicios de inversión los que puedan efectuarse en estos mercados; en la misma línea, puede verse la sentencia, arriba citada, en el caso *Alpine Investments*.

último se introdujo a través de la modificación efectuada por una norma posterior[17]).

Por tratarse de unos mercados novedosos en cuanto a su organización y funcionamiento, así como respecto de los contratos que en ellos se negocian, vamos a tratar los mismos con un mayor detenimiento.

Los orígenes de estos mercados estuvieron en una resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera del 21 de marzo de 1989, referida exclusivamente a las operaciones a plazo respecto de deuda pública, y, desde luego, debe hacerse notar que la cobertura normativa era de ínfimo rango[18].

Su regulación definitiva vino dada por el Real Decreto 1814/1991 del 20 de diciembre, y luego se ha venido a ratificar por lo dispuesto en la redacción de los artículos 36 y, sobre todo, 59 de la Ley del Mercado de Valores, tras la modificación introducida por la Ley 37/1998.

En un principio, existieron en España dos mercados independientes entre sí, uno localizado en Barcelona, que se denominó "Mercado Español de Futuros Financieros, S.A." (MEFFSA), y otro en Madrid, denominado "OM Ibérica, S.A." (OMIB), transformado luego en "Mercado de Opciones Financieras Español, S.A." (MOFEX). Hoy ambos mercados, aunque regidos por sociedades anónimas distintas, están integrados en un único *holding*, encabezado por una compañía denominada "MEFF Sociedad Holding de Productos Financieros Derivados, S.A.", manteniendo un mercado de futuros financieros derivados de renta variable en Madrid, regido por una sociedad denominada "MEFF Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Variable, S.A." (MEFF RV) y otro en Barcelona sobre productos financieros derivados de renta fija, regido por una sociedad denominada "MEFF Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Fija, S.A." (MEFF RF), cada vez más coordinados y bajo una misma dirección.

Ambos mercados se rigen, además de las anteriores normas y otras complementarias a las mismas, sobre todo por sus Reglamentos respectivos, ambos aprobados por sendas Órdenes Ministeriales del 8 de julio de 1992, que son idénticos en cuanto a su redacción y contenido.

En los mercados referidos se negocian productos financieros derivados, esto es, instrumentos financieros derivados en la terminología de la Ley del Mercado de Valores y de la Directiva Comunitaria, y por tanto no se negocian valores. Se trata de unos contratos que adoptan la forma o bien de futuros financieros (formalmente compraventas de futuro, aunque en la práctica unos lo son y otros no) y opciones financieras (opciones para la celebración de contratos de compraventa, pero que en realidad, además en unos casos son auténticas opciones de compra o de venta y en otros no son realmente opciones)[19].

Sobre la validez de estos contratos, como de todos los instrumentos financieros derivados, se han producido en muchos países discrepancias y discusiones, pues se ha llegado a considerar que los mismos eran auténticos juegos de azar y, en consecuencia, resultan prohibidos[20]. En España, sin embargo, las operaciones a plazo bursátiles ya se declararon válidas por sentencias del Tribunal Supremo desde muy antiguo[21]; también, respecto de los que hoy llamaríamos instru-

[17] Ley 4/1920, del 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para 1990.

[18] Debe señalarse que en España, en ese momento, estaban prohibidas las operaciones a plazo en bolsa. La historia de las operaciones a plazo ha estado llena de vicisitudes. Si bien por el Real Decreto del 10 de septiembre de 1831 y en la Ley provisional del 23 de junio de 1845 las mismas se permitieron, se prohibieron por Real Decreto del 5 de abril de 1846; volvieron a permitirse al año siguiente y de nuevo se prohibieron en 1848; finalmente, se aprobaron con muchas restricciones por Real Orden del 6 de abril de 1875, aunque sufrieron nuevos avatares hasta la guerra civil española de 1936-39, al finalizar la cual fueron prohibidas de nuevo, y aunque los sucesivos Reglamentos de Bolsa las contemplaban como posibles, sujetas a autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, nunca fueron autorizadas. Ciertamente, hoy no existiría prohibición legal para llevarlas a cabo, pero de hecho, el funcionamiento de los mercados de futuros y opciones, de una parte, y la existencia de instituciones jurídicas que las sustituyen en bolsa, como el crédito al mercado y el préstamo de valores, han hecho que, hoy por hoy, no existan operaciones a plazo sobre valores en bolsa (de entre las normas mencionadas, cabe destacar el artículo 2 de la Ley de 23 de febrero de 1940, conocida como Ley Larraz, que las prohibió, ratificando una norma anterior de 1939 en este sentido; el Decreto-Ley de 30 de abril de 1964 la permitió para títulos de cotización calificada, pero dejando facultad al Gobierno, como se dijo, para determinar cuándo se podrían comenzar a negociar estas operaciones, lo que nunca se hizo; así, aunque la Ley del Mercado de Valores derogó la referida Ley de 1940, el propio artículo 38 reservaba al Gobierno las facultades de limitación de la contratación, no habiéndose regulado hasta hoy, como se ha dicho).

[19] Sobre la naturaleza jurídica de estos contratos puede verse mi obra "Contratos sobre tipos de interés a plazo (FRAs) y futuros financieros sobre intereses". Madrid, 1993, y IGLESIAS, J.L. "El contrato de futuros financieros. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico", y MASSAGUER FUENTES, J. "La opción financiera: caracterización jurídica", ambos en "Los mercados españoles: opciones y futuros financieros", Madrid, 1995, varios autores, dirigida por E. Díaz y P. Larraga, p. 229 y ss, y 259 y ss, respectivamente. También, IBAÑEZ, J. "Opciones normalizadas". Madrid, 1999.

[20] Véase la famosa sentencia en el caso de Hammersmith & Fulham, dictada por la Cámara Inglesa de los Lores, en la que se declaraba nulos, por ser juegos de azar, todos los contratos sobre productos financieros derivados.

[21] Véanse las sentencias del 6 de noviembre de 1898, 16 de febrero de 1897 y 26 de diciembre de 1905.

mentos financieros derivados, aunque no se les consideraba como tales, al menos con esta denominación, en su momento, negociados fuera de los mercados bursátiles[22].

Precisamente una pieza esencial en la organización y funcionamiento de estos mercados es el denominado Reglamento del Mercado. Es una norma de difícil caracterización[23], sobre todo porque su forma de elaboración no corresponde a la forma prevista, en su día, en la Ley de Procedimiento Administrativo, y hoy, a la Ley de Gobierno, que rige la forma de elaboración de las normas generales. Hay que entender, sin embargo, que establecida por el artículo 59.7 la obligatoriedad de existencia de un reglamento específico, cuya aprobación se ha de ajustar a lo dispuesto en las normas de creación del mercado, hoy recogidas en el Real Decreto 1814/1991, y prevista además la publicación de su contenido en el Boletín Oficial del Estado, significándose que este Reglamento será una norma de ordenación y disciplina del mercado, no cabe duda de que estamos ante una norma obligatoria y de carácter general, con el rango de la Orden Ministerial que debe aprobarlo, conforme a lo dispuesto en el referido Real Decreto.

Como se dijo, en estos mercados se negocian opciones y futuros financieros. Una opción financiera confiere a su titular el derecho a celebrar un contrato, que en la definición de Reglamento del Mercado es un contrato de compraventa sobre un instrumento subyacente. El instrumento subyacente consiste en valores o índices sobre valores, tipos de interés o de cambio, calculados por referencia a cotizaciones bursátiles o a las de mercados organizados o de conocimiento general. En la práctica, en muchas ocasiones las opciones sólo pueden liquidarse por diferencias, por lo que no estaremos ante auténticas opciones de compra ni de venta. Por lo demás, las opciones pueden ser europeas o americanas, es decir, ejercitables en una fecha determinada o en cualquier momento dentro de un período prefijado.

Los futuros financieros adoptan la forma de compraventas a plazo o de futuro, en el sentido de que las partes pactan desde este momento los términos del contrato de compraventa difiriendo su liquidación a un momento futuro; de nuevo, nos hallaremos en muchos casos ante contratos que no son auténticas compraventas, porque sólo pueden liquidarse por diferencias, y las partes no desean comprar ni vender. Esto hace que la tipología de las opciones y los futuros financieros sea muy variada.

Es un mercado en el que se negocia, se compensa y se liquida, todo ello bajo la dirección de la Sociedad Rectora que, además, a efectos de facilitar la compensación y liquidación, asegurar la solvencia y el cumplimiento de la contraparte, ya que se trata de mercados - de alguna manera - ciegos, y facilitar la salida o el cierre de posiciones de los inversores, asume siempre la función de contraparte de todos y cada uno de los contratos, es decir, cuando alguien acepta una oferta existente en el mercado no se celebra ni surge el contrato entre quien hizo la oferta y quien la aceptó, sino entre quien hizo la oferta y la Sociedad Rectora, de una parte, y la Sociedad Rectora y quien aceptó la oferta, de otra, de tal manera que surgen siempre dos contratos de cada operación económica.

Los instrumentos subyacentes pueden consistir, como se dijo, en valores, normalmente acciones o bonos u obligaciones de deuda pública, índices sobre valores (en la actualidad hay opciones y futuros sobre el Índice Ibex-35) o sobre tipos de interés. En la actualidad, debido a la internacionalización de los mercados, han desaparecido, o están en vías de desaparecer, los contratos sobre tipos de interés españoles (MIBOR) para centrarse en la negociación del tipo Euribor, en conjunción con *Euroglobex*; igualmente se negocian algunos índices bursátiles internacionales en conjunción con la misma asociación de mercados (en concreto, los franceses MATIF y MONEP y el americano CME), en ocasiones por conexión directa entre MEFF RV y MEFF RF y el mercado correspondiente, y en otras a través de una sociedad instrumental de valores creada por MEFF Sociedad *Holding*, y que se conoce como Euromeff.

Históricamente, hubo contratos sobre tipos de cambio, abandonados ya hace años, y algunos sobre diferenciales entre las deudas públicas de diversos países, unos abandonados y otros de reciente lanzamiento.

Como se ha dicho, la Sociedad Rectora es contraparte en todos y cada uno de los contratos que se celebran. A fin de proteger a la propia Sociedad Rectora, existe

[22] Véase la sentencia del Tribunal Supremo del 31 de diciembre de 1941; más modernamente, y ya nombrados como tales instrumentos financieros derivados, las sentencias del 19 de noviembre de 1990 y 22 de julio de 1995. Además, de nuevo hay que mencionar la sentencia en el caso Alpine Investments, en la que se considera la validez de este tipo de contratos.

[23] Véase J. R. DEL CAÑO. "Normativa reguladora de los mercados de futuros financieros derivados". En: "Los mercados españoles...", Op. Cit. p. 147 y ss; y mi trabajo "Reglamento del Mercado de Futuros y Opciones Financieros". Boletín de Estudios Económicos de la Universidad Comercial de Deusto, 147/1992.

un sistema de garantías muy complejo. Por un lado, los miembros del mercado, que son los únicos que tienen acceso directo a la contratación y sobre los que luego volveremos, tienen que depositar una garantía inicial, en forma de depósito en efectivo o prenda de valores, en favor de la Sociedad Rectora, para garantizar el cumplimiento de sus obligaciones. Por otra parte, la Sociedad Rectora calcula diariamente el riesgo de todas y cada una de las posiciones de los distintos inversores, individualmente, y conforme a unas reglas preestablecidas les atribuye la obligación de constituir, o si ya están constituidas, incrementar (o en su caso reducir) unas garantías que, hasta ahora, se han venido constituyendo mediante depósitos en efectivo, luego materializados en operaciones a plazo sobre deuda pública - aunque acaba de establecerse un sistema que permite la constitución de estas garantías por medio de prenda de valores - y, además, estableciéndose la garantía solidaria de los denominados miembros liquidadores, por las obligaciones de sus clientes y de los miembros que liquiden a través de ellos, en favor de la Sociedad Rectora. Por otra parte, respecto de los contratos de futuros, existe la obligación de la liquidación diaria de pérdidas y ganancias que tiene dos finalidades: por un lado, permitir la salida del mercado de cualquier inversor en cualquier momento, obteniendo su ganancia o limitando su pérdida a lo ya liquidado hasta entonces, y por otro supone también una cierta garantía por cuanto que limita las eventuales pérdidas en el sentido de que no se acumulan las mismas para su liquidación a vencimiento, sino que al liquidarse diariamente su importe es inferior y, en caso de incumplimiento, es más fácil que queden cubiertas por las garantías constituidas.

Finalmente, existen límites a las posiciones abiertas que pueden estar registradas a través de un miembro liquidador (sumando las propias y las de los clientes) por referencia a un porcentaje de los recursos propios, que puede aumentarse mediante prenda de valores o préstamo de límites por otro miembro del mercado.

La negociación en estos mercados es puramente electrónica, aunque ha existido durante algún tiempo la posibilidad de contratación telefónica. En cualquier caso, como se dijo, los inversores no pueden acceder directamente al mercado, sino a través de los miembros (excepción hecha, claro está, de los supuestos en que los propios miembros invierten para sí).

Existen varias clases de miembros; en primer lugar están los Miembros Negociadores, que son los que pueden transmitir órdenes de negociación, por cuenta propia o de sus clientes, pero sin que puedan compensar ni liquidar. En segundo lugar, los Miembros Liquidadores, que no sólo transmiten órdenes sino que también compensan y liquidan por cuenta propia o de sus clientes y de otros Miembros Negociadores.

En tercer lugar están los Miembros Liquidadores Custodios, que, además de lo anterior, pueden también actuar como gestores o depositarios de las garantías constituidas en favor de MEFF RV o de MEFF RF. Finalmente, están los Miembros Liquidadores Custodios No Negociadores, que sólo pueden actuar como gestores de garantías. Los Miembros Negociadores y Liquidadores pueden además actuar, respecto de los contratos que así acuerden con la Sociedad Rectora, en el carácter de creadores de mercado, es decir, de obligados a ofertar contratación a fin de dar liquidez al mismo. Pueden ser miembros del mercado las Sociedades y Agencias de Valores, entidades de crédito españolas, comunitarias e incluso de países no comunitarios cuando se reúnan los requisitos establecidos en la Ley del Mercado de Valores, sin que, por tener carácter de mercados de ámbito nacional, quepan autorizaciones específicas por parte de las Comunidades Autónomas. Debe hacerse notar que no existe período transitorio respecto de las entidades de crédito para acceder a la condición de miembros de estos mercados, habiéndolo sido desde su creación.

Existen, por tanto, además de los contratos de futuros y opciones propiamente dichos, contratos de comisión, similar a la bursátil, e incluso de subcomisión, en los mismos términos que se comentaban brevemente respecto de las operaciones en bolsas de valores. Una especialidad de estos mercados es que como no se transmiten los derechos y obligaciones derivados de los contratos, a fin de poder cerrar una posición, es decir, desinvertir, con pérdida o ganancia, lo que se debe hacer es llevar a cabo un contrato igual al que se quiere cerrar, pero adoptando una postura distinta, es decir, si se era comprador será ahora vendedor y viceversa. De esta manera, por aplicación de lo dispuesto en el Reglamento del Mercado, se compensan las obligaciones y derechos de la parte de que se trate, al ser idénticos, y la ganancia o la pérdida vendrá dada por la diferencia entre la prima pagada y la prima cobrada, en los contratos de opción, o por la suma de las liquidaciones diarias de pérdidas y ganancias producidas hasta esa fecha.

VII. GARANTÍA DE LOS INVERSORES

Una de las novedades introducidas por la Ley 37/1998, en aplicación de la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores, es la creación de los llamados fondos de garantías de inversiones.

La Ley (artículo 77) prevé la creación de uno o varios fondos de garantía de inversiones para asegurar la cobertura a los inversores que no puedan obtener directamente de una Entidad Adherida a uno de estos fondos, la restitución del dinero o de los valores o instrumentos que le pertenezcan por razón de quiebra, suspensión de pagos o declaración por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de que la empresa de servicios de inversión de que se trate no puede, aparentemente, y por razones directamente relacionadas con su situación financiera, cumplir con sus obligaciones respecto de los inversores, habiendo éstos reclamado dicho cumplimiento y transcurridos veintiún días hábiles sin satisfacción de sus pretensiones.

Estos fondos de garantía de inversiones se constituyen como patrimonios separados sin personalidad jurídica, gestionados por una o varias sociedades gestoras de forma similar a los fondos de pensiones y los fondos de titulización. El capital de estas sociedades gestoras pertenecerá a las empresas de servicio de inversión adheridas al fondo de que se trate, participando en su capital en la misma proporción en que efectúen aportaciones a los fondos. La adhesión a estos fondos de garantía de inversiones es obligatoria para todas las empresas de servicios de inversión españolas y potestativa para las sucursales en España de empresas extranjeras de la Unión Europea, estando pendiente de desarrollo reglamentario el régimen de adhesión de las sucursales de empresas de servicios de inversión de terceros Estados.

VIII. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

A fin de supervisar la organización y funcionamiento de los mercados secundarios de valores (además de los de emisión), la Ley del Mercado de Valores creó un organismo especializado, con personalidad jurídica propia e independiente del Gobierno- aunque su Consejo de Administración está designado por el mismo, del modo que luego se dirá- denominado Comisión Nacional del Mercado de Valores[24]. La Comisión Nacional del Mercado de Valores tiene encomendada la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de todas las personas físicas y jurídicas que actúan en relación con los mismos, además de velar por la transparencia en los mercados de valores, la correcta formación de precios en ellos y la protección de los inversores, siendo órgano asesor del Gobierno y del Ministerio de Economía y Hacienda, y de los órganos equivalentes de las Comunidades Autónomas, en las materias relacionadas con los mercados de valores.

Como se dijo, es un ente de derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad jurídica, que se rige fundamentalmente por lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores y, como entidad de derecho público, por la Ley General Presupuestaria.

Tiene facultades para dictar disposiciones obligatorias que adoptan la forma de circulares, en desarrollo de las normas reglamentarias dictadas por el Gobierno y el Ministro de Economía y Hacienda, en la medida en que las mismas le habiliten expresamente para ello.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores se rige por un Consejo formado por un Presidente y un Vicepresidente, que designa el Gobierno, por dos consejeros natos, que son el Director General del Tesoro y Política Financiera y el Subgobernador del Banco de España, y tres consejeros designados por el Ministro de Economía y Hacienda. La Ley regula la duración de los mandatos, las incompatibilidades y protege a los Consejeros de los ceses arbitrarios, a fin de asegurar su independencia.

En su función inspectora, incoa los expedientes sancionadores por infracción de las normas relativas a los mercados de valores, pudiendo imponer las sanciones correspondientes a las infracciones leves y graves, y efectuando una propuesta al Ministro de Economía y Hacienda para la imposición de sanciones por infracciones muy graves.

Debe hacerse notar que la Comisión Nacional del Mercado de Valores tiene potestad respecto de todos los mercados secundarios oficiales de valores españoles, excepto sobre el Mercado de Deuda Pública Anotada, ya que al estar el mismo regido por el Banco de España directamente, no se ha estimado conveniente que la Comisión Nacional del Mercado de Valores tenga facultades inspectoras y sancionadoras sobre aquél.

IX. SUMARIO

De este apresurado repaso a la normativa y situación de los mercados de valores en España, puede concluirse, de una parte el acelerado desarrollo de los mismos: antes de la Ley del Mercado de Valores sólo

24 Véase J. FERNÁNDEZ-ARMESTO y L. DE CARLOS BERTRÁN. *Op. Cit.*, p. 335 y siguientes.

existían las bolsas de valores y un recientemente creado Mercado de Deuda Pública Anotada. Desde la entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores en 1988, han surgido los mercados de futuros y opciones financieros y no financieros y el Mercado AIAF, además de estructurarse el sistema de interconexión bursátil, auténtica bolsa de carácter nacional.

Por otro lado, se ha modernizado el mercado enormemente, introduciendo nuevas técnicas empresariales (una muestra de ello es que todos los mercados se rigen por sociedades anónimas, en definitiva mercantiles privadas, lo que le da una gran flexibilidad, sin perjuicio de los controles administrativos existentes) lo que ha propiciado el enorme desarrollo de los mercados españoles en la última década.

La intervención de los poderes públicos por la vía de la supervisión se ha acentuado con la creación de un organismo que se ha mostrado tremendamente eficaz, aunque en ocasiones con una cierta inclinación a burocratizar aspectos que debieran dejarse más en manos de los propios intervinientes en el mercado, cual es la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que, al ser además un organismo único con supervisión sobre todos ellos, ha generado unas ciertas líneas de actuación uniformes.

Por último, la propia modificación de la Ley en fechas recientes es una muestra más de que la evolución de los mercados no se ha detenido. La creación de un mercado único europeo, la introducción del euro como divisa única en la mayoría de los países de la Unión Europea, y la globalización de la economía han acentuado la tendencia a la colaboración entre mercados, no pudiendo descartarse que en el futuro exista una mayor coordinación entre los mismos, aunque no necesariamente una fusión o integración de unos en otros.

LA ALQUIMIA DE LA SECURITIZACIÓN* DE ACTIVOS**

Steven L. Schwarcz***

La securitización de activos es uno de los mecanismos de financiamiento empresarial que ha adquirido mayor importancia en los últimos tiempos, pues permite que las compañías interesadas en mejorar sus niveles de liquidez obtengan recursos con mayor rapidez y a un menor costo en comparación con otras fuentes de financiamiento tradicionales, tales como el crédito bancario o la emisión de obligaciones.

Precisamente, el autor del presente artículo procura demostrar las ventajas de la securitización en materia de reducción de costos netos de financiamiento, para lo cual recurre a un detallado análisis de las principales características de esta figura, a la luz de las recientes experiencias en esta materia acaecidas en el mercado de capitales norteamericano.

Este artículo explica la securitización de activos y muestra la manera en que las compañías pueden aplicar la securitización de activos para obtener beneficios directos e indirectos. Más aún, este artículo demuestra que la securitización permite a ciertas compañías conseguir una verdadera reducción en sus costos financieros pues proporciona acceso a recursos del Mercado de Capitales a un menor costo.

Asimismo, este artículo explora los novedosos usos potenciales de está técnica financiera. "[La securitización] está llegando a ser uno de los medios dominantes para la formación de capital en los Estados Unidos de America."[1]

No solamente la securitización es uno de los medios de financiamiento más importantes de los Estados Unidos sino que empieza a extenderse al mundo entero.

Este artículo explica la securitización de activos y sus singulares beneficios. El artículo empieza con una descripción del proceso de securitización. Pero lo

---

* Securitización es un neologismo que puede ser entendido como el proceso por el cual una expectativa de pago se convierte en un título negociable. En países como Argentina y Colombia se utiliza el término "titularización", mientras que en México se emplea el concepto de "burzatilización de activos". Para efectos de este artículo se utilizará la palabra "securitización" porque es el término que más se aproxima al concepto en idioma Inglés.

** 1994, Derechos Reservados del Consejo de Patrones de la Universidad de Stanford. Este artículo fue originalmente publicado por el Stanford Journal of Law, Busineess and Finance bajo el título *"The Alchemy of Asset Securitización"* y está siendo re-impreso con autorización. Ni el autor ni el Stanford Lournal of Law, Business and Finance asumen responsabilidad alguna sobre la exactitud de esta traducción.

***Steven L Schwarcz es socio y preside el grupo de estructuración financiera de la firma legal Kaye, Scholer, Fierman, Hays & Handler, y es profesor en matería de derecho comercial, quiebras y finanzas en la facultades de Derecho de Yale y Columbia. El autor gratamente reconoce la colaboración y asistencia de Howard W. Brodie, graduado de la clase 1991 de la facultad de Derecho de Yale, Eric L. Arenson, estudiante de la clase 1995 de la Facultad de Derecho de la Universidad de Nueva York, y expresa su agradecimiento a Ian Ayres, Clive D. Bull Frank J. Cavallo, Jason H.P. Kravitt, Oussama A. Nasr, Joanne Rose, Alan Schwartz, Paul M. Shupack y Leslie M. Wertheim por sus útiles comentarios a las versiones preliminares de este artículo.

[1] Investment Company Act, Release 1905, [1992 Transfer Binder] Fed. Geo L Rep. (CCH) 85,062, en 83500 (número 19, 1992) (proporcionada en relación con la emisión de títulos bajo la Regla 3ª-7 de la Ley de Sociedades de Inversión de 1940). Los términos "securitización", "securitización de activos" y "estructurización financiera" son usados alternadamente. Cada uno de ellos se refiere al uso de la compañía de los flujos de efectivo provenientes de sus activos para obtener recursos. El término "securitización" se refiere especialmente a la emisión de títulos respaldados por dichos flujos de efectivo.

más importante, este artículo explica porqué la securitización permite a muchas compañías obtener recursos a un costo menor que los medios de financiamiento tradicional. El trabajo después analiza las diferencias entre la securitización y el factoraje, el cual es un antecedente de esta técnica financiera.

Luego este artículo trata una pregunta medular: ¿Es el proceso de securitización un "juego de suma cero" o verdaderamente reduce los costos netos de financiamiento? La respuesta a esta pregunta es simple. La securitización es una alquimia[2] que realmente funciona. En la securitización, una compañía se "desmembrana" parcialmente a sí misma separando ciertos tipos de activos altamente líquidos de los riesgos generalmente asociados con la compañía en su conjunto.[3] La compañía puede luego usar estos costos mejor que si la compañía, con todos los riesgos inherentes, hubiera adquirido esos recursos directamente a través de la emisión de títulos de deuda o de capital.[4] La compañía conserva los ahorros generados por los costos más bajos, mientras que los inversionistas de los activos securitizados se benefician teniendo sus inversiones en riesgos menores. Este artículo concluye describiendo aquellas áreas en donde las oportunidades de securitización todavía deben ser exploradas.

Este artículo no repite el trabajo de otros tratando de presentar pruebas empíricas o un análisis económico cuantitativo de la eficiencia de la securitización.[5] En lugar de ello, este artículo adopta un enfoque analítico y de sentido común jurídico para el estudio de la securitización de activos.

I. CÓMO FUNCIONA LA SECURITIZACIÓN

Una compañía que quiere obtener financiamiento a través de una securitización empieza con la identificación de los activos que pueden ser usados para obtener o captar recursos[6]. Estos activos típicamente representan los derechos de pago en fechas futuras y son usualmente denominados como las "cuentas por cobrar."[7] A la compañía que posee las cuentas por cobrar se le llama usualmente el "originador". El riesgo de que estos pagos puedan no hacerse a tiempo es un factor importante para valuar las cuentas por cobrar. Sin embargo, en la medida que el originador pueda razonablemente predecir el porcentaje total de sus cuentas por cobrar que puedan no pagarse, podrán ser objeto de securitización aun aquellas cuentas por cobrar que presentan riesgos de no poder cobrarse. Por consiguiente, un grupo estadísticamente grande de cuentas por cobrar que son debidas por muchos obligados, por los cuales el pago es razonablemente predecible, es generalmente preferible sobre un grupo menor de cuentas por cobrar debidas por un número menor de obligados.

Luego de identificar los activos a ser usados en la securitización, el originador transfiere las respectivas

---

2 Alquimia se refiere a una técnica usada por los quimicos medievales para tratar de convertir metales base en oro.

3 Esto levanta una pregunta de entrada sobre si es apropiado separar a una compañía de sus activos más líquidos. De acuerdo a una leyenda, un abogado, cuando le explicaron la securitización, expresó que "es una perversión de la ley natural que las joyas de la compañía puedan ser desaparecidas por artimañas de abogados". Este artículo mostrará que la securitización últimamente proporciona beneficios para ambos, la compañía y sus inversionistas, que superan cualquier perjuicio percibido.

4 Los Mercados de Capitales son "los mercados en donde los recursos de capital – de deuda o de capital – son negociados. Incluyen las fuentes de colocaciones privadas de deuda o capital como también los mercados organizados y las bolsas de valores". (John Downes & Jordan Goodman, *"Dictionary of finance and investiment Terms"* p.53 (3rd.Ed.,1991)).

5 Para un excelente análisis cuantitativo, económico y empírico sobre la securitización de activos, ver James A. Rosenthal & Juan M. Ocampo, *"Analyzing the Economic Benefits of Securitized Credit"* Applied Corp. Fin 32 (1992), con el cual el de este artículo está en deuda. Rosenthal y Ocampo analizaron el ahorro del costo que General Motors Acceptance Corporation ("GMAC") realizó mediante la securitización de sus cuentas por cobrar de los créditos de automóviles en comparación con la obtención de recursos mediante financiamiento de deuda tradicionales. Ellos estimaron que GMAC pudo haberse ahorrado 1.3% anualmente. Pero una opción diferente se halla en George J. Bonston, *"The Future of Asset Securitization: The Benefits and Costs of Breaking Up the Bank"* en *Global Asset Backed Securities market 3* (Charles Stone et al. Eds., 1993). Bonston analizó si la securitización se está haciendo obsoleta en la banca tradicional, y su análisis se limita a los costos y los beneficios de securitizar préstamos bancarios de un banco a sus clientes. No obstante, tal análisis es engañoso cuando es aplicado al universo mucho más amplio de securitización que se discute en este artículo. Este artículo no se limita a la discusión de los bancos como emisores, sino que también trata compañías comerciales e industriales no sujetas a regulación. Más aún, este artículo no solamente analiza préstamos bancarios sino que también incluye todos los tipos genéricos de cuentas por cobrar. Asimismo, en virtud a que los originadores que se mencionan en el artículo de Benston son entidades que pueden acceder directamente al mercado de capitales en contraste con las compañías que no pueden acceder directamente a los recursos del mercado de capitales, Beston virtualmente asegura su conclusión de que los beneficios de la securitización son indirectos o marginales. Sin embargo, aun Benson concluye que "la securitización está aquí para quedarse porque tiene un importante papel que jugar." Ibid en p. 14. En la sección IV de este artículo se discute el argumento fundamental de que la securitización no podrá crear nunca recursos genuinos.

6 Para una introducción a los principios fundamentales de la securitización de activos, así como también a sus aspectos fundamentales legales, ver Steven L. Schwarcz, *"Structured Finance, A Guide to the Principles of Asset Securitización"* (Practising Law Institute, 2nd.Ed, 1993).

7 Las cuentas por cobrar pueden ser de corto plazo (usualmente obligaciones a 30 días), como las cuentas por cobrar comerciales que representa el derecho de pago por productos vendidos o servicios prestados, o pueden ser a largo plazo, como los pagos que serán exigibles por un periodo de años en virtud de préstamos, arrendamientos, licencias, contratos de administración, etc. Ver Ibid en p. 5-15.

cuentas por cobrar a una sociedad de fideicomiso especial u otra entidad legal independiente y creada para ese propósito especial o "VPE". La transferencia busca separar las cuentas por cobrar de los riesgos inherentes del originador. Por esta razón, el originador estructura en la mayoría de los casos la transferencia para que ésta constituya una "venta verdadera"[8], una venta que sea eficaz de acuerdo a la ley de quiebras para separar las cuentas por cobrar de los bienes que estarían afectados ante una eventual quiebra del originador.[9]

Para obtener o captar recursos a fin de adquirir estas cuentas por cobrar, el VPE emite títulos en los Mercados de Capitales. El VPE, sin embargo, debe estructurarse como "remoto de quiebra" para ganar aceptación como emisor de títulos del Mercado de Capitales. Ser inmune o remoto de quiebra en este contexto significa que es improbable que el VPE se vea afectado adversamente por la quiebra del originador.[10]

Para ser inmune o remoto de quiebra, la estructura organizacional del VPE limita estrictamente las actividades que le son permitidas. La meta es prevenir que acreedores (que no sean los tenedores de los títulos del VPE) tengan reclamos en contra del VPE que les permitan iniciar una acción de petición de quiebra involuntaria en contra del VPE.[11]

Asimismo se requiere que un VPE que es propiedad o es controlado por el originador tenga uno o más directores independientes. El VPE debe también tratar de obtener todas las formalidades propias de un tercero frente al originador. Estos pasos adicionales ayudan a reducir el riesgo de que el originador, si cae en quiebra, pueda forzar al VPE a solicitar su propia quiebra de manera voluntaria o persuadir a la corte de quiebras para que, en ejercicio de sus facultades de equidad, consolide substancialmente los activos y obligaciones del VPE con los del originador.[12]

II. CÓMO LAS COMPAÑÍAS SE BENEFICIAN

De la Securitización

Mediante el proceso securitización descrito anteriormente, el VPE obtiene recursos a través de la emisión de títulos –usualmente deuda o títulos similares- y utiliza las cuentas por cobrar compradas al originador para reparar a los inversionistas en el futuro. Los inversionistas, por consiguiente, se preocupan solamente por los flujos de efectivo generados por dichas cuentas por cobrar. Y poco les importa la condición financiera del originador.[13]

La securitización es más valiosa cuando el costo de los recursos, reflejado en la tasa de interés que es necesaria para lograr que los inversionistas adquieran los títulos del VPE, es menor que el costo del financiamiento del originador por otras fuentes directas. El costo menor de los recursos del VPE se transfiere el originador fijando un precio más alto por las cuentas por cobrar del originador. La meta de la securitización, por lo tanto, es el obtener fondos del mercado de capitales a bajo costo mediante la separación de todas o partes de las cuentas.

Por cobrar del originador de los riesgos inherentes a él

La tasa de interés necesaria para atraer inversionistas que adquieren los títulos del VPE depende usualmente del *"Rating"* o calificación de riesgo que obtengan los títulos de deuda del VPE. Dichas calificaciones son determinadas por varias compañías independientes que han ganado la aceptación de los inversionistas como agencias calificadoras de riesgos.[14] Dado que la mayoría de los inversionistas institucionales en ciertas transacciones de colocaciones privadas (que se analizan más adelante), no tienen el tiempo o los recursos para investigar con profundidad la condición financiera de las compañías en las que ellos invierten, estas calificaciones toman una significación especial. Los inversionistas confían en las calificaciones asignadas para determinar el retorno mínimo que ellos están dispuestos a aceptar por un instrumento dado.

---

[8] Ver Ibid en p. 28-35; *Securitization of Financial Assets*, sección 5.02 (Jason H.P. Kravitt ed., 1988). El término "venta verdadera" algunas veces provoca confusión porque la caracterización de una transferencia dada como una venta puede referirse al tratamiento de la trasferencia desde el punto de vista contable, de usura, impositiva o de quiebra, y cada uno de ellos es regido por criterios distintos. Schwarcz, nota 6 anterior, p.28

[9] 11U:SC: Sección 541 (1988). Es improbable que la securitización cree una cesión fraudulenta de acuerdo a la sección 548 del Código de Quiebras (o su equivalente ley estatal de cesiones fraudulentas), porque el precio pagado al originador es normalmente un valor de intercambio razonable por las cuentas por cobrar vendidas.

[10] Ver Schwarcz, nota 6 anterior.

[11] Schwarcz, nota 6 anterior, p. 24.

[12] Ibid. P.16-18,21-26.

[13] Para un ejemplo de esta idea en el caso de hospitales, ver Gregory R. Salathé, Note, *"Reducing Health Care Costs Through Hospital Accounts Reccivable Securitization"*, 80 Va L. Rev. 549,554-55(1994)

[14] Las más conocidas y más ampliamente aceptadas agencias calificadoras de riesgo son Standard & Poor's Ratings Group ("S&P") y Moody's Investors Service, Inc. (Moody's"). Duff and Phelps y Fitch Investors Service, Inc., también son conocidas nacionalmente.

Las compañías cuyos títulos de deuda son calificados con "grado de inversión"[15] pueden usualmente emitir títulos en los Mercados de Capitales a tasas de interés competitivas con, y aún a tasas más bajas que, otras fuentes de financiamiento generalmente disponibles, como los préstamos bancarios.[16] Mientras más alta sea la calificación de la compañía dentro de las distintas categorías de grados de inversión, menor será el costo del fondo para la compañía.

Este menor costo es resultado de las bajas tasas de interés necesarias para inducir a los inversionistas a comprar los títulos de la compañía.[17]

Una transacción de securitización puede proporcionar obvios ahorros en costos al permitir al originador cuyos títulos de deuda están calificados por debajo de un grado de inversión, o cuyos títulos no están calificados, obtener recursos mediante un VPE cuyos títulos de deuda sí tengan asignado un grado de inversión. Aun un originador con grado de inversión puede obtener beneficios de la securitización si el VPE puede emitir títulos de deuda que tengan un grado de inversión más elevado, y como resultado, disminuir significativamente los costos por intereses al originador.

Uno puede esperar que la securitización sea de gran beneficio para la compañías de mayor riesgo. Esta expectativa, sin embargo, es una verdad parcial. A medida que una compañía desciende hacia los extremos de la inestabilidad financiera o quede al borde de la quiebra, la securitización genera menores beneficios. En tales casos, el VPE tiene un riesgo más alto del normal de ser cuestionado por el síndico de la quiebra del originador, y los inversionistas reacios a los riesgos tienden a evitar estas transacciones.

La securitización de activos, sin embargo, permite a las compañías con niveles aceptables de riesgo la posibilidad real de ahorros en costos. Para determinar si un originador alcanzará ahorros en sus costos a raíz de la securitización, uno debe comparar los ahorros en intereses que sean posibles (como señaló anteriormente) contra los costos de la transacción. Una compañía que esté considerando la Securitización debe comparar: (i) el diferencial esperado entre los intereses pagaderos en un financiamiento no securitizado y los intereses a pagarse en títulos expedidos por el correspondiente VPE; con, (ii) la diferencia esperada en los costos de la transacción entre las opciones de financiamiento alternativas.[18]

La obtención de un ahorro por parte del originador dependerá en parte de la manera en la cual el originador estructure la securitización porque, como se verá mas adelante, los costos de la transacción pueden variar sustancialmente.

A. ESTRUCTURA DE SECURITIZACIÓN *"ONE OFF"*

En la mayoría de las transacciones de securitización, el VPE es creado por un originador específico y para una transacción especifica. El objeto de la llamadas securitización *"One Off"* es el proporcionar al originador suficiente flexibilidad para adecuar la securitización en términos de su estructura particular y de los tipos de títulos del Mercado de Valores que se emiten. Sin embargo, en virtud que las estructuras *"one off"* son creadas para una transacción específica, los costos de la misma pueden ser altos; raramente generan los ahorros de una compañía de escala que se obtiene en una securitización de múltiples vendedores (como se verá en la siguiente sección).[19] Además,

---

[15] Una calificación típica de grado de inversión es BBB- o más alta de S&P, o Beaa3 o más alta de Moody's, o la equivalente de otras agencias calificadoras.
Dicha calificación refleja la predicción de la agencia calificadora de que los títulos serán pagados a tiempo. Los títulos de corto plazo, como papel comercial, son asignados con calificaciones equivalentes de corto plazo Para una discusión general de las calificaciones, ver *"Securitization of financial Asset"* nota 8 anterior, acción 701.

[16] Para una discusión de los costos relativos de los diferentes mercados, ver Steven Pearlstein y Jerry Night. *"Banks Lose Out as Depositors Go Elsewhere; Miny Options Avalable for Saving Borrowing"*, Investing Washintongtion Post. Aug, 22.1993 en: Michael A. Post, *"The Evolution of the U.S. Commercial Paper Market Since 1980"*, 78 ped. Res. Bull. 879 (1992). Las tasas de los mercados de capitales son usualmente más bajas porque el gran número de inversionistas, así como la libre transmisión de los títulos, actúan como *"spreaders"* del riesgo inherente.

[17] Por ejemplo, en cualquier momento en el tiempo, la tasa de interés de los títulos con calificación Aaa (la calificación más alta) de Moody's será menor a la tasa de interés necesaria para atraer inversionistas para títulos con calificación Baa de Moody's. Esta diferencia es ilustrada por la tabla siguiente:

Serie Moody's	1992	1993	Marzo 25,1994
Aaa	6.09	5.38	5.35
Baa	6.48	5.82	5.80

Fuente: 80 Fed. Res. Bull., A26, *Domestic Financial Statisties (June* 1994).

[18] Sin embargo, si la transacción de securitización es "fuera del balance", una comparación estricta "deuda a deuda" puede establecer de manera incompleta los beneficios de la securitización. La securitización "fuera de balance" tiene sus propias ventajas porque no pone presión al originador para obtener capital adicional Ver Rosenthal y Ocampo Nota 5 anterior, p.33.

[19] Significativas economías de escala pueden ser obtenidas, sin embargo, por originadores como GMAC, Citibank, y Chysler que frecuentemente usan un VPE para emitir títulos en los mercados de capitales.

para evitar subordinar al originador a las responsabilidades de un VPE pobremente capitalizado, las reglas impositivas y contables requieren un nivel mínimo de capital, usualmente de uno o tres por ciento de la cantidad de títulos emitidos. En contraste, un mecanismo de securitización con múltiples vendedores necesita solamente de una capitalización nominal porque la multiplicidad de vendedores reduce el riesgo de que el VPE sea considerado como el *alter ego* de cualquiera de los vendedores. Dadas estas diferencias, sólo con una comparación de costos y demás aspectos hecha caso por caso se puede determinar si una estructura *"one off"* o de múltiples vendedores es más ventajosa para un determinado originador.

Actualmente, las transacciones *"one off"* se estructuran en uan multitud de formas, y las nuevas estructuras están limitadas solamente por la creatividad de los profesionales que intervienen en las mismas. Mientras que el categorizar todas las estructuras disponibles va más allá del alcance de este artículo,[20] un catálogo de mecanismos empezaría identificando los tipos de títulos a ser emitidos por el VPE en el Mercado de Capitales.

Los originadores que desean financiamiento a mediano o largo plazo pueden acceder de manera frecuente al Mercado de Capitales mediante transacciones de securitización en colocaciones privadas. En estas transacciones, un VPE es creado para un negocio y emite títulos de mediano y largo plazo, usualmente inversionistas institucionales sofisticados.

Además, la sofisticación de los inversionistas permite una gran cantidad de creatividad tanto en la estructura como en los tipos de cuenta por cobrar a utilizarse. Los títulos del VPE solamente necesitan ser calificados si los inversionistas lo requieren. Los inversionistas, particularmente las compañías de seguros, usualmente usan la calificación de riesgo para evitar colocar los títulos adquiridos en la llamada "canasta" de inversiones no elegibles.[21] Sin embargo, la tasa de interés de dichos títulos puede resultar más alta de lo usual porque los títulos vendidos en colocaciones privadas no pueden ser negociados libremente.[22]

Los originadores con grado de inversión que tienen cuentas por cobrar altamente predecibles, o que obtienen mejores condiciones de crédito gracias a dicha calificación, podrán ser capaces de ofrecer públicamente títulos a largo plazo a inversionistas en el Mercado de Capitales a través de un VPE. En virtud de la demanda por los títulos públicamente negociables, este tipo de transacciones proporcionará financiamiento a largo plazo con una menor taza de interés para el originador. Los costos de llevar a cabo una colocación pública, sin embargo, son altos. No solamente se debe crear un VPE específicamente para el financiamiento, sino además debe prepararse y presentarse una solicitud de registro ante la *"Securities and Exchange Commission"* ("SEC"). A diferencia de una colocación privada, la que puede concretarse en un período de semanas, una solicitud ante la SEC puede tomar meses.

Además, el nivel de la investigación de diligencia debida que se requiere para satisfacer los requisitos de divulgación de información que imponen las leyes federales de Valores puede ser desalentador.[23] Por esta razón, la securitización pública es rara vez efectiva en materia de costos por transacciones menores a $50 millones y son más comunes para transacciones de por lo menos $100 millones.[24]

El repago de los títulos emitidos por estructuras de securitización del tipo *"one off"* es usualmente garantizado en todo o en parte por terceros dignos de crédito en el negocio de evaluar esta clase de riesgos, como los bancos (mediante la emisión de cartas de crédito), o compañías afianzadoras (a través de pólizas de fianza). Los otorgantes de estas garantías, usualmente denominados instrumentos de mejora del crédito, deciden de forma independientes si proporcionan dicha mejora o cuánto cobrar por la misma. No obstante que la obtención de mejoras al crédito aumenta los costos de la transacción, el efecto neto puede reducir los costos totales porque los títulos

---

[20] Para un catálogo representativo de estructura ver *"Securitization of Financial Assets,"* nota 8 anterior, Sección 4.

[21] Las compañías de seguros están limitadas, por ejemplo, en la calidad de nuevas pólizas de seguro que pueden emitir, por la cantidad de sus inversiones elegibles, las cuales se definen usualmente como títulos con calificación de por lo menos grado de inversión, y otros activos elegibles. Para la disposición aplicable del Código de Seguros de Nueva York, ver *N.Y. Ins. Law*, Sección 1404 (b) (consol 1993).

[22] Ver Schwarcz, nota 6 anterior. P. 62 – 63. En un intento por aumentar la eficiencia y liquidez del mercado de las colocaciones privadas, la SEC ha expedido la Regla 144ª. Esta regla permite la relativamente libre transmisión de títulos colocados de manera privada entre distintos compradores (referidos como "compradores institucionales calificados" o "CIC"), quienes tienen más de $ 100 millones en títulos totales invertidos de manera discrecional (o $10 C.F.R. Sección 230, 144ª (1993).

[23] Ver, por ejemplo, la *Securities Act* de 1993, 15 U:S:C: Sección 77ª-77bbbb (1988); la *Securities Exchange Act* de 1934, 15 U:S:C: Secciones 78ª 78kk (1988). Las leyes de valores de cada estado, o leyes *"blue sky"*, también pueden ser aplicables.

[24] Sin embargo, recientemente la SEC revisó sus formularios para proporcionar beneficios de registro de anaquel a las ofertas públicas securitizadas de títulos con grado de inversión. Ver Schwarez, nota 6 anterior, p. 62, número 156. *"Securitization on Financial Assets"*, nota 8 anterior,sección 10.01.

apoyados por las mejoras del crédito obtienen mejores calificaciones de riesgo.

Como resultado, la tasa de interés pagadero por dichos títulos es más baja.

B. CANALES DE SECURATIZACIÓN CON MÚLTIPLES VENDEDORES.

Un mecanismo de securitización con múltiples vendedores ofrece a los originadores la oportunidad de minimizar sus costos mediante la utilización de un VPE común. Estos mecanismos son típicamente administrados por bancos comerciales o de inversión, y son capaces de lograr una transacción con costos de economía de escala permitiendo a originadores múltiples el vender sus cuentas por cobrar a un VPE preexistente[25].

A la fecha, la mayoría de los mecanismos de securitización de vendedores múltiples han favorecido solamente a originadores con grado de inversión[26]. Esta selectividad minimiza el riesgo –que ya es reducido debido a la estructura de quiebra remota- de que la quiebra de un único originador pueda adversamente impactar un mecanismo que lleva a cabo transacciones con muchos originadores. Sin embargo, un número limitado de mecanismos de securitización con múltiples vendedores recientemente han comenzado a dar servicios a los originadores cuyos títulos de deuda están calificados con grados menores a un grado de inversión. Como resultado, más originadores están ahora en posibilidad de aprovechar la transacción con economía de escala.

Los mecanismos de securitización de múltiples vendedores, al igual que los del tipo *"one off"*, se pueden beneficiar con mejoras del crédito. Sin embargo, los mecanismos de vendedores múltiples usualmente expiden títulos de corto plazo, como papeles comerciales. Las agencias calificadoras de riesgo determinarán las calificaciones para dichos títulos a corto plazo sobre la base no solamente del riesgo de incumplimiento, sino también de la probabilidad de una demora en el pago. Como resultado, las agencias calificadoras de riesgo insistirán usualmente en que terceros dignos de crédito garanticen el pago puntual. Fuentes de liquidez, usualmente proporcionadas por bancos, ayudan a asegurar que un mecanismo de vendedores múltiples tendrá la liquidez disponible para cumplir con las obligaciones de pago de corto plazo en el supuesto de que sea insuficiente temporalmente el flujo de efectivo.

Los otorgantes de esas fuentes de liquidez son reembolsados una vez que los pagos por las cuentas por cobrar sean recibidos . En la mayoría de los casos, el mecanismo será capaz de pagar los títulos de deuda en su fecha de vencimiento con los recursos que obtenga de las cuentas por cobrar adquiridas o mediante la re-emisión de papel comercial. Solamente cuando estas fuentes no sean suficientes para cumplir las obligaciones financieras de corto plazo del mecanismo, se necesitara fondeo de las fuentes de liquidez para asegurar el flujo de efectivo del mecanismo.[27]

El resultado es que el mecanismo de securitización de vendedores múltiples usualmente utilizará tanto las fuentes de liquidez como la mejora del crédito. Los que proporcionan las fuentes de liquidez insisten usualmente en que el mecanismo obtenga una mejora de crédito, y enfatizan que al proporcionar fuentes de liquidez están asegurando solamente la puntualidad del pago y no garantizan contra la pérdida última. También pueden requerir mejoras de crédito si ellos están disconformes con la estructura o con el nivel de seguridad de una transacción determinada.

En virtud de que las fuentes de liquidez y la mejora de crédito reducen significativamente el riesgo en títulos emitidos por un mecanismo de vendedores múltiples[28], las agencias calificadoras de riesgo basan principalmente sus evaluaciones sobre dichos títulos en las fuentes de liquidez y de mejora de crédito que el mecanismo obtiene.[29] Él obtener dichas fuentes au-

---

[25] Los mecanismos de securitización con vendedores múltiples típicamente emiten papel comercial a corto plazo o pagarés a mediano plazo en el mercado de capital para fondear sus compras de cuentas por cobrar de los originadores
Ver por ejemplo, Corporate Asset Funding Co., Inc., Fitch Investors Service, Structured Finance, New Issue, Junio 15, 1992, p. 81 (analizando la emisión de 7 mil millones de dólares en papel comercial y pagarés de mediano plazo por parte de Corporate Asset Funding Co. Inc.); Mark H. Adelson, Papel Comercial respaldado por Activos: *"Understanding the Risk"*, Moody's Investors Service, Structured Finance , Special Report, Apr. 1993.

[26] Asimismo, limitando el mecanismo para servir únicamente a los originadores con grado de inversión, los costos de la transacción pueden ser reducidos porque la transferencia de las cuentas por cobrar del originador al mecanismo no necesitan ser estructuradas como una "venta verdadera". Ver nota 33 posterior; Schwarcz, nota 6 anterior, p.35; *Securitization of Financial Assets*, ver nota 8 anterior, sección 5.03.

[27] Sin embargo las agencias calificadoras de riesgo usualmente requieren que las entidades que proporcionen las fuentes de liquidez tengan calificaciones de corto plazo por lo menos equivalentes a las calificaciones del papel comercial del mecanismo.

[28] Para un análisis de los tipos de fuentes de liquidez y mejora de crédito que están disponibles en los diferentes escenarios, ver Schwarcz, nota 6 anterior, p. 13-15; Salathé, nota 13 anterior, p.552.

[29] Las agencias calificadoras de riesgo también consideran la solvencia del originador, la calidad de "quiebra remota" de la estructura, y la experiencia y capacidad del administrador del mecanismo y el que da el servicio.

mentará, sin embargo, el costo de la transacción y su valor en reducir los costos de intereses debe ser ajustado correspondientemente.[30]

C. COSTOS Y BENEFICIOS INDIRECTOS.

Las siguientes secciones analizan cómo las variaciones en las estructuras de securitización pueden afectar directamente los costos y la flexibilidad de la transacción. Cada estructura está también asociada con ciertos costos y beneficios indirectos. Por ejemplo, los costos de la transacción no están limitados a gastos directos, como honorarios legales, honorarios de bancos de inversión, y el costo de las fuentes de liquidez y de mejora de crédito. Ellos también surgen del requisito de "venta verdadera".[31]

Para alcanzar una "venta verdadera", un originador debe limitar, si no lo ha hecho ya, su derecho al valor residual de las cuentas por cobrar vendidas al VPE. Este valor residual puede ser comúnmente significativo ya que el VPE debe obtener un nivel de cuentas por cobrar muy en exceso de la cantidad que se necesita para pagar los títulos expedidos por el VPE. Esta "sobregarantía" se necesita para asegurar a los inversionistas y a los que proporcionan la liquidez y la mejora del crédito, que no sufrirán pérdidas por la demora o incumplimiento en el pago de las cuentas por cobrar. Un conflicto puede generarse sobre la cantidad de sobregarantía necesaria para el VPE; los originadores querrán que el nivel de sobregarantía sea bajo, mientras que los inversionistas y los que proporcionan la mejora de crédito desearán que sea alto. Debido a que la cantidad de las cuentas por cobrar vendidas puede resultar más grande que lo necesario para pagar los títulos emitidos por el VPE, el sobrepago representa un costo indirecto para el originador, pero a fin de cuentas real.

El costo de la sobregarantía puede ser manejado en diversas formas. Si la calificación del originador es de grado de inversión, puede usualmente estructurar la transferencia de las cuentas por cobrar al VPE como una venta para efectos contables, y no necesariamente para efectos de quiebra. Después de que el VPE pague sus títulos, el excedente de las cuentas por cobrar y los pagos en exceso pueden devolverse al originador sin alterar la caracterización contable inicial de la transacción como venta.[32]

Si el originador no tiene grado de inversión, una venta válida en caso de quiebras será requerida para proteger a los inversionistas de los riesgos asociados con la posible quiebra del originador. Este riesgo de quiebra puede ser evitado, y al mismo tiempo minimizar el costo de la sobregarantía, al estructurar la securitización con dos VPE en una estructura de dos niveles, también conocida como una estructura "FINCO" (compañía de financiamiento).[33] Bajo este método, el originador primero vende las cuentas por cobrar a un VPE totalmente de su propiedad en una transacción que constituye una "venta verdadera" para efectos de quiebra y por consiguiente alcanza protección contra quiebra. El VPE propiedad del originador transfiere sus cuentas por cobrar a un VPE independiente en una transacción que constituye una venta para efectos contables, pero no necesariamente para efectos de quiebra. El VPE independiente emite títulos en los mercados de capitales para fondear la transferencia.

Después de que el VPE independiente paga sus títulos, puede retransferir las cuentas por cobrar y los pagos sobrantes al VPE propiedad del originador sin perjudicar la caracterización contable de la venta. El VPE se fusiona entonces con el originador, o alternativamente, las cuentas por cobrar o los pagos restantes se transfieren al originador vía dividendos.

Esta estructura permite al originador obtener el valor de cualquier cuenta por cobrar o pagos excedentes creados por la sobregarantía original.[34]

Frecuentemente los beneficios indirectos de la securitización compensan sus costos indirectos. Uno de los más importantes beneficios indirectos es que la securatización de activos proporciona una fuente de financiamiento fuera del balance. Debido a que la

---

[30] En la experiencia del autor, el costo de la mejora del crédito va desde el 0.40% y 0.75% de la cantidad del crédito extendido, y el costo de la liquidez fluctúa entre el 0.15% y 0.35% de la cantidad del compromiso realizado y disponible.
Estas cantidades fluctúan dependiendo de la transacción en particular y la cantidad de partes que están deseosas de otorgar mejoras al crédito o liquidez.

[31] Ver Schwarcz, nota 6 anterior, p. 28-29; *Securitization of Financial Assets*, nota 8 anterior, sección 5.03.

[32] Ver Schwarcz, nota 6 anterior, p.28-29.

[33] Ver Ibid, p. 21-22.

[34] Una reciente teoría sobre el "recurso Binario" puede permitir una venta verdadera directa en términos de quiebra, del originador hacia el VPE mientras se le permite al VPE retransferir una parte significativa del exceso de cobro al originador. Ver Esteren L. Schwarcz, *"A new Theory of Recourse"*, Asset sales Rep, Feb 14, 1994, p 8, Esteren L. Schwarcz, *"The parts are greater than a whole; How Securitization of divisible interest can revolutionize structured finance and open the capital markets to Middle-Market Companies"*, 1993, Columb. Bus. L. Rev. 139(1993) [en lo sucesivo Schwarcz, *Divisible Interests*].

securitización es usualmente vista para efectos contables, como una venta de activos y no como un financiamiento, el originador no revisa la transacción como un pasivo en el balance. Dicho fondeo fuera del balance aumenta el capital sin aumentar el apalancamiento o la proporción deuda-capital del originador en sus estados financieros.[35]

Otro beneficio de la securitización de activos es que puede representar para el originador una fuente adicional e ilimitada de financiamiento. Algunas veces los originadores encontrarán que el apetito del inversionista por sus títulos ha llegado a saciarse temporalmente. En otras palabras, la cantidad de exposición al riesgo del originador que los mercados de capitales están preparados a aceptar puede ser menor a la cantidad de financiamiento del Mercado de Capitales deseada por el originador. En estos casos, la securitización permite al originador obtener recursos adicionales en el Mercado de Capitales mediante un VPE. Este cambio de forma no es un intento de engañar a los inversionistas. Los inversionistas están preparados para aceptar los más limitados riesgos asociados con el VPE, como el riesgo de incumplimiento de pago de las cuentas por cobrar, en comparación con el mucho mayor riesgo asociado con el originador en su conjunto. Como resultado de lo anterior, al proporcionar una fuente de recursos adicionales al mercado de capitales, la securitización puede ser benéfica hasta para los originadores con grado de inversión.

Ciertas securitizaciones pueden resultar en una tasa de interés promedio menor para el originador mediante el uso de una estructura de títulos superiores/subordinados al nivel de VPE.

Los inversionistas sofisticados proporcionan al VPE el equivalente a la mejora de crédito mediante la compra de títulos subordinados. De este modo el originador asigna ciertos riesgos de repago a dichos inversionistas, quienes están en el negocio de evaluar y aceptar un mayor nivel de riesgo que el inversionista común. La tasa de interés por dichos títulos subordinados son mas altas que las tasas de interés de los títulos no subordinados (o *senior*) a efecto de compensar por el mayor riesgo. Sin embargo, esta combinación de títulos subordinados y *senior* todavía será de beneficio para el originador si, como usualmente es el caso, la tasa de interés que resulte de la mezcla de los títulos combinados es menor a la tasa que sería aplicable si solamente una clase de títulos hubiera sido emitida.

La estructura *senior*/subordinada puede también ser usada para expandir el universo de participantes disponibles para proporcionar la mejora del crédito. Una entidad que proporciona la mejora del crédito en la forma de una garantía o su equivalente, usualmente debe tener una calificación de riesgo por lo menos igual a la de los títulos que están siendo garantizados. Sin embargo, el número de entidades que mejoran el crédito con altas calificaciones –incluyendo bancos es realmente pequeño–.

Por otra parte, debido a los requerimientos de altas reservas de capital,[36] las mejoras de crédito a terceros que proporcionan las instituciones reguladas como los bancos han llegado a ser muy cara. Pero los inversionistas en títulos subordinados no tienen requisitos de calificación. La mejora de crédito proviene de sus inversiones en efectivo iniciales en los títulos subordinados del VPE, que son usadas para adquirir las cuentas por cobrar y para después sobregarantizar los títulos *senior* del VPE, los títulos subordinados complementan los medios por los cuales los títulos *senior* son pagados.

III. DISTINCIÓN ENTRE SECURITIZACIÓN Y FACTORAJE

Tradicionalmente usado en la industria textil y del vestido, el factoraje, como la securitización, implica una venta de cuentas por cobrar para generar efectivo. Dada las similitudes superficiales entre estas dos técnicas de financiamiento, es útil compararlas y considerar cuándo se aplica cada una de ellas.

"El Factoraje, en su forma más pura... implica solamente la compra al cliente de cuentas por parte del factor, quienes han formalizado un contrato de factoraje. El cliente asume todos los riesgos del no pago de las cuentas por cobrar excepto la imposibilidad financiera del deudor (cliente) para pagar. El factor acuerda pagar mensualmente por las cuentas por cobrar adquiridas en la fecha señalada en el contrato, usualmente llamada la

[35] Los inversionistas verian la securitizacion del mismo modo que los contadores, quienes aplican los principios de contabilidad generalmente aceptados. Ver, Fin. Actt. Standards Bd., Fin. Statements of Acct. Sandards No. 77 (1983). Ver Schwarcz, nota 6 anterior, p. 2-3; *Securitization of Financial Assets*, nota 8 superior, Sección 3,02. Sin embargo, otros, como las agencias calificadoras de riesgo, pueden adoptar distintos puntos de vista.

[36] Ver Schwarcz, nota 6 anterior, p. 68-70, 73-75.

fecha promedio de vencimiento o fecha ajustada de vencimiento.

El cliente es notificado sobre la venta de las cuentas por cobrar al factor y es instruido para hacer los pagos directamente al factor"[37]

En una transacción de factoraje el factor es típicamente una compañía financiera pre existente que obtiene sus clientes a un precio de descuento.

La securitización, por el contrario, usualmente implica la creación de un VPE protegido de la quiebra del originador, que adquiere las cuentas por cobrar de ésta y emite títulos respaldados por activos en los mercados de capitales. Mientras el factor confía en sus habilidades en el cobro para reducir su riesgo de perdida, el VPE reduce su riesgo de pérdida mediante la compra de cuentas por cobrar de calidad con porcentajes de incumplimiento predecible.[38] Las diferencias entre securitización y el factoraje, sin embargo, no son rígidas y empiezan a desaparecer en ciertas instancias.

Por ejemplo, existen pocas diferencias entre securitización y factoraje en transacciones donde el VPE pide prestado fondos de fuentes distintas al mercado de capitales en lugar de emitir títulos en el mercado de capitales.

No obstante, el factoraje tradicional no está obsoleto. Para muchas compañías pequeñas y medianas, el costo de crear un VPE o registrar títulos de deuda les prohibe securitizar. En estos casos, el factoraje les proporciona una técnica de financiamiento a menor costo.

Los hospitales actualmente deben escoger entre las técnicas de factoraje y de securitización. Las cuentas por cobrar por cuidados de salud son fuentes de activos amplia y relativamente sin límite, que los hospitales pueden utilizar para satisfacer sus necesidades de financiamiento. ¿Qué es más eficiente, securitizar o dar en factoraje estas cuentas por cobrar?

Un estudio hecho en 1991 comparó las ventajas y desventajas de la securitización en el campo del cuidado de la salud.[39] Los autores señalaron que un factor "tradicional" usualmente compra cuentas por cobrar con un descuento de entre cinco y diez por ciento, y al mismo tiempo cobra al cliente una cuota de factoraje que puede llegar a ser tan alta como el quince por ciento del valor de las cuentas por cobrar vendidas.[40]

Además, un factor no otorga por adelantado todos los fondos. Como resultado, los autores estimaron que la securitización proporcionaría entre treinta y cuarenta por ciento más recursos por adelantado que una línea de factoraje tradicional.[41] El diferencial de fondeo puede ser atribuido principalmente al gran descuento que toma el factor que toma para protegerse a sí mismo y asegurar sus ganancias. El VPE, por otro lado, se fondea a sí mismo con el mercado de capitales, el cual actúa como el *"spreader"* normal del riesgo distribuyendo los títulos entre los distintos inversionistas.

En ciertas circunstancias, los principios usados en la securitización y el factoraje pueden combinarse para obtener un fondeo a menor costo que a través de la securitización tradicional o el factoraje tradicional. Por ejemplo, los hospitales y empresas pequeñas y medianas pueden ser capaces de beneficiarse de estructuras, como la estructura de "interés divisible"[42], que proporcionan fondeo a través del Mercado de Capitales sin el costo extra de crear un VPE intermediario.

En una estructura de interés divisible un originador vendería por un precio fijo de negocio sus derechos en un conjunto de cuentas por cobrar equivalente al cien por ciento de todos los cobros hasta llegar a un "punto crítico" (y posiblemente también un porcentaje fijo de cobros arriba del punto crítico). Una vez fijado, no hay ajuste del precio de compra.

Independientemente de los cobros realizados, y debido a que la transferencia es directa del originador de las cuentas por cobrar al que emite los títulos, no hay necesidad de crear un VPE intermediario, como en la estructura de dos niveles.[43] Por consiguiente, una estructura de interés divisible permite a múltiples originadores juntar sus cuentas por cobrar en

---

[37] Peter H. Well, *"Factoring in Asset Based Financing. A Transactional Guide"* Sección 27.01(1) (Matthew Bender ed, 1985).
[38] Salathé, nota 13 anterior, p.562.
[39] Ferconio, Sandra y Michael Lane, *"Financing Maneuvers: Two Opportunities to Boost a Hospital's Working capital"* Healtheare Fin. Mgmt, p. 76.
[40] Ver Ibid, p.76.
[41] Ver Ibid, p. 80.
[42] Ver Schawarcz, *Divisible Interest*, not de 34 anterior, p.149.
[43] Ibid, p. 155-00

una misma securitización y por consiguiente alcanzar economías de escala.[44] También reduce los costos de la transacción (como por ejemplo la doble cantidad de documentación, la creación y capitalización del VPE intermediario y el nombramiento de directores independientes) en una estructura de dos niveles. Por lo tanto, la combinación de conceptos de securitización y factoraje puede llevar a estructuras y enfoques innovativas y sinergias.[45]

La estructura de los intereses divisibles elimina la necesidad de tener una subsidiaria de quiebra remota, y permite obtener al originador múltiple las economías de escala al juntar sus cuentas por cobrar en una sola transacción de securitización. Como un aspecto practico, sin embargo, el uso de estas innovativas estructuras, las cuales elevan cuestiones de primer impresión en ausencia de limitado a colocación privadas con inversionistas sofisticados hasta que haya suficientes precedentes que se hayan decidido hasta que se realicen un número de transacciones para crear la confianza del inversionista de la agencia calificadora de riesgo.

CONCLUSIÓN

¿La securitización reduce los costos financieros netos?

El "juego de suma cero" es aquel donde el beneficio de una persona es equivalente a la pérdida de otra persona, y el resultado del juego es cero. ¿Es la securitización un juego de suma cero o crea una genuina reducción de costo para las partes?

Solamente un estudio empírico respondería completamente esta pregunta. Dicho estudio no sólo va más allá del alcance de este articulo, sino que es difícil de imaginar dado que el mundo de las finanzas corporativas raramente se prestaría a experimentos controlados. Sin embargo, un análisis de sentido común indica que la securitización puede crear ahorros en los costos netos.

Este artículo ha mostrado que, a pesar de los costos de transacción, la securitización puede ser menos cara que otras fuentes de fondeo alternativas porque permite a los originadores obtener fondeo del mercado de capitales a bajo costo. Hasta los originadores con grado de inversión quienes tienen ya acceso.

[44] Ibid, p. 154-155
[45] Ver Schwarcz, *A New Theory of Recourse*, nota anterior, p.9.

TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ

Javier Benavides Gonzales*

En los últimos años el desarrollo de los procesos de titulización ha aumentado tanto en calidad como en cantidad, con una velocidad vertiginosa, a nivel mundial, habiéndose incrementado notablemente la importancia de tales procesos a lo largo de dicho período.

En el presente artículo, el autor se centra en este importante aspecto del Mercado de Valores, haciendo una breve descripción de su evolución, para luego describir y analizar sus características, resaltando las ventajas de dicha figura.

INTRODUCCIÓN

La velocidad que ha tenido el desarrollo a nivel mundial de las estructuras de titulización de activos en las relaciones económicas de nuestro tiempo no deja de sorprender a propios y extraños, pues expande a niveles antes no sospechados la capacidad de generar valor y sirve también como herramienta para producir nuevos instrumentos de inversión y financiamiento.

Sin embargo, podemos señalar que las titulizaciones no son más que un mayor desarrollo de estas estructuras de inversión y financiamiento. Con ello, no pretendemos negar la gran facilidad que tienen de amoldarse a las necesidades de los agentes económicos ni su capacidad de dispersión de riesgos y beneficios que ayuda a estabilizar y compensar estructuras antes difíciles de manejar, no obstante dejamos entrever que los fundamentos sobre los cuales se basan este tipo de operaciones son de por sí conocidos, debiéndose este desarrollo a la adecuada mezcla de conceptos jurídicos y económicos que se entrelazan en una titulización de activos.

Por ello, podríamos afirmar que cualquier persona podría, eventualmente, lograr una estructura de titulización acorde con sus necesidades. Lo difícil estriba precisamente en lograr el equilibrio óptimo que permita ofrecer seguridad y atractivo para todos los partícipes de operaciones de esta índole. Por ello, resulta de interés repasar brevemente aquellos fundamentos que sustentan una operación de titulización de activos, así como algunos puntos particulares que atañen a un adecuado desarrollo de esta nueva herramienta de financiamiento e inversión.

---

* Contador Universidad del Pacífico. Participó en la Comisión que estructuró el actual Reglamento de Procesos de Titulización de Activos.

I. CONCEPTOS BÁSICOS SOBRE LAS TITULIZACIONES

Las titulizaciones de activos no resultan una actividad nueva en el mundo; la estructura, su estrecha ligazón con la ingeniería financiera moderna y el nombre no resultan nuevos. Ya en 1880 era la venta y traspaso de préstamos y deudas o participaciones un hecho común en la Inglaterra post-industrial. Incluso hay historiadores que datan el traspaso de ventas futuras de arroz entre señores feudales en el Japón del siglo XII[1].

El término "titulización" deviene de una simple conversión de un sustantivo ("título") en un verbo. De igual manera, no existe en el Diccionario Webster de la Lengua Inglesa un vocablo llamado *securitize* o *securitization*. Lo que sí existe en definitiva es el concepto subyacente a dichos términos: el convertir en un título algo que no lo es (o que no lo es aún). De igual manera, en cada país recibe este mecanismo un término que se adecúa al mercado. De ese modo escuchamos securitización (México), titularización (Colombia y Argentina) y titulización (España).

El término "título" nos lleva, de acuerdo con la doctrina, a pensar en la representación de un derecho sobre ese algo a través de una manifestación cartular, lo cual resulta una definición restringida, debiendo entenderse que dicha representación se expresará en un valor. En el significado extenso del término, queda entendido que dicho valor no necesariamente deberá contar con la característica de ser "mobiliario", aunque dicha característica sea exigencia en mercados organizados de valores.

Esta conversión en un bien más fácilmente negociable brinda beneficios económicos por reducir el riesgo de no poder hacer rápidamente líquidos a los valores. El término titulización de activos no representa más que la conversión de un activo (o de un potencial activo) en un valor. Obviamente, debido a la naturaleza financiera de los valores, los activos subyacentes deben ser generadores de flujos de efectivo.

La razón por la cual las figuras de titulización de activos se vuelven cada vez más frecuentes en el mundo se debe a las mayores necesidades de financiamiento a menores tasas, aprovechando cada vez mejores y más perfectas maneras de optimizar el uso de activos. Los tiempos en los cuales las personas recurrían exclusivamente a la banca convencional para obtener los fondos necesarios para el desarrollo de sus actividades actuales y futuras resultan ya lejanos. El mayor acceso al crédito no intermediado hace que la competencia por los fondos del público se vuelva tenaz, obligando a los intermediarios financieros a pasar de la condición de meros prestamistas a estructuradores de complejas figuras financieras que buscan maximizar el provecho que puedan obtener sus clientes del dinero recibido, actividad que les permitirá enfrentar la fuerte influencia de la desintermediación financiera. Ello ha dado vida a un nuevo tipo de banca: la Banca de Inversión.

El Perú, país cuya apertura económica ha logrado modificar dramáticamente la manera de financiarse de las empresas en menos de diez años, no se encuentra apartado de dichas tendencias. Una década atrás resultaba la emisión de bonos corporativos un completo misterio para la gran mayoría de grandes empresas, aun cuando legislativamente ya se encontraba prevista dicha forma de endeudamiento empresarial. Sus ejecutivos, muchas veces posgraduados de universidades de prestigio en el país y el extranjero, se veían de manos atadas al no poder acceder a una vía de crédito que gozara de la confianza del público y que requería para su desarrollo de dos principios básicos: reglas claras y señales de estabilidad económica.

Hoy, una emisión de bonos corporativos ya no tiene mayores impedimentos. El único, y quizás el más peligroso, se ve representado por la estructura familiar y cerrada de muchas empresas, la cual desincentiva la emisión de valores que logren develar los secretos empresariales, confundidos entonces con los familiares. La estructuración de valores de oferta pública resulta sumamente difícil en dichas empresas por la gran barrera que significa el dar información al mercado sobre propiedad empresarial que se considera parte del secreto familiar, ya sea por celo o por esconder ineficiencias que, de mantenerse, lograrían poner en situación poco competitiva a la empresa.

Al igual que la emisión de bonos corporativos, la titulización de activos encierra muchos misterios que deben ser develados y entendidos por los agentes financieros, y que sólo el tiempo y el interés de los participantes en estos procesos podrán aclarar.

II. HISTORIA Y DESARROLLO DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

II. 1. Los inicios

El fideicomiso, la figura natural para la titulización de activos, es una institución que fue creada para enfren-

[1] BREALEY, Richard y STEWART, Myers, *"Principles of Corporate Finance"*, Quinta Edición, N.Y., Mc Graw Hill, 1996.

tar el temor a las confiscaciones sucesivas a las guerras y persecuciones políticas en Inglaterra, así mismo sirvió como escape para aquellas corporaciones religiosas que poseían bienes raíces, a través de una transmisión de los bienes hacia una persona de confianza que obraba en provecho de aquéllos a quienes en realidad se quería beneficiar[2].

Aprovechando esta figura, muchas empresas logran en la actualidad transferir activos para lograr adelantos de dinero que se ven garantizados con estos activos o con nuevos activos conforme se generen. En una operación de titulización de activos, esta transferencia de derechos, bajo la forma de un contrato de fideicomiso, declara como beneficiarios a los tenedores de los valores que se emiten con cargo al patrimonio fideicometido y finaliza una vez otorgados todos los beneficios pactados con los beneficiarios.

En los Estados Unidos - cuna de la titulización de activos tal como la conocemos hoy en día - se buscó un mecanismo que permitiera ampliar la base del crédito hipotecario sin dañar a las instituciones financieras por exceso de concentraciones en los mismos, lo que hubiese podido perjudicar su cartera global. Para ello, se hizo necesario desplazar dichas deudas hipotecarias hacia el Mercado de Valores, lo cual se logró a través de la titulización de activos.

Ya desde el año 1938 existía la *Federal National Mortgage Association* (FNMA), la cual operaba comprando y vendiendo hipotecas en el mercado secundario con el objetivo de activar este mercado en los Estados Unidos, de crear mecanismos de entrada y salida a este mercado para los diversos agentes financieros. Ello ayudó a que éstos puedan liberar parte de su cartera y administrar de mejor manera su portafolio de colocaciones. Sin embargo, dicho mecanismo resultaba estrecho para el planeado mayor desarrollo de la construcción en dicho país.

Por ello, se optó en 1968 por escindir dicha institución en dos entidades similares: una de índole estatal (la *Government National Mortgage Association* o *GNMA*) y otra de propiedad privada, aunque auspiciada por el Congreso (la *Federal National Mortgage Association* o FNMA), cuyas funciones son las de participar activamente como promotores del mercado secundario de créditos hipotecarios y, en la medida de lo posible, garantizar el pago puntual de principal e intereses para las deudas hipotecarias en caso de incumplimiento por parte de los deudores, en general pequeños propietarios. Dicha garantía operaba bajo el cumplimiento de ciertos requisitos tanto para el deudor hipotecario como para la institución que brindaba dichos préstamos.

Gracias al nacimiento de la GNMA, se emitieron en 1970 los primeros MBS (*Mortgage-Backed Securities*) de parte de las instituciones de crédito hipotecario estadounidenses. Dichos títulos tenían la característica de otorgar un derecho proporcional e indiviso sobre un conjunto de créditos hipotecarios (extendiéndose a las hipotecas).

Luego, sobre el camino trazado por las entidades oficiales, la titulización de activos cobró auge primero en los Estados Unidos y luego en el resto del mundo. Sin embargo, cabe mencionar que dicho desarrollo se ha visto obstaculizado, e incluso impedido, en algunos países por la necesidad de adecuar la legislación para facilitar la realización de dichas operaciones, siendo necesario buscar el perfeccionamiento de las estructuras de titulización sin riesgos excesivos desde el punto de vista jurídico, registral, económico y tributario.

II.2 Estructuras de Titulizaciones

Una titulización no es más que una emisión de valores basada en los flujos dinerarios que brinda un grupo de activos que se encuentra separado en un vehículo apropiado para tal fin, el cual puede ser un fideicomiso u otra entidad que brinde similares fines, tal como puede ser una sociedad anónima con un fin social restringido. Ambas son formas aceptadas por nuestra legislación[3] y, en el caso de la sociedad anónima, ésta recibe el nombre de Sociedad de Propósito Especial. A continuación presentamos un esquema estándar de titulización.

1. Los activos son originados por una empresa y se encuentran financiados por pasivos o capital de ella. A la empresa se le conoce como el originador y recibe los flujos de fondos (cobranzas) antes de iniciarse la titulización.

2. Una vez que se haya obtenido un portafolio de activos suficientemente grande y homogéneo, éstos se analizan como un portafolio y luego se venden o se asignan a una tercera entidad confor-

[2] CHANDLER, Roy y Dr. Iwan Davies, *"Securitisation: Legal and Accounting Implications"*, Mimeo presentado en el Congreso Anual de la Asociación Europea de Contabilidad, Venecia, Italia, 1994.

[3] DOMÍNGUEZ, Jorge, "El Fideicomiso", Buenos Aires, Ediciones Depalma, 1995

mada con el propósito específico de separar los activos. El vehículo de propósito exclusivo es por lo general un fideicomiso que es administrado por una sociedad titulizadora o una empresa creada específicamente para tal fin – la sociedad de propósito especial contemplada en el Decreto Legislativo 861, Ley de Mercado de Valores –.

3. La administración de los activos se suele encargar al originador, por ser éste el que mantiene la relación con sus clientes (deudores).

4. El vehículo de propósito exclusivo emite valores mobiliarios (en el caso de un fideicomiso de titulización, los emite una sociedad titulizadora) para poder financiar la "compra" al originador de los activos. Esta compra es, por lo general, sin recurso, para poder así asegurar la separación de los activos del balance del originador.

5. Los inversionistas adquieren los valores una vez que hayan analizado la capacidad de pago de los flujos provenientes del conjunto de activos "titulizados". En el caso de emitirse instrumentos de deuda, el riesgo de éstos se encuentra calificado por dos empresas clasificadoras de riesgo, cuya metodología es supervisada por CONASEV.

6. El vehículo de propósito exclusivo transfiere los excedentes respecto de lo pactado con los inversionistas al originador. Para efectos prácticos, el originador mantiene las relaciones comerciales con sus deudores y los beneficios económicos de la generación de los activos (continúa administrando el portafolio de activos "titulizados" y continúa registrando las ganancias que provienen de la generación de los activos – por lo general ventas).

7. El administrador realiza las labores de cobranza y dirige los flujos dinerarios hacia el vehículo de propósito especial.

8. Los flujos dinerarios que se generan de los activos se usan en el repago de las obligaciones nacidas de la emisión de los valores.

III. MOTIVACIONES BÁSICAS PARA ESTRUCTURAR TITULIZACIONES

A primera vista, el optar por una titulización de activos nos lleva a pensar en una estructura de mayor y más fácil ejecutabilidad que la afectación específica de un grupo de activos de un deudor, pues brinda mayor respaldo a una deuda que se emite frente a terceros, además de tener facilidad de negociación por ser valores mobiliarios.

Sin embargo, no solamente debemos considerar en una titulización de activos una mayor capacidad crediticia de un deudor determinado por efectos de la afectación de un grupo de derechos o de activos, sino también la creación de una entidad distinta y separada de éste que genera los flujos dinerarios necesarios para responder frente a una obligación, que puede ser de carácter crediticio o de carácter participativo en sus resultados.

Como mencionamos líneas arriba, resulta lógico pensar que el convertir activos en valores debe llevar a una situación que resulte de mayor provecho para las personas que efectúen dicha operación. La clave de titulizar resulta precisamente en identificar qué parte del activo de una empresa o de un proyecto puede beneficiarse en mayor medida de esta conversión.

La guía es sencilla: un título suele ser mucho más fácilmente ofertable que un sofisticado activo. En segundo lugar, podemos decir que un título vendido sobre un activo implica la venta de derechos sobre dicho activo y sus frutos, enajenándose así también sus riesgos.

Al hablar de un valor mobiliario que representa derechos sobre un activo o un grupo de activos, en el cual se encuentren incluidos, de manera limitada o no, los riesgos y beneficios sobre él o sobre ellos, estaremos refiriéndonos a valores creados a partir de una operación de titulización de activos. Incluso, el valor mobiliario podría ser estructurado para dar derechos limitados sobre los frutos de los activos, como podrían ser títulos de índole crediticio que se paguen con la generación de activos de una operación empresarial o con el usufructo de un grupo de activos, en cuyo caso, los activos sustentarán el pago de principal e intereses, tras lo cual el derecho sobre los activos concluye. También pueden estructurarse emisiones de valores que den derechos irrestrictos[4] sobre los frutos de los activos mientras éstos existan o por un período limitado. En realidad, la capacidad de crear títulos que brinden derechos acordes con aquéllos que los inversionistas consideren atractivos resulta limitada sólo por la imaginación.

[4] Estados Unidos de América, "*The Small Business Job Protection Act*", 1996.

Para efectos de mayor amplitud, trataremos de analizar bajo una perspectiva local las cinco motivaciones del originador[5] presentadas por Schwarcz[6], las que consideramos lo suficientemente generales y claras respecto de los razonamientos por los cuales la decisión de titulizar activos resulta la más adecuada para una circunstancia particular:

1. Remoción de activos del balance, así como su financiamiento asociado.
2. Obtención de costos totales de financiamiento menores.
3. Obtención de una base de inversionistas variada.
4. Obtención de financiamiento cuando éste no es posible de otra manera.
5. Equiparación de activos y pasivos financieros.

El orden de estas motivaciones depende obviamente del originador, que es el ente que busca obtener fondos para así cumplir con sus objetivos corporativos. Pueden surgir así mismo otras motivaciones, por lo que el orden mencionado resulta relativo.

III.1. Remoción de Activos y Financiamiento Asociado

Una de las posibilidades que abren los modernos procesos de titulización se refiere al aislamiento de un activo financiero[7] y su financiamiento respecto de la empresa que lo genera, con lo cual se logra la remoción de los mismos de las cuentas y reportes del negocio.

Esa labor facilita al originador la orientación del costoso y escaso capital propio hacia actividades del negocio mucho más necesitadas de financiamiento. Las mayores necesidades de tesorería hacia inversiones en tecnología y servicio a los clientes que requieren en la actualidad las empresas hacen más difíciles las asignaciones de capital y por extensión, hacen que actividades tales como el financiar a los clientes de un negocio (a través de créditos y facilidades) resulten cada vez más onerosas respecto del costo de oportunidad que ofrecen. El manejo estratégico de las finanzas de la empresa puede requerir de la determinación de "titulizar" activos para hacer factibles los objetivos empresariales.

Los mecanismos de separación de activos de empresas que requieren financiamiento pueden hacer que se logre un mejor equilibrio en el conjunto de acreedores, así como en sus plazos y garantías asociadas, lo cual impulsa el desarrollo de políticas de endeudamiento más sanas.

Debemos notar además que al extraer los activos financieros y la deuda asociada a dichos activos del balance de la empresa, se logra que indicadores financieros tales como los de endeudamiento patrimonial y de capital/activos varíen hacia niveles de mayor aceptación dentro de la industria.

Tratándose de instituciones financieras, deberán tenerse en cuenta los Acuerdos de Basilea como una motivación para el mejor manejo de los activos de estas entidades. Dichos acuerdos, adoptados en julio de 1988 por el Comité de Regulación Bancaria y Prácticas de Supervisión de Basilea[8], establecen las bases para la medición de estándares mínimos a cumplir por los bancos comerciales. Dichos acuerdos han sido suscritos por las autoridades reguladoras de la actividad bancaria en el Perú y su contenido se encuentra en las normas que rigen dicha actividad (Ley 26702 y circulares de la Superintendencia de Banca y Seguros).

Esos estándares de medición implican la fijación de indicadores de colocaciones bancarias respecto del patrimonio del banco, así como la asignación de ponderaciones por riesgo a determinados activos financieros y obligaciones bancarias no contenidas en su balance. Los bancos, en la disyuntiva entre reducir su nivel de colocaciones -y limitar el espectro de negocios- o aumentar su capital o patrimonio efectivo, encuentran una salida satisfactoria en la titulización de su cartera para el cumplimiento de dichos estándares.

Estas regulaciones específicas para las instituciones financieras no impiden que dichas entidades tengan otras motivaciones que sean similares a las de otros agentes en busca de financiamiento.

III. 2. Obtención de Costos Totales de Financiamiento Menores

Si bien el obtener financiamiento en sí resulta una labor difícil y muchas veces tortuosa, el conseguirlo a un costo razonable para los fines empresariales y

[5] Euromoney, "*Asset Securitization in Emerging Markets*", London, Euromoney Books, 1997.
[6] KANE, Gregory, "*The Problem of How to Account for Asset Securitization Transactions*", En Journal of Accounting Education, London, Vol. 15, pp. 39-51.
[7] KRAVITT, Jason, "*Securitization of Financial Assets*", NJ, EU, Aspen Law & Business, 1996.
[8] LISOPRAWSKI, Silvio, "Contratos Bancarios", Buenos Aires, Ediciones Depalma 1990.

dentro de los plazos necesarios se convierte en una fatigosa tarea que debe ser afrontada con seriedad e imaginación.

De acuerdo con la teoría financiera, el costo del financiamiento depende tanto del riesgo que el prestamista calcula que debe asumir por desembolsar el dinero como de la rentabilidad que desea obtener del negocio de otorgar préstamos, además de los costos de la transacción en sí.

Dado que nos encontramos, de manera relativa, en un mercado en el cual hay suficientes oferentes como demandantes de dinero para cada "nivel" de riesgo, podríamos eliminar la posibilidad de arbitrariedades en la determinación de la rentabilidad que se desea obtener en otorgar préstamos.

En consecuencia, bajo la existencia de un mercado de capitales con cierto desarrollo, se puede inferir que una percepción de menor riesgo en una operación particular de financiamiento puede lograr que el inversionista exija una menor rentabilidad, al lograrse mayor certidumbre en que el principal que otorgue podrá regresar a sus manos debidamente compensado con los intereses que genere y que haya pactado. Si una operación de titulización de activos logra esta percepción de menor riesgo frente a otras alternativas que tenga un agente con déficit dinerario, se obtiene una motivación que hará que se prefieran las operaciones que tratamos en estas páginas.

Componentes importantes del menor riesgo, como se explicó brevemente en párrafos anteriores, se desprenden de la separación patrimonial del grupo de activos que se desligan del agente financiado, lo cual permite otorgar al dador de fondos: a) una garantía de pago superior a otras afectaciones posteriores que se tomen; b) una separación del flujo de pagos de una persona que tiene un riesgo distinto por las otras actividades económicas que desempeña; c) una efectiva separación del riesgo de insolvencia o quiebra del originador que no afecta a los valores emitidos o, en todo caso, disminuye los efectos de dicha ocurrencia; y d) mayores facilidades para liquidar el patrimonio de propósito exclusivo que se genera en caso surjan causales para ello.

Adicionalmente, debemos tener en cuenta que, en el caso de empresas que por su tamaño no tienen acceso al Mercado de Capitales, cabe siempre la posibilidad de sindicar con otras tantas sus activos para que, de la mano de un estructurador (un banco de inversión o sociedad titulizadora), logren un volumen ofertable en el Mercado de Capitales. Ello les otorgaría una calificación de riesgo frente al mercado que estará en relación directa con el volumen y calidad de la cartera trasladada, además de brindarles acceso al Mercado de Capitales que de otra manera difícilmente tendrían. Opciones como éstas, puestas al alcance de medianas empresas, mejoran las oportunidades de financiamiento, a la vez que disminuyen costos.

III. 3. Obtención de una Base Variada de Inversionistas

Esta tercera motivación, que impulsa a un originador a estructurar valores que atraigan a inversionistas no necesariamente interesados en adquirir valores emitidos directamente por el originador, es aplicable únicamente a aquellos emisores de valores ya usuales en el Mercado de Capitales.

La idea de este "surtido" de valores se debe a que la mayoría de inversionistas institucionales tienen restricciones respecto del monto que pueden invertir en valores emitidos por el originador. Nótese que en el caso de titulizaciones el emisor de los valores es una sociedad titulizadora o una sociedad de propósito especial.

De esta manera el agente que busca financiarse puede acceder a varios tipos de inversionistas sofisticados con distintos intereses, de tal manera que no sature un segmento del mercado que haga que su costo de financiamiento se incremente por razones ajenas a sus condiciones económicas o perspectivas.

Es importante remarcar que, por el volumen requerido de valores puestos en circulación, no son numerosas las empresas que pueden llegar a este nivel de sofisticación frente a los inversionistas en el Mercado de Capitales peruano.

III. 4. Obtener Fuentes de Financiamiento Alternativas

Cuando se atraviesan épocas de recesión las instituciones financieras suelen recortar el flujo de fondos prestables a una gran cantidad de instituciones por cuestiones de prudencia. Del mismo modo, en épocas de auge económico, los bancos tienen el problema inverso, pues no tienen suficientes fondos para poder suplir la demanda de dinero y espacio para las colocaciones atractivas que se suelen crear. Ambos estados de la economía afectan la capacidad de financiamiento de las empresas, por lo que es necesario hallar formas alternativas que permitan incrementar las posibilidades del financiamiento (garantías específicas, cuentas de reserva, restricciones autoimpuestas de reparto de dividendos, etc.) o que posibiliten la obtención de recursos financieros por fuentes antes no

usadas, las cuales se encuentran principalmente en los Mercados de Capitales.

Una de las maneras de hallar financiamiento o de atraer inversionistas que deseen otorgar fondos a tasas de interés menores, es a través de la oferta de valores de alta capacidad de pago que estén respaldados por flujos dinerarios que provengan de activos especialmente separados con el objetivo de honrar la deuda contraída. Ello atraería incluso a algunos inversionistas que de otra manera no estarían dispuestos a prestar dinero a tales empresas bajo distintas circunstancias. Las operaciones de titulización de activos pueden lograr que algunas actividades de la empresa que busca dinero se "autofinancien", al traspasar a los inversionistas los derechos sobre los flujos de realización de un grupo de activos (en la mayoría de casos, cuentas o efectos por cobrar). Ello, consecuentemente, alivia a las empresas de la labor de financiar sus actividades y permite focalizar los esfuerzos en áreas estratégicas que requieren atención.

III. 5. Equiparar Activos y Pasivos Financieros

Una última motivación para optar por estructuras de titulización surge desde el punto de vista del financiamiento de los activos financieros que posee la empresa, es decir, de los fondos que usa la empresa para poder mantener el efectivo que posee, los créditos que otorga a sus clientes y otros activos que en el futuro le significarán un ingreso de dinero. Todos los activos financieros de una empresa tienen vencimientos, sean explícitos o implícitos, que no son más que la conversión en efectivo de los derechos que otorgan dichos activos (intereses, principal, ganancias, etc.). Si el originador no se preocupa de (o no puede) adecuar los vencimientos de sus activos financieros con el financiamiento que permitió obtenerlos, se corre el riesgo de no poder honrar oportunamente las obligaciones contraídas (pasivos financieros).

Muchas veces el afán de conseguir financiamiento hace que éste se logre de manera desorganizada, sin mayor relación entre los vencimientos de los activos y los pasivos financieros. El riesgo que se asume no solamente es el de incumplimiento en sus pagos, sino también el de incurrir en pérdidas al comparar los costos de financiamiento con las ganancias atribuibles a dichos activos.

Una titulización sobre un conjunto de activos financieros puede, por definición, resolver dicho problema al equiparar el vencimiento de los valores que se emitan con el vencimiento de los activos que se busca financiar, bajo perspectivas similares de tenor y precio. La simplicidad a mantener en este tipo de instrumentos es crítica, pues la emisión de valores debería contar con características similares a los activos individuales que se encuentran dentro del vehículo de propósito exclusivo que respalda los valores. Es por ello, que los activos que conformen dicho vehículo deben ser homogéneos en forma, plazos y términos. Como ejemplo, una titulización basada en cuentas por cobrar comerciales debería ser estructurada como una emisión de instrumentos de corto plazo ("papeles comerciales") que coincidan en plazo con el promedio ponderado de los vencimientos de los instrumentos (facturas, letras, pagarés) que constituyen este conjunto de activos. De esta forma, la empresa financia cuentas por cobrar de corto plazo con obligaciones de igual o similar duración.

IV. VEHÍCULOS DE PROPÓSITO EXCLUSIVO

La flexibilidad que brinda la titulización de activos no serviría de nada si el tenedor de los títulos no pudiera contar con la seguridad de que los activos -y sus frutos- puedan efectivamente servir de respaldo de dichos títulos. Asimismo, resulta acertado, en la medida de lo posible, aislar dichos activos y sus frutos del originador, de tal manera que la evaluación de riesgo y rentabilidad se vea restringida a la performance de dichos activos. El peligro de insolvencia del originador es uno de los riesgos que se consigue menguar, e incluso eliminar, al estructurarse un proceso de titulización de activos. Como segundo objetivo, podemos considerar el restringir la injerencia en el manejo de los fondos que tenga el originador como una sana defensa de los tenedores de los valores.

Los procesos de titulización de activos requieren transparencia de parte del originador o transferente de los activos. Estos procesos logran aislar el riesgo de insolvencia y quiebra que pudiese afectar al propietario de los activos. Ello obliga a buscar que los activos tengan la base de un financiamiento que práctica y legalmente sea independiente de dichas causales de insolvencia, para lo cual resulta altamente deseable que la calidad crediticia de los activos a ser titulizados se muestre no ligada a la calidad crediticia del originador de dichos activos. El vehículo de propósito exclusivo es precisamente la "envoltura" que servirá para la mencionada separación e impedirá que los acreedores se afecten como consecuencia de la insolvencia del originador.

Un vehículo de propósito exclusivo debe lograr ser una "entidad diseñada de tal manera que la insolvencia a causa de sus propias actividades resulta improbable y que se encuentra debidamente protegida de

las consecuencias de la insolvencia de cualquier otra parte relacionada[9]".

Las áreas o aspectos que deben ser considerados en la formación de la estructura de un vehículo de propósito exclusivo deben ser al menos los siguientes:

- Las actividades de negocio admitidas para el vehículo de propósito exclusivo.
- Las obligaciones con terceros permitidas a dicho vehículo.
- Los derechos de los futuros tenedores de valores y probables responsabilidades frente a terceros por los activos del vehículo o procesos contra dichos activos.
- La estructura interna del vehículo.
- El proceso de toma de decisiones respecto del posible inicio de un caso de declaración voluntaria de quiebra; y
- La estructuración del vehículo conducente a la reducción de las probabilidades de una declaración de insolvencia involuntaria (promovida por terceros).

El vehículo de propósito exclusivo debe calificar como una entidad "sin pasado", típicamente un fideicomiso, una sociedad recientemente creada o incluso una empresa ya existente con limitados pasivos. Las actividades del vehículo deben ser restringidas a aquellas necesarias y apropiadas para la estructura del financiamiento y la observancia de los puntos descritos líneas arriba. Dichas restricciones se deben reflejar en los documentos que sustentan la creación y la organización de dicho vehículo.

En el caso de una sociedad de propósito especial, el acuerdo societario deberá proveer la seguridad de que los fines de la sociedad se limitarán a la posesión, tenencia, manutención, operación y realización de transacciones con los activos subyacentes. Otros tipos de sociedades, incluso sociedades ya creadas con escasos pasivos, deberán incorporar dichas cláusulas al contrato social.

Asimismo, la capacidad de endeudamiento del vehículo de propósito exclusivo deberá ser limitada a: (a) la emisión de valores de oferta privada o pública a ser respaldados por el activo o grupo de activos, que es el fin del vehículo; y (b) al endeudamiento conducente a lograr mejoras crediticias para los valores emitidos (v.g. emisión de cartas fianza usadas como soporte adicional en la titulización) o de otros pasivos que se incurran en el manejo del negocio relativo a la tenencia, cuidado y operación de los activos titulizados. Bajo ciertas circunstancias, el contraer deuda subordinada al pago de principal e intereses de la emisión de valores resulta viable.

Por lo general, los activos titulizados no deben estar sujetos a ninguna afectación o intereses de terceros más que aquellos que sustentan la emisión de los valores a ofrecer. Sin embargo, se pueden establecer excepciones respecto de aquellos activos que conformen el vehículo de propósito exclusivo y que estén destinados a respaldar obligaciones por coberturas de cartas fianza o a proveer la liquidez necesaria para cubrir pagos de principal e intereses u otros derechos sobre los valores emitidos.

Las áreas críticas para la seguridad jurídica del vehículo se refieren a la probabilidad de insolvencia y posterior quiebra de la entidad. Los vehículos de propósito exclusivo son creados como vehículos de "quiebra remota", mas no "a prueba de quiebras". Incluso, no es posible restringir la posibilidad de los responsables de un vehículo de propósito exclusivo de solicitar que se declare a éste insolvente, aun así se especifique en las contratos de emisión de valores, pues dichas cláusulas resultarían nulas.

Por tal motivo, en los casos de sociedades usadas como vehículo de propósito exclusivo resulta adecuado que al menos uno de los directores de dicha sociedad sea independiente del originador o sus relacionados, y que se requiera del voto favorable de dichos directores independientes para decidir sobre la solicitud de declaración de insolvencia o quiebra. Otras técnicas para alejar el peligro de quiebra incluyen la emisión de parte de la sociedad usada como vehículo de propósito exclusivo de diversas series de acciones, una de las cuales estaría limitada respecto de su derecho de dividendos pero ejerce el derecho de veto sobre cualquier intento de declaración voluntaria de quiebra. Dicha serie estaría en manos de personas independientes del originador.

En los casos de insolvencia involuntaria se prevé en las normas sobre reestructuración empresarial, que un acreedor ante el vehículo debe probar que tiene deudas impagas por un monto mínimo establecido[10]. La fórmula más adecuada en este caso resulta el compromiso con los acreedores (básicamente los

[9] LISOPRAWSKI, Silvio; KIPER, Claudio M. "Fideicomiso. Dominio fiduciario. Securitización". Buenos Aires, Ediciones Depalma, 1995.
[10] MARTORELL, Ernesto Eduardo, "Tratado de los contratos de empresa". Buenos Aires, Ediciones Depalma, 1993.

profesionales, incluyendo abogados y contadores e instituciones financieras que provean fondos o servicios) de que sólo se pueda declarar impaga una deuda al año del vencimiento de los valores emitidos o al cabo de un plazo suficientemente razonable como para evitar que dicho acreedor solicite la declaración de insolvencia del vehículo.

V. CONSOLIDACIÓN CON EL ORIGINADOR

Adicionalmente, es necesario impedir de la mejor manera, la posibilidad de que se declare en quiebra al vehículo de propósito exclusivo, y resulta igualmente necesario anular o, en su defecto, relativizar la posibilidad de relación con el originador del vehículo, de tal manera que las acciones que tome el originador luego de la transferencia de los activos hacia el vehículo de propósito exclusivo no tengan efecto significativo en éste.

La consolidación resulta parte de una doctrina jurídica bajo la cual se pueden reunir a dos o más entidades separadas en una misma "canasta", en la cual los activos de esas dos o más entidades se conjugan, se eliminan las obligaciones y acreencias entre partes y las acreencias de terceras personas se consideran como si el fondo común formado fuera el responsable de honrarlas.

En tal sentido, corresponde demostrar frente a terceros la inexistencia de control del originador sobre el vehículo, considerando algunas de las siguientes acciones respecto del vehículo de propósito exclusivo:

- Mantener libros y registros separadamente de cualquier otra persona.
- Mantener cuentas separadas, sin mezclar activos con cualquier otra entidad.
- Conducir los negocios para los cuales se halle autorizado en su propio nombre.
- Preparar estados financieros separados.
- Pagar sus obligaciones con fondos propios.
- Observar todas las formalidades societarias o contractuales, según el caso (por ejemplo sesiones regulares de directorios y juntas de accionistas/ fideicomisarios, mantener registros societarios al día, etc.).
- Mantener en lo posible oficinas separadas del originador.
- Tener personal suficiente para el control y manejo de los negocios autorizados y pagar sus remuneraciones de fondos propios.
- No gravar sus activos en beneficio de cualquier otra persona ni hacer préstamos o adelantos al originador o sus afiliadas, así como no garantizar deuda de terceros.
- Usar comprobantes de pago y otros documentos distintos de los del originador para sus operaciones.

La lista no es definitivamente exhaustiva y puede diferir su composición considerando el tipo de negocio, hechos y circunstancias que rodeen al proceso de titulización.

Al respecto, resulta de mucha utilidad la opinión autorizada de un profesional (una sociedad auditora, un perito legal, o un experto de prestigio) respecto de la independencia del vehículo frente al originador, la cual dará seguridad a los inversionistas en los valores a emitirse como fruto de procesos de titulización.

Asimismo, dichos vehículos deben permitir la separación contable, jurídica y económica de dichos activos frente a otros activos del originador, para así poder establecer de manera unívoca los derechos de los tenedores de los títulos frente a los derechos del originador. Por eso, se suele escoger la generación de personas jurídicas de propósito exclusivo o la constitución de fideicomisos.

La Ley de Mercado de Valores de 1996 brinda los instrumentos básicos necesarios para que se puedan establecer procesos de titulización de activos, de tal manera que los activos que conformen los vehículos de propósito exclusivo que se generen no se encuentren afectos al pago de obligaciones y responsabilidades del originador, de sus administradores o de los tenedores de los títulos[11].

Aquellos activos, derechos o remanentes entregados a los tenedores de los títulos, al originador o a otras personas se consideran ya fuera del vehículo de propósito exclusivo y dejan de tener el amparo de esta norma específica.

Asimismo, dichos vehículos autorizados tienen como gran ventaja la eliminación del riesgo de declaración de nulidad de la transferencia de activos y derechos hacia ellos, ya sea por simulación, anulación o ineficacia por fraude, siempre y cuando hayan sido obtenidos los títulos por efecto de una oferta pública o hayan sido adquiridos o suscritos de buena fe y se establezca la derivación en perjuicio para los beneficiarios del patrimonio de propósito exclusivo.

[11] MORRISEY, Helena, ed., *"International securitisation"*. London, IFR, 1992.

VI. TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ

En el caso peruano se han dado una serie de factores que resultan interesantes de resaltar respecto de la titulización de activos, los cuales inciden principalmente en las decisiones de los originadores en la elección de activos a titulizar.

La Ley de Mercado de Valores de 1996 introduce el tema de la titulización de activos en la legislación peruana, en un entorno que no anticipó cabida a instrumentos de la complejidad legal y financiera que implican las titulizaciones. Esa anticipación en la normativa sobre esta nueva alternativa financiera concitó el interés de los participantes en el Mercado de Valores.

Lamentablemente, la estructura de la Ley de Mercado de Valores, si bien intenta concentrar los cambios básicos necesarios en las normas de soporte hacia el acomodamiento de los vehículos de propósito exclusivo dentro de parámetros legales, no logra por completo su objetivo, pues deja vacíos que lentamente se están cubriendo con adecuaciones de las normas necesarias, tales como la posterior Ley 26702, modificaciones a la Ley del Impuesto a la Renta[12] y el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos[13] aprobado en 1997.

El camino de inserción de los vehículos de propósito exclusivo en la normatividad peruana es aún lento y penoso, en el entendido que las normas sobre titulización resultan hasta cierto punto liberales al compararlas con sus pares en Argentina, Colombia y España, sus predecesores más cercanos en doctrina, mientras las normas que rigen a las sociedades de propósito exclusivo (no contempladas explícitamente en la Ley General de Sociedades, por ser este tipo de sociedad anónima de posterior origen) o a los fideicomisos (de escasa utilización en el país) aún revisten dificultades que su mayor utilización ayudará a superar.

La encrucijada que afectará en el futuro al ideal liberal de las normas del Mercado de Valores sobre la titulización de activos será su adecuación al resto de la normatividad comercial, en vista de sus efectos sobre la economía en general y la potenciación de la capacidad de contratar que ofrece. Dicha adecuación se dirigirá sin duda hacia el establecimiento de restricciones a los contratos conducentes a la conformación de vehículos de propósito exclusivo, de tal manera que la integración de dichos contratos en el contexto legal peruano tenga la claridad y transparencia que el Mercado de Valores exige.

VI. 1. Aspectos de la Ley de Mercado de Valores y su Reglamento

Como se ha hecho explícito, la filosofía de la Ley del Mercado de Valores y, luego, de su Reglamento, hacia la titulización de activos, resulta una previsión elogiable a la necesidad de alternativas de inversión y financiamiento a través del Mercado de Valores. Sin duda, resultará de mucho interés en el futuro el seguimiento de dicho fenómeno.

De una somera lectura del Título XI de la Ley del Mercado de Valores, relativo a los procesos de titulización de activos, se pueden apreciar las dos alternativas[14] presentadas como la conformación de vehículos de propósito exclusivo: los fideicomisos de titulización y las sociedades de propósito especial.

Fideicomisos de titulización

De acuerdo con la Ley 26702[15], sólo las empresas de operaciones múltiples (bancos, financieras, cajas municipales, etc.) y las empresas de servicios fiduciarios pueden desempeñarse como fiduciarios. Adicionalmente, únicamente para fideicomisos de titulización, las sociedades titulizadoras expresamente autorizadas pueden operar como fiduciarios.

En el caso de los fideicomisos de titulización, se goza de la figura de la intangibilidad a favor de los fideicomisarios del mismo, lo cual asegura que el fideicomiso de titulización no se vea afectado por las acciones que cause el originador o fideicomitente, o el fideicomisario. Dicha separación patrimonial permite entonces la estructuración de procesos de titulización de activos bajo las premisas fundamentales que sustentamos en párrafos anteriores.

Para esta figura en particular, aparece la figura de un fiduciario autorizado por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (una sociedad titulizadora), la cual administra los activos y sus frutos, el "patrimonio fideicometido". Dicho fiduciario emitirá los títulos con cargo al patrimonio fideicometido, bajo instrucciones establecidas previamente en un contrato o acto constitutivo del fideicomiso de titulización.

[12] PERU, Decreto Legislativo 770, "Ley del Impuesto a la Renta", 1994.
[13] PERU, Decreto Legislativo 861, "Ley del Mercado de Valores", 1996.
[14] PERU, Ley 26702, "Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros", 1996.
[15] PERU, Resolución CONASEV 1-97-EF/94.10, "Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos",1997.

Respecto de los activos que conformarán el patrimonio fideicometido, estos pueden ser de distinto origen, en contraposición de aquellos que pueden ser administrados por una sociedad de propósito especial que se restringe, únicamente, a activos crediticios.

Cabe resaltar que el emisor de los títulos será una sociedad titulizadora, la cual delimita la responsabilidad de la emisión a los bienes y derechos que constituyen el patrimonio en fideicomiso. La sociedad titulizadora está autorizada a respaldar la emisión de valores hasta ciertos límites establecidos por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), aunque resulta de poca utilidad dicha figura pues aumenta el riesgo del administrador del fideicomiso y, en consecuencia, de la emisión.

Respecto de los fideicomisos de titulización, sus fiduciarios sólo podrán ser sociedades anónimas de duración indefinida autorizadas previamente por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, las cuales tienen requerimientos mínimos de capital e infraestructura para su operación, así como exclusividad en el cumplimiento de dichas labores.

Para tal efecto, el fideicomitente, también conocido como originador, transfiere en fideicomiso un conjunto de activos o la promesa incierta de ellos al fiduciario, el cual se convierte en emisor de valores con cargo al patrimonio de dicho fideicomiso.

La ventaja de esta modalidad descansa en la intervención de un agente experto (el fiduciario) en la generación y cuidado del sustento de una emisión de valores, el cual se encarga de administrar el patrimonio puesto en fideicomiso en beneficio de los inversionistas, los cuales por único efecto de la tenencia de los valores se convierten en fideicomitentes. La adquisición de los valores podrá ser pagada únicamente con los activos que se encuentren como parte conformante del patrimonio fideicometido, por lo que el patrimonio del fiduciario no resultará afectado en el caso de la falta de pago de los valores por insolvencia del patrimonio fideicometido, bajo el supuesto de un manejo diligente del patrimonio fideicometido. Dicha separación permite, así mismo, la independización de cada patrimonio bajo la administración del fiduciario, lo que hace que la cobertura ofrecida en cada fideicomiso se relacione de manera única y exclusiva con la emisión de valores a la que sustenta.

La constitución del fideicomiso se logra a través de un contrato denominado en la ley como "acto constitutivo", en el cual se establecen todos los términos y condiciones del proceso de titulización y se celebra entre el originador o fideicomitente y el fiduciario. Por adhesión a la suscripción o adquisición de los valores emitidos se incorporan al contrato los fideicomitentes, los cuales ostentarán dicha posición mientras mantengan dichos valores a su nombre. La constancia en escritura pública de dicho contrato resulta no siempre obligatoria, mas sí recomendable.

Respecto de los activos pasibles de ser titulizados a través de fideicomisos de titulización, la limitación resulta casi nula, pues se pueden titulizar toda clase de bienes y derechos, y la esperanza incierta sobre ellos, a menos que los mismos se encuentren embargados o sujetos a litigio por cualquier causa.

Asimismo, si bien el objetivo de toda titulización de activos implica una operación de financiamiento de empresas, el fideicomiso de titulización puede ser utilizado para brindar garantía fiduciaria sobre una emisión de valores que no se sustente en el patrimonio fideicometido.

Los valores autorizados a emitirse con cargo a patrimonios fideicometidos pueden ser de deuda, de participación o mixtos, estos últimos sujetos a la aprobación previa de la CONASEV.

Sociedades de Propósito Especial

Estas sociedades sólo pueden operar bajo la forma de sociedades anónimas y su patrimonio debe estar conformado esencialmente por activos crediticios[16]. Las sociedades de propósito especial ven restringido su fin social a la adquisición de activos crediticios, y a la emisión y pago de valores mobiliarios respaldados con su patrimonio.

En este caso especial, definido por la Ley de Mercado de Valores de 1996, operará la transferencia de activos bajo formas de compraventa y contratos de cesión de derechos y posiciones contractuales entre el originador y la sociedad de propósito especial. No se prevé bajo esta figura otra actividad distinta que la de tener dichos activos y con ellos responder por la emisión de valores que se genere. Aunque la ley no lo hace explícito, deberá presumirse que dicha entidad podrá destinar los esfuerzos necesarios requeridos para la conversión de dichos activos crediticios en dinero.

[16] Standard's & Poor's, *"Structured Finance Criteria"*, EU, 1996

No se ha previsto en la ley que dicha sociedad de propósito especial pueda tener un sólo accionista (el originador), por lo que deberá cumplirse con los términos de pluralidad establecidos en la Ley General de Sociedades.

La conformación de una sociedad anónima de propósito especial conlleva, así mismo, la generación de la documentación básica de cualquier otra persona jurídica, pues tendrá independencia de otras personas tanto a nivel jurídico, contable y tributario.

El conformar una sociedad con el fin traspasar a ella un grupo de activos o derechos resulta una alternativa interesante de tratar, pues brinda flexibilidad respecto de los riesgos y costos que se desea asumir en un proceso de titulización de activos.

Sin embargo, no existe libertad respecto de los activos que se encuentran autorizados a conformar el patrimonio de sociedades de propósito especial, pues éstos únicamente pueden ser activos crediticios, descartándose de plano la posibilidad de incorporar a dicho patrimonio bienes o derechos de otra naturaleza.

Debido a sus especiales características, la normativa especifica la limitación en la finalidad de la sociedad a la adquisición de activos crediticios determinados previamente y a la emisión y pago de los valores mobiliarios que se emitan sobre el patrimonio de la sociedad.

Asimismo, se prevén mecanismos de control en los casos de que la sociedad sea totalmente controlada por el originador de acuerdo con los parámetros establecidos en la norma, los cuales indican la existencia de al menos una persona no vinculada al originador en cada órgano colegiado de la sociedad, debiéndose contar con la aprobación de dicha persona no vinculada en el caso de solicitarse la declaración de insolvencia de la sociedad. De igual modo, los registros y estados financieros deberán ser llevados por personas no vinculadas al originador.

Respecto de los valores autorizados para su emisión con cargo al patrimonio de la sociedad de propósito especial, estos pueden ser de deuda o de capital, no habiéndose establecido prohibiciones a la emisión de acciones preferidas.

El Fideicomiso de Garantía

La Ley del Mercado de Valores introduce igualmente un uso alternativo para los fideicomisos de titulización, a través del cual el patrimonio fideicometido no resulta la fuente de pago de los títulos que se emiten, sino que constituye una garantía respecto de ellos, dependiendo su utilización de una situación de falta de pago de la fuente prevalente. En dicho caso, se hace intervenir un elemento de quiebra lejana que permite al inversionista obtener mayor confianza respecto de las fuentes de pago alternativas que sustentan una estructura de emisión de valores, aspecto que cobra cada vez mayor importancia en la evaluación de riesgos en el Mercado de Valores.

VI. 2. Aspectos Tributarios

La titulización de activos tiene efectos en la tributación de todos los involucrados en este proceso. Las normas que afectan directamente la titulización de activos tienen como objetivo principal el evitar el aprovechamiento del mecanismo como vehículo para elusión de impuestos.

Efectos para los Inversionistas

En cuanto al régimen tributario aplicable, cabe resaltar los siguientes beneficios tributarios de los que gozan los inversionistas en valores emitidos en el marco de un proceso de titulización de activos:

a. Exoneración del pago del Impuesto a la Renta, hasta el 31 de diciembre del 2002, por los intereses e incrementos de capital que perciban los tenedores de valores mobiliarios representativos de deuda emitidos por patrimonios fideicometidos de sociedades titulizadoras y por personas jurídicas (dentro de las cuales están comprendidas las sociedades de propósito especial), siempre que su colocación se efectúe mediante oferta pública, al amparo de la Ley del Mercado de Valores, o mediante oferta privada, siempre que cumplan con lo dispuesto por los incisos a) y b) del artículo 5 de la Ley del Mercado de Valores.

b. Exoneración del pago del Impuesto a la Renta, hasta el 31 de diciembre del 2002, por la ganancia de capital proveniente de la redención o rescate de los valores representativos de deuda, emitidos mediante oferta pública de conformidad con la Ley del Mercado de Valores, por personas jurídicas (dentro de las cuales están comprendidas las sociedades de propósito especial) y por patrimonios fideicometidos.

c. Exoneración del pago del Impuesto a la Renta, hasta el 31 de diciembre del 2002, por la ganancia de capital proveniente de la redención o rescate

de valores de participación de patrimonios fideicometidos de sociedades titulizadoras emitidos mediante oferta pública de conformidad con la Ley del Mercado de Valores.

d. Inafectación del Impuesto a la Renta a la distribución de beneficios o ganancias provenientes de valores representativos de participación emitidos por patrimonios fideicometidos de sociedades titulizadoras. Es importante advertir que, en la medida que la Ley sólo contempla este beneficio tributario para los Patrimonios Fideicometidos de Sociedades Titulizadoras, en caso de optarse por constituir una sociedad de propósito especial debe evitarse la emisión de títulos de goce o valores mobiliarios semejantes, distintos a las acciones y los valores representativos de deuda.

Como se observa, existe tratamiento similar para todos los valores emitidos por oferta pública, al equiparar los beneficios que logren otros valores de oferta pública (bonos e instrumentos de renta fija, en general) con aquellos derivados de procesos de titulización. Adicionalmente, debemos tener en cuenta que los títulos de participación sobre patrimonios fideicometidos tienen la ventaja de que sus beneficios no están afectos al Impuesto a la Renta, tal como sucede con los dividendos de las sociedades anónimas (dentro de las cuales se incluyen las sociedades de propósito especial).

Régimen Tributario para el Originador

Por otra parte, en lo referente al régimen tributario aplicable al originador, es necesario señalar que si el originador obtiene una ganancia como consecuencia de la transferencia de los activos al emisor, estará gravado con el Impuesto a la Renta por dicha ganancia. En lo que concierne al Impuesto Extraordinario a los Activos Netos (IEAN), la titulización tendrá un efecto neutro para el originador por cuanto éste tendrá que seguir considerando dentro de sus activos, para efectos de este Impuesto, los activos transferidos al emisor, no obstante que desde el punto de vista legal y contable se ha efectuado una trasferencia. Para efectos del IEAN, el valor de los activos transferidos por el originador al emisor se mantendrá dentro de los activos del originador. En otras palabras, desde un punto de vista contable, los activos transferidos no formarán parte del balance del originador, pero sí desde un punto de vista del cálculo del Impuesto Extraordinario a los Activos Netos.

Régimen Tributario para los Vehículos de Propósito Exclusivo

Impuesto a la Renta

En cuanto al régimen tributario aplicable al emisor, entendiéndose por tal a los patrimonios fideicometidos y las sociedades de propósito especial, debe destacarse que, para efectos del Impuesto a la Renta, cada patrimonio fideicometido es considerado una persona jurídica independiente y, por ende, un contribuyente del Impuesto[17]. Por su parte, las sociedades de propósito especial son contribuyentes del Impuesto a la Renta en su condición de personas jurídicas constituidas en el país. Sin embargo, de conformidad con la Ley del Impuesto a la Renta, los patrimonios fideicometidos y los patrimonios de las sociedades de propósito especial están inafectos al Impuesto Extraordinario a los Activos Netos. En tal sentido, sólo pagarán el Impuesto a la Renta en la medida que el patrimonio fideicometido o la sociedad de propósito especial en cuestión genere renta gravada.

Por otro lado, tanto las sociedades de propósito especial, como los fideicomisos de titulización, son considerados para efectos tributarios como personas jurídicas, lo cual implica que lleven registros oficiales, obtengan el Registro Unificado del Contribuyente, y que cumplan con todas las normas tributarias que cualquier persona que sea sujeto del Impuesto a la Renta de tercera categoría deba cumplir. En estos casos, el administrador de la sociedad de propósito especial o el fiduciario se convierte en el responsable ante la autoridad tributaria.

La consideración del vehículo de propósito exclusivo como persona jurídica sujeta al Impuesto a la Renta de tercera categoría, hace imprescindible para el administrador del vehículo la obtención de los registros necesarios, así mismo se le obliga a llevar contabilidad separada y a tributar, también por separado por cada vehículo bajo su administración. De esa manera, el vehículo de propósito exclusivo se verá afecto al Impuesto a la Renta en cuanto genere renta gravable.

Impuesto General a las Ventas

Los vehículos de propósito exclusivo contemplados en nuestra normativa (fideicomisos de titulización y sociedades de propósito especial) se encuentran contemplados como sujetos pasivos del Impuesto General a las Ventas.

[17] STEWART, Alberto, "El Fideicomiso como Negocio Fiduciario", Buenos Aires, Ediciones Depalma, 1994.

De igual manera, el fiduciario (la sociedad titulizadora) es solidariamente responsable con el patrimonio fideicometido a su cargo por las operaciones que el patrimonio fideicometido realice para el cumplimiento de sus fines.

Dada la consideración del fideicomiso de titulización como persona jurídica para efectos tributarios, se ha tenido a bien exonerar del Impuesto General a las Ventas las transferencias que se realicen del originador a un fideicomiso de titulización. En similares términos, la operación inversa al término del fideicomiso resulta exonerada. Debe notarse que dicha exoneración no opera para las transferencias a sociedades de propósito especial. Por otro lado, se establece que no es venta de bienes ni prestación de servicios, el acto por el cual el fiduciario constituye un patrimonio fideicometido.

Para facilitar las operaciones de estas entidades, se ha contemplado que durante la vida del fideicomiso de titulización se pueden realizar operaciones gravadas, las cuales corren a cargo al patrimonio fideicometido, gozando de las mismas responsabilidades y beneficios que se otorguen a otros contribuyentes. Asimismo, el crédito fiscal asociado a los activos transferidos en fideicomiso puede ser transferido al fideicomiso de titulización, a la transferencia de dichos bienes, tanto como el crédito fiscal obtenido por el patrimonio fideicometido puede ser transferido al fideicomitente, a la extinción del patrimonio fideicometido.

Este tránsito de créditos fiscales debe aún ser reglamentado, por lo cual no es practicable de momento.

Otros Tributos

Por otro lado, al no haberse expedido norma alguna respecto a tributos locales, algunos procesos de titulización de activos tendrían cargas que encarecerían su costo, según la clase del patrimonio fideicometido. Un ejemplo de estas cargas es el Impuesto de Alcabala.

Las sociedades titulizadoras que administran los patrimonios fideicometidos estarán afectas al Impuesto a la Renta en la medida que generen renta gravada.

CONCLUSIONES

A la luz de lo expuesto, la titulización de activos aparece como un arma poderosa para potenciar las alternativas de financiamiento de las empresas. Sin embargo, la transparencia económica, legal, tributaria y contable de dichos procesos es el elemento básico que permitirá favorecer el desarrollo de esta nueva fuente de financiamiento.

La mayor experiencia que se tenga sobre los fideicomisos, casi inexistentes en el Perú de hoy, permitirá igualmente nuevos desarrollos que indiquen los caminos más adecuados a seguir, tanto respecto de las operaciones más propicias para la titulización de activos como para el desarrollo de contratos de fideicomiso que establezcan equilibrios entre fideicomitentes y fideicomisarios. En el caso de utilizarse sociedades de propósito especial como vehículos para una titulización de activos, el contrato social será la clave que permitirá dicho equilibrio, aunque se cuente con algunas desventajas por efectos de la normativa del Impuesto General a las Ventas.

Como se mencionara páginas arriba, la intervención del gobierno como regulador de la actividad económica resulta un elemento fundamental para el desarrollo de esta nueva alternativa de financiamiento de las empresas y de ahorro para aquellos agentes superhabitarios que deseen invertir en los títulos que se emitan con cargo a los vehículos de propósito exclusivo.

En el caso de las empresas financieras, se tiene gran interés en potenciar esta nueva forma de desarrollar y generar fondos para la dación de créditos que utiliza a los mercados de capitales, ante el escaso nivel de ahorro interno y las pocas seguridades sobre la permanencia del capital externo y la continuidad de los volúmenes de inversión extranjera. La titulización de activos permite reciclar la cartera de los bancos y demás instituciones financieras múltiples, al permitirles ampliar su potencial de colocaciones sin mayor riesgo, pues éste se traslada al comprador de los valores que se emitan con cargo al vehículo de propósito exclusivo que se genere con estos créditos.

LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN LA LEY GENERAL DE SOCIEDADES

Rolando Castellares Aguilar*

La Emisión de Obligaciones, regulada en el Libro IV de la Ley General de Sociedades, constituye un mecanismo mediante el cual se captan ahorros del público sin intermediación financiera de los agentes bancarios.

En el presente artículo, el autor sostiene que el tratamiento de dicho mecanismo corresponde a la Ley del Mercado de Valores, y no a la Ley General de Sociedades. Asimismo, señala que muchas de las normas contenidas en esta última ley presentan contradicciones con otras que regulan también a la Emisión de Obligaciones.

La nueva Ley General de Sociedades -Ley 26887, en adelante la LGS, que se ocupa del régimen aplicable a las diversas formas societarias, señala las normas generales aplicables a todas ellas en su Libro I, a las sociedades anónimas en su Libro II, a las demás formas societarias en su Libro III y a los contratos asociativos en su Libro V; se ocupa de la Emisión de Obligaciones en un Libro aparte, el Libro IV, inexplicablemente en forma conjunta con la reorganización de las sociedades bajo la denominación de "Normas Complementarias". Ello deja clara evidencia de que la Emisión de Obligaciones se trata de un tema ajeno al contenido principal de dicha Ley.

No dudamos que, en efecto, esta Sección conformada por 29 artículos (del 304 al 332), resulta una parte extraña al contexto de la LGS en general, pues en nuestra opinión, su lugar no es la LGS sino la Ley del Mercado de Valores y/o la Ley de Títulos Valores, conforme pasamos a señalar.

Debemos recordar que la derogada LGS contenía similar regulación en materia de Emisión de Obligaciones en 24 artículos (artículos 226 al 249), dentro de su Sección Cuarta, Sección que se ocupaba en realidad de las sociedades anónimas. Es decir, la Emisión de Obligaciones estaba considerada en la LGS anterior como un mecanismo de endeudamiento exclusivo y propio de las sociedades anónimas, lo que se explicaba porque hace 32 años (1966), cuando se dictó, no se contaba con una Ley que regulase el Mercado de Valores, y la Ley de Títulos Valores que es su coetánea (1967) se ocupaba sólo de cuatro títulos valores; por tanto, bajo tal concepción y situación, se incorporó este tema en la Sección correspondiente a las sociedades anónimas, lo que por muchos años

* Abogado y Profesor de Derecho Bancario en la Maestría de Derecho Empresarial de la Universidad de Lima y Maestría de Finanzas de la Universidad del Pacífico.

impidió que otras formas societarias y demás personas jurídicas y naturales, recurran a esta forma directa de financiamiento, a través del Mercado de Valores, como alternativa al tradicional financiamiento bancario.

Fue mediante normas recientes y, en especial, tributarias, que se varió tal régimen y criterio de identificar la Emisión de Obligaciones con las sociedades anónimas, haciéndolo extensivo a cualquier otra persona jurídica, por lo que se explica que la nueva LGS lo haya extraído del Libro dedicado a dicha modalidad societaria (sociedad anónima), pero manteniéndolo dentro de su cuerpo como norma complementaria, en lugar de haberlo remitido a la Ley del Mercado de Valores -LMV- (Decreto Legislativo 861), que inclusive ya posibilita que las Obligaciones sean emitidas por personas naturales o por Empresas Individuales de Responsabilidad Limitada (EIRL) que, en el fondo, son lo mismo por pertenecer a un solo sujeto de derecho (artículos 4, 86). Así pues, no siendo más la Emisión de Obligaciones facultad o patrimonio exclusivo de las sociedades mercantiles y menos aún, exclusividad de las sociedades anónimas, podemos concluir que la LGS no es el lugar más apropiado para la regulación de la Emisión de Obligaciones.

La Emisión de Obligaciones no es sino un mecanismo de endeudamiento o modalidad de captación de ahorro-inversión del público en el Mercado de Valores, en forma directa y sin intermediación financiera de los agentes del sistema bancario, mediante el cual el inversionista acepta constituirse en acreedor del emisor y no en copropietario o partícipe del negocio o empresa a la que se destinará sus recursos, como ocurre cuando adquiere otra clase de valores no representativos de deuda (v.g.acciones) o participaciones; salvo que ello sea una condición o característica de la emisión, lo que constituye una excepción y conlleva una verdadera novación y cambio de situación del inversionista, como ocurre con las Obligaciones Convertibles, por ejemplo.

Además de esta desubicación de la regulación en materia de Emisión de Obligaciones, explicable -pero no justificable- quizá sólo por el hecho de que las mayores emisiones son realizadas por las organizaciones societarias, apreciamos diversas disposiciones que nos preocupan por las contradicciones con otras disposiciones que se ocupan del mismo tema, como las que señalamos enseguida, las mismas que debería procurarse enmendar:

1. La nueva LGS señala que no hay prelación entre las distintas emisiones o series de obligaciones del mismo emisor, en razón de la fecha de su emisión o colocación, salvo que ello se pacte en favor de alguna emisión o serie, en cuyo caso es necesario que las asambleas de acreedores de las emisiones precedentes presten su consentimiento. Agrega que esto no afectará la preferencia que tiene cada emisión respecto a sus propias garantías y que la preferencia de los obligacionistas respecto a los demás acreedores se regirá por las normas de la materia que determinen su preferencia (artículo 309 de la LGS).

Este cambio que se introduce es muy preocupante, pues según el anterior régimen (artículo 229 de la anterior LGS), "la fecha de cada emisión determina la prelación entre ellas, salvo el derecho preferente de cada emisión respecto a sus propias garantías". Por su lado, en forma concordante, el artículo 24 del Decreto Legislativo 845 señala que la preferencia de los créditos sin garantía se determina "según su antigüedad". Por ende, no encontramos explicación para esta norma distinta y para el cambio introducido respecto de su tratamiento anterior, que generará serios problemas en el mercado. Así, si hay una Emisión (A), sin garantías de marzo 2000; luego un crédito bancario, sin garantías de marzo 2001(B); más otra Emisión (C), sin garantías, de marzo del 2002:

- Si A se equipara en preferencia de acreencia a C, como señala la actual norma, entonces A perderá su preferencia natural por su antigüedad respecto a C; y se perjudicará frente a B, al haber sido asimilado o equiparado a C;

- Si, por el contrario, debemos entender que es C el que se equipara a A, entonces C ganaría una antigüedad que no tiene y se beneficiaría en perjuicio de A, pero no respecto a B según el último párrafo del artículo 309 de la LGS, que dispone que en caso de acreencias distintas rige la ley de la materia, o sea, que prima la antigüedad. Así, esta regla de la LGS sólo sería aplicable si entre emisión y emisión no hay ninguna otra acreencia distinta a ellas, lo que dista de la realidad y genera dudas sobre el régimen de prelación de acreencias de una persona emisora de obligaciones.

En la práctica, y en el ejemplo antes señalado, los inversionistas de la emisión C, adquieren las obligaciones a sabiendas que son los terceros en prioridad, y que los inversionistas de la emisión A tienen prelación sobre ellos; esto es, toman su decisión de invertir en la emisión C, con conocimiento pleno y debidamente informados. Por ello, en tanto no se modifique este artículo 309 de la LGS, lo recomenda-

ble sería señalar en cada contrato de Emisión de Obligaciones, que la emisión tendrá la preferencia que le corresponde según su antigüedad; lo que evitará discusiones innecesarias de preferencias que la LGS introduce al distinguir deudas provenientes de Emisiones de Obligaciones y deudas extrañas o distintas a éstas.

De no hacerlo, además de los conflictos ya señalados, se tendría también otro grave inconveniente que es la determinación de las preferencias respecto a las emisiones hechas antes de la nueva LGS, sobre las que podría sostenerse que la nueva regla de preferencia les es aplicable por ser la vigente en el momento del concurso de acreedores y oportunidad de establecimiento de tales preferencias; a lo que válidamente podría contradecirse señalando que la ley aplicable debe ser más bien la vigente en oportunidad de su emisión y que señala su régimen y contrato de emisión, la cual no puede ser aplicada en forma retroactiva, posición que está además sustentada en lo dispuesto por la sétima Disposición Transitoria de la LGS y por la propia Constitución (artículo 62). Lamentablemente la nueva LGS nada señala al respecto; antes bien, bajo un criterio contrario y opuesto al cambio que introduce, en el mismo artículo 309 dispone que, "...si se conviene un orden más favorable para una emisión o serie de obligaciones, será necesario que las asambleas de obligacionistas de las emisiones o series precedentes presten su consentimiento"; olvidándose de los obligacionistas de emisiones o series posteriores que, según el mismo artículo, tienen la misma prelación, lo que debería obligar a todos por igual a ceder su preferencia.

Intentando una justificación a los alcances de esta norma, ensayamos como explicación que haya sido motivada para lograr una clasificación única de todos los instrumentos de deuda de un mismo emisor; pero con ello se ha generado una situación de indefinición en materia de prelación de acreencias al igualar por un lado a todos los tenedores de Obligaciones entre sí, pero sujetándolos, por otro lado, respecto a otros acreedores a las normas especiales que determinen su preferencia; esto es, una duplicidad de regímenes difícil de entender y aplicar en la práctica.

El doctor Enrique Elías Laroza señala al respecto en sus Comentarios de la LGS[1], que "...las disposiciones del artículo 309 de la LGS contravienen abiertamente lo previsto en la LRP (Ley de Reestructuración Patrimonial), de modo que, en los casos que una sociedad haya efectuado más de una emisión de obligaciones, la aplicación de lo señalado en dicho artículo dará lugar a más de un conflicto sin respuesta clara." Además el mismo tratadista agrega que "...la redacción final del artículo 309 se presta a diferentes interpretaciones al ser concordado con las normas de la LRP", comentarios con los que coincidimos totalmente.

2. Las Obligaciones pueden ser Nominativas o Al Portador (artículo 313 de la LGS). Como sabemos, una de las clasificaciones que se hace de los títulos valores, es según su circulación, pudiendo emitirse títulos valores al portador, a la orden y nominativos, correspondiendo la formalización de su negociación o circulación, respectivamente, mediante simple entrega (tradición), por endoso y cesión de derechos. La derogada LGS permitía la emisión de acciones y Obligaciones tanto al portador como nominativas. Por razones de orden tributario, en 1968 se dejó en suspenso la emisión de acciones al portador, eliminándose esa posibilidad en la actual Ley que no admite sino acciones nominativas. Las razones para esto, además de las de orden tributario que hemos señalado, serían las de impedir a través de la emisión de acciones al portador, la legitimación de activos y el lavado de dinero. En nuestra opinión, tales razones carecen de sustento; pues en materia tributaria los dividendos ya no constituyen renta afecta desde hace varios ejercicios; y, por otro lado, los títulos valores al portador no deben ser considerados como valores pertenecientes a personas anónimas o indeterminadas o no susceptibles de identificación. No es ni fue esa la finalidad o destino de los valores al portador. Al portador significa que su circulación no requiere sino de la entrega física del título y que la posesión del mismo confiere la calidad de titular del derecho que representa a quien lo posee (portador). Pero ello en modo alguno debe impedir que la persona que ejerza cualquier derecho en relación al título valor con el portador bajo su posesión, deba identificarse. Quien exige un derecho, tiene la obligación de identificarse. Al respecto, tanto el artículo 15 como el artículo 168 de la Ley 16587 contienen disposiciones que obligan al tenedor de un título valor al portador a identificarse como "legítimo tenedor" y "cancelar" el título valor cuyo pago exige. Del mismo modo, quien ejercita una pretensión judicialmente, persiguiendo la ineficacia o el pago de un título valor al portador, tiene la obligación de identificarse y en efecto lo hace ante el Juez. Así, estimamos, pues, que valor al portador no es sinónimo de anonimato, sino facilidad para su trans-

[1] ELIAS LAROSA, Enrique. "Comentarios". Lima, Normas Legales, p. 626.

ferencia y para el ejercicio de los derechos que representa; por lo que el legislador debió haber dispuesto la obligación del tenedor a identificarse, cuando ejerza un derecho representado por un título valor al portador del que se considere titular, en lugar de eliminar, suspender o impedir su emisión.

- El artículo 313 de la LGS, en nuestra opinión, contradice los argumentos esgrimidos para prohibir la emisión de acciones al portador (artículo 51); más aún cuando las obligaciones pueden ser convertibles en acciones, o pueden tratarse de obligaciones perpetuas y/o estructuradas, que resultan muy similares o comparten parecidas características con las acciones. Esto es, lo que se niega para las acciones se admite para las obligaciones. Como ya acabamos de señalar, estimamos que debe establecerse por ley que en los títulos valores al portador, para ejercer cualquier derecho derivado de ellos, su titular deba identificarse necesariamente, sancionándose y además tipificándose especialmente como delito la práctica denominada "prestanombre" (interpósita persona o testaferro), con lo que los argumentos de orden tributario y de lavado de activos que se esgrimen a este respecto, carecerán de todo sustento y resultarán salvadas todas las objeciones que se señalan contra estos títulos al portador, confundiéndolos con valores anónimos, cuando la mención y clase de al portador se refiere exclusivamente a su forma de transmisión (por simple entrega o tradición), no debiendo ello liberar de la necesaria identificación de quien exija la prestación que representan. Así como quien cobra un cheque al portador debe identificarse (no endosar), o quien demanda el pago o la ineficacia de un título valor al portador extraviado o sustraído, debe identificarse ante el Juez, no vemos por qué no debe hacer lo propio quien cobra un dividendo de una acción, o quien pretende participar en una junta o quien cobra los intereses de un bono o quien cobra un CBME. Ello daría plena certeza de la identidad de la persona que ejerce tales derechos, quien de ser honesto y realizar actos lícitos, nada debe temer ni tener necesidad de encubrirse en el anonimato con el que se confunde en nuestro medio, que puede constituir un aliado e incentivo para la ilegalidad y delincuencia que debemos evitar y combatir.

3. Las Obligaciones en certificado o título, tienen "mérito ejecutivo" (o sea que aparejan ejecución sin requerir de protesto). Las obligaciones en anotación en cuenta, se rigen por la ley de la materia (artículo 313, LGS). Por su lado, la LMV -Ley del Mercado de Valores- (artículo81), señala que los valores de oferta pública que representen deuda, constituyen "títulos de ejecución", sin que se requiera de protesto. Y tratándose de anotaciones en cuenta, la calidad de título de ejecución recae en el Certificado de Titularidad que expida la Institución de Compensación y Liquidación de Valores-ICLV (v.g.Cavali). Es decir, mientras que una norma califica a las obligaciones como "título ejecutivo", la otra norma legal señala que se trata de "título de ejecución".

Al respecto, según el artículo 688 del Código Procesal Civil, el Proceso de Ejecución se promueve sólo en mérito a: (i)Título Ejecutivo, o a (ii)Título de Ejecución, cada uno de los cuales corresponden a categorías distintas de documentos. Los documentos a los que la Ley les confiere mérito ejecutivo, son Títulos Ejecutivos y están enumerados en el artículo 693 del Código Procesal Civil, mientras que aquellos que constituyen Títulos de ejecución están enumerados en el artículo 713. Por tanto, existiendo esta contradicción, debió haberse superado en la LGS esta diferencia en lugar de mantenerla.

Del mismo modo, debemos señalar que, cuando el artículo 81 de la LMV libera del protesto para ejercer la pretensión o acción ejecutiva respecto a las obligaciones, lo limita expresamente a las obligaciones que sean objeto de oferta pública, lo cual es indebido. Ello se hace aún más evidente, desde que según el artículo 1 de la LMV, ésta es aplicable sólo a los valores mobiliarios que sean objeto de oferta pública, aplicándose sus disposiciones a las ofertas privadas sólo si se hace mención expresa de ello. Por eso, cuando el artículo 81 de la LMV hace más bien mención expresa de que la liberación del protesto opera sólo para las obligaciones que sean objeto de oferta pública, debemos entender que ha excluido de este régimen a las obligaciones que se emitan para su colocación por oferta privada. Sin embargo, en mérito al artículo 313 de la LGS, que es posterior a la LMV, podemos considerar que existe una derogatoria tácita de tal limitación que contiene el artículo 81 de la LMV; lo que sin embargo pudo haberse precisado expresamente en la LGS, evitando las interpretaciones.

4. La indicación de las condiciones de la emisión, pueden estar resumidas en el título, siempre que se indique que en forma completa aparecen en el Prospecto, que debe depositarse en el RRPP y en la CNSV, antes de ponerlo en circulación (artículo 314 de la LGS). Por otro lado, la LGS señala que el depósito del prospecto de la emisión de Obligaciones debe ano-

tarse en la partida de la sociedad emisora (artículo 434 de la LGS). Ambas exigencias resultan, a nuestro juicio, ociosas y duplican innecesariamente la inscripción que ya se hace en el RPMV (Registro Público del Mercado de Valores) de la CONASEV. El depósito de prospectos en los Registros Públicos (Sunarp) que contenía la anterior LGS, se explicaba porque no existía entonces (1966) el Registro especial del Mercado de Valores que hoy tenemos en la CONASEV, en el que todo emisor de valores para su oferta pública debe inscribirlos.

Por otro lado, la nueva LGS no señala cuál será el procedimiento para el depósito de Prospectos en el Registro Público. Según el Código Civil (artículo 2010), salvo disposición legal expresa en contrario, toda inscripción en el Registro Público requiere de la formalidad de la escritura pública, con lo que se estaría estableciendo una formalidad onerosa e innecesaria, al tener que dejarse constancia del depósito del prospecto en una escritura pública, no existiendo norma legal que libere de la formalidad que exige el artículo 2010 del Código Civil. Urge pues eliminar esta necesidad de realizar el depósito del Prospecto ante los Registros Públicos, requisito (el Prospecto) que sólo es pertinente en las emisiones por oferta pública y en vía de información para el inversionista, que ya se cumple plenamente a través de la inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores y la autorización previa de la CONASEV. La forma de publicidad prevista por la derogada Ley General de Sociedades Mercantiles en 1966, mediante el depósito del Prospecto en los RRPP, está pues ampliamente superada actualmente, careciendo de utilidad que además del RPMV de la CONASEV se mantenga la obligación de depositar el Prospecto en dicho Registro Público (Sunarp).

5. Las SA y SeCpA, pueden emitir obligaciones convertibles en acciones, con o sin derecho a voto (artículo 315 de la LGS). Si ello es así, por qué no permitir también la constitución sucesiva de SeCpA, en la parte de los socios capitalistas, lo que sin embargo se niega expresamente en el artículo 3 de la LGS. Del mismo modo, si toda persona jurídica puede emitir obligaciones, por qué no permitir la capitalización de dicha deuda representada por las obligaciones por parte de sociedades y personas jurídicas distintas que no emiten acciones. Por qué limitar la conversión de obligaciones (deuda) sólo a acciones, esto es, sólo a obligaciones emitidas por S.A. y SeCpA, lo que era explicable en el anterior régimen cuando sólo las S.A. podían emitir obligaciones, mas no ahora cuando la emisión de éstas no es más patrimonio exclusivo de las sociedades anónimas.

6. Los gastos normales del Sindicato de Obligacionistas, corren a cargo del emisor y no deben exceder del 2% de los intereses anuales devengados por las obligaciones emitidas, salvo pacto distinto (artículo 319 de la LGS). Al respecto, cabe preguntarse qué se entiende por gastos normales. Asimismo, cómo se determinará este porcentaje en las emisiones que no generan intereses (bonos estructurados, bonos cupón cero, obligaciones sujetas a índices, etc.); todo lo cual genera dudas y discusiones innecesarias que pudieron haberse evitado.

Ahora bien, no todas las obligaciones emitidas se colocan en el mercado en el plazo autorizado por la CONASEV (9 meses prorrogables a 9 más, artículo 61 de la LMV) y sabemos que sólo las obligaciones colocadas devengan intereses, lo que servirá para determinar este porcentaje de 2%. Por ello, ante esta disposición que no ha tenido en cuenta estas situaciones que vienen siendo las más empleadas y frecuentes, lo recomendable será optar por la excepción; es decir, pactar tal magnitud de gastos sin vincularlos a los intereses devengados, señalando los conceptos de los gastos que serán asumidos por el emisor.

7. La LGS (artículo 306), no señala que el Representante de los Obligacionistas deba ser persona no vinculada al emisor, por lo que podría sostenerse que el artículo 87 de la LMV –que contiene su prohibición- ha sido derogado tácitamente por la LGS que es posterior y trata el mismo asunto. Si se considera que no ha operado tal derogatoria tácita en aplicación al artículo I del Título preliminar del Código Civil, tendríamos que concluir que la limitación que contiene la LMV sólo opera para las obligaciones que sean objeto de oferta pública, mientras que en las ofertas privadas, bien podría actuar como Representante de los Obligacionistas una persona vinculada al emisor; lo que estimamos que no reviste gravedad, como no lo ha sido durante el largo tiempo en el que no existía tal prohibición aun en las emisiones por oferta pública.

En relación con este Representante de los Obligacionistas, innecesariamente se repiten sus funciones en el artículo 325 de la LGS, cuando ya lo están en el artículo 92 de la LMV, lo que justamente abona en favor de la tesis de la derogatoria tácita antes indicada; pues tendríamos dos normas que regulan la misma materia (artículo I del Título Preliminar del Código Civil). Esta regulación duplicada, lo único que genera es contradicciones y desorientación en el mercado, lo que debió haberse evitado.

Por otro lado, según la LMV, el Representante de los Obligacionistas se requiere sólo si se trata de bonos

(obligaciones de plazo mayor a un año); mientras que la LGS lo establece para toda emisión de obligaciones; es decir, inclusive para los Instrumentos de corto plazo, contradicción que igualmente debió evitarse.

8. Además del rescate (que es la readquisición de obligaciones para amortizarlas), el emisor puede readquirirlas, sin amortizarlas, bajo condición de recolocarlas "dentro del término más conveniente". Entre tanto, los derechos que corresponden a esas obligaciones, quedan en suspenso y los intereses y demás créditos se extinguen por consolidación (artículo 331 de la LGS).

Cabe preguntarse al respecto, cuánto tiempo es el que se considera "más conveniente". Se presume que se trata de conveniencia para el emisor. ¿Puede ser este lapso indefinido, si se demuestra que ello es lo más conveniente? Apreciamos además que no hay límite en el monto para esta recompra. En cambio, para el caso de adquisición de acciones por el mismo emisor, si se tiene fijado como tope el 10% y un lapso máximo de 2 años (artículo 104 inciso 4 de la LGS), tratamiento con el que no se guarda concordancia en el caso de las obligaciones, dejándose el plazo y monto de las readquisiciones de estos instrumentos de deuda a la libre determinación del emisor.

9. Las emisiones de Obligaciones sujetas a régimen especial, se rigen por LGS sólo en forma supletoria (artículo 332). No hay duda de que las emisiones según, por ejemplo, la Ley de Bancos, se rigen en forma supletoria por esta LGS; pero nos preguntamos si las emisiones conforme a la LMV son de régimen especial también, al estimarse que el régimen ordinario sería el previsto en esta LGS. Como sabemos, la LMV hace frecuentes remisiones a la LGS y sus normas se limitan y son aplicables en especial sólo a las emisiones por oferta pública. Por lo que de haber diferencias entre LGS y LMV, y las hay varias, ¿cuál primará en materia de Emisión de Obligaciones? Dudas e interrogantes para las que no encontramos solución y tememos que ello engendrarán desorientación, imprecisiones y conflictos innecesarios.

Estas son algunas de las preocupaciones que nos llevan a proponer que lo más acertado sería excluir de la LGS esta Primera Sección del Libro IV, y en su lugar concordarlo con las disposiciones que sobre la misma materia contiene la LMV cuyo propósito es la regulación de su colocación por oferta pública, e incluir el régimen y proceso de la Emisión de Obligaciones en la nueva Ley de Títulos Valores, uniformando y ordenando así nuestra legislación en esta importante materia.

REFLEXIONES SOBRE EL REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS

Ivo S. Gagliuffi Piercechi*

En el presente artículo el autor trata un tema específico dentro del gran ámbito del Derecho Mercantil: la figura del representante de los obligacionistas. Así, luego de una breve introducción en el área de las obligaciones, y delimitación de conceptos afines, el autor entra directamente a tocar la figura en cuestión: su naturaleza jurídica, la definición del concepto, los requisitos formales, las características del ejercicio del cargo, los límites de su actuación, su responsabilidad, y posibles excepciones a su intención.

I. UNA NECESARIA INTRODUCCIÓN A LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

1. Algunos conceptos básicos

El representante de los Obligacionistas se constituye como una figura esencialmente vinculada con el Derecho Comercial, toda vez que se desenvuelve dentro de la emisión de obligaciones, operación que pueden efectuar tanto las sociedades comerciales como las civiles reguladas por la Ley 26887, nueva Ley General de Sociedades (en adelante, la NLGS); sin embargo, esta particular figura también es objeto de regulación por parte del Derecho del Mercado de Valores, en tanto actúa como participante de dicho mercado en una oferta pública de valores y, en tal sentido, se regirá, fundamentalmente, por las disposiciones establecidas en el Decreto Legislativo 861, nueva Ley del Mercado de Valores (en adelante, la NLMV), así como por la Resolución CONASEV 141-98-EF/94.10 (en adelante, la Resolución 141), mediante la cual se aprobó el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios (en adelante, el Reglamento).[1]

A efectos de comprender debidamente el tema materia del presente artículo, resulta indispensable realizar un planteamiento previo sobre la emisión de obligaciones, para luego analizar detenidamente la figura del Representante de los Obligacionistas, en virtud a los puntos que se exponen a continuación.

---

* Abogado Catedrático de la Universidad de Lima.

1 Conviene señalar el orden cronológico de entrada en vigencia de las normas citadas. La NLMV comenzó a regir desde el 06 de diciembre de 1996, en virtud a lo dispuesto por su Vigésima Disposición Final. La NLGS, por su parte, entró en vigencia a partir del 1 de enero de 1998, de conformidad con su Octava Disposición Final. La Resolución 141 rigió desde el 22 de octubre de 1998, con excepción de sus artículos 2, 3 y 4, de especial importancia respecto del presente tema, los cuales entraron en vigencia con fecha 1 de enero de 1999, todo ello según lo establecido por el artículo 8. Del mismo modo, el Reglamento comenzó a regir desde el 1 de enero de 1999, salvo el segundo párrafo del artículo 18, de acuerdo con la Primera Disposición Transitoria. Finalmente, cabe señalar que a través de la Resolución 141 se aprobó también el Reglamento para la Preparación y Presentación de Memorias Anuales y Reportes Trimestrales.

El financiamiento económico es el problema más representativo que deben enfrentar constantemente las sociedades en general, a efectos de conseguir los fines establecidos en su objeto social, materializar proyectos de dimensiones diversas, posicionarse de determinados sectores del mercado, entre otras necesidades que, en caso de ser cubiertas, les permitirán sortear una eventual salida de dicho mercado, mantenerse competitivas o incrementar la capacidad de sus operaciones, expandiéndose, posibilidades que dependerán, naturalmente, de sus expectativas.

En tal sentido, Broseta Pont sostiene que una sociedad puede obtener tal financiación "directamente de sus medios patrimoniales propios (aportaciones iniciales, reservas y beneficios), de sus accionistas o de terceros, aumentando su capital y atribuyendo el importe de sus nuevas acciones a la financiación deseada y, finalmente, puede conseguirla también recurriendo al crédito ajeno."[2]

En caso que la sociedad opte por esta última alternativa, entonces, se presentará una nueva disyuntiva consistente en decidir si se recurre al mercado de intermediación indirecta o al mercado de intermediación directa.

Como se sabe, en el mercado de intermediación indirecta la participación de un intermediario (principalmente una empresa bancaria) eleva los costos del financiamiento, en razón que éste capta los recursos excedentes de los agentes superavitarios pagando por ellos una tasa pasiva, y los coloca como préstamo entre los agentes deficitarios, cobrándoles por tal servicio una tasa activa que supera de manera porcentual a la anterior, generándose el *spread* respectivo, esto es, en términos generales, la ganancia del intermediario por una operación de diferencia de tasas de interés. La sociedad, en su calidad de agente deficitario dentro de este mercado de intermediación, se ve obligada a pagar un elevado interés por los recursos prestados y, generalmente, a constituir garantías a tal efecto, siendo una desventaja adicional los plazos otorgados por el intermediario para cumplir con la devolución de la totalidad del préstamo.

En cambio, en el mercado de intermediación directa se prescinde del intermediario para la obtención de los recursos, vinculándose la sociedad (agente deficitario) directamente con el público que posea excedentes (agentes superavitarios) y reduciendo, en consecuencia, los costos que supone la intermediación indirecta. Esta vinculación puede lograrse, principalmente, mediante una emisión de obligaciones por parte de la sociedad.

De este modo, la emisión de obligaciones (artículo 304 y ss de la NLGS) se entiende como un mecanismo de financiamiento y, en algunos casos, de refinanciamiento, en razón de que consiste en una operación que se origina en el reconocimiento o en la creación por la sociedad de una deuda, la misma que será representada mediante títulos, certificados, anotaciones en cuenta u otras modalidades permitidas por la ley (instrumentos representativos de deuda) a favor de los acreedores titulares de los mismos (obligacionistas), debiendo emitirse, colocarse, negociarse, amortizarse y cancelarse tales derechos en cumplimiento de las disposiciones legales pertinentes, así como de conformidad con los acuerdos propios de cada emisión.

Según Garrigues, la emisión de obligaciones "(...) significa (...) la oferta de un contrato de préstamo que el futuro prestamista (obligacionista) acepta mediante la firma del boletín de suscripción; pero lo característico de la operación no es el contenido del contrato (préstamo mutuo) sino la forma de su documentación: el crédito del prestamista a la devolución del préstamo se incorpora a un título –la obligación- que es transmisible sin necesidad del consentimiento del deudor."[3]

Una emisión de obligaciones, a su vez, puede efectuarse mediante una oferta pública o a través de una oferta privada.

La emisión será considerada como oferta pública de valores mobiliarios cuando consista en una invitación o manifestación de voluntad, adecuadamente difundida a través de cualquier medio que resulte idóneo para dar a conocer el contenido de la misma a su destinatario, dirigida por una o más personas naturales o jurídicas, directamente o por medio de terceros, al público en general o a determinados segmentos de éste, a efectos de realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios, debiendo poseer éste la naturaleza de un acto de inversión para su suscriptor o adquirente (artículos 4 de la NLMV y 6 del Reglamento).

Por el contrario, la oferta privada de valores mobiliarios será aquella que por sus características no se encuentre comprendida dentro de los alcances de la definición expuesta en el párrafo precedente, la misma que está delineada en los artículos pertinentes. Asimismo, siempre que no se utilicen medios masivos

[2] BROSETA PONT, Manuel. "Manual de Derecho Mercantil". Editorial Tecnos Madrid, 1986. p. 284.
[3] GARRIGUES, Joaquín. "Curso de Derecho Mercantil" (Tomo II). Editorial Temis. Bogotá, 1987. p. 225.

de difusión, será considerada oferta privada aquélla dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales o aquélla que esté integrada por valores mobiliarios cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo sea igual o superior a una suma determinada por la ley (artículo 5 de la NLMV).

Ahora bien, en cuanto a las obligaciones emitidas por una sociedad, no existe una definición expresa en la normatividad pertinente, posición que es entendible debido a la inmensa cantidad de alternativas y elementos particulares que pueden adoptar éstas. No obstante, al recurrir a la doctrina, ésta reconoce una serie de características que permiten identificarlas.

En efecto, tal como sostiene Uría, "(...) la obligación puede ser considerada en dos aspectos distintos: como parte alícuota de un crédito contra la sociedad emisora y como valor mobiliario representativo de esa parte del crédito(...)", concluyendo que "(...) la obligación siempre es expresión de un crédito." En tal sentido, el mismo tratadista atribuye a las obligaciones los siguientes caracteres: "(...) a) son valores emitidos en serie numerada; la emisión en serie significa lanzar al mercado una pluralidad de títulos iguales que representen partes o fracciones alícuotas de un crédito colectivo; b) son valores negociables, nacidos para circular y transmitirse libremente; c) tienen fuerza ejecutiva."[4]

Por su parte, Lazo y De Romaña señalan que las obligaciones poseen una doble condición: como activos financieros, representando un derecho a recibir dinero a futuro, y como valores mobiliarios, constituyéndose en instrumentos fungibles, de negociación fluida y que otorgan seguridad a efectos de su liquidación en mercados secundarios, razones por las cuales su atractivo para los inversionistas aumenta constantemente.[5]

Elías define a las obligaciones como "(...) derechos de participación en un crédito, emitidas masivamente como consecuencia de un contrato de emisión que les da origen, susceptibles de ser representadas por títulos, anotaciones en cuenta u otros métodos, que otorgan a su titular un *status* especial de obligacionista, además del derecho al reembolso del principal y de los intereses, primas y reajustes que correspondan según el contrato de emisión."[6]

Si bien la ley no define expresamente a las obligaciones, tal como lo hemos señalado líneas arriba, existen diversas disposiciones que nos permiten apreciar el régimen que les es aplicable.

Cuando las obligaciones sean emitidas mediante oferta pública, entonces se regirán obligatoriamente por la NLMV, la Resolución 141 y el Reglamento, así como por la NLGS. En cambio, cuando se efectúe dicha emisión a través de una oferta privada, se regirá necesariamente sólo por la NLGS, pudiendo adoptar facultativamente la sociedad emisora diversas disposiciones de las demás normas citadas, salvo que las obligaciones sean inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores (en adelante, el RPMV) administrado por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (en adelante, la CONASEV) (artículo 17, segundo párrafo, de la NLMV).

Siguiendo este orden de ideas, si se trata de una oferta pública de obligaciones, éstas serán consideradas como valores mobiliarios. La NLMV (artículo 3 y 80 y siguientes) y el Reglamento (artículo 5) establecen que son valores mobiliarios aquellos derechos incorporados en títulos, registrados mediante anotaciones en cuenta o sujetos a un régimen de transmisión establecido por la CONASEV para facilitar su enajenación a terceros, que confieran a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor (derechos de contenido patrimonial), y que sean emitidos masivamente, es decir, de manera simultánea o sucesiva en un período determinado y como parte de una misma operación financiera o de índole similar, en base a un número de valores, homogéneos o no entre sí, que hagan posible su posterior distribución entre el público o un segmento de éste, debiendo ser libremente transferibles o negociables, sin limitación alguna.

Por otra parte, un tema de interés particular lo constituye la clase de valores que pueden emitirse con arreglo a las normas establecidas para la emisión de obligaciones por la NLGS. Conviene partir de la excepción para intentar comprender este punto. La NLMV prescribe que no se aplican las disposiciones sobre emisión de obligaciones contempladas en la NLGS a las letras de cambio y pagarés, emitidos y colocados mediante oferta pública o privada, cualquiera sea su plazo (artículo 82 de la NLMV).

En consecuencia, la NLMV restringe el ámbito de aplicación de la emisión de obligaciones de la NLGS

[4] URÍA, Rodrigo. "Derecho Mercantil." Marcial Pons, Ediciones Jurídicas Madrid, 1994. pp. 522- 524.
[5] LAZO, Jorge y DE ROMAÑA, Fátima. "Reflexiones sobre la emisión de obligaciones". En: Revista De Iure. N 1. Lima, 1999. p. 134.
[6] ELÍAS, Enrique. "La Ley General de Sociedades comentada". Editora Normas Legales Trujillo, 1998. p. 609.

no sólo respecto de la oferta pública sino también en cuanto a la oferta privada. Sin embargo, *contrariu sensu*, la emisión de cualquier otro valor representativo de deuda se regirá, fundamental o supletoriamente, por la emisión de obligaciones contemplada en la NLGS, ya sea por oferta pública o privada.

Ahora bien, la NLMV establece otras reglas que son imperativas cuando se trate de una emisión por oferta pública. En efecto, la emisión de valores representativos de deuda a plazo mayor a un año sólo puede efectuarse mediante bonos (artículo 86 de la NLMV). No obstante, pueden desprenderse dos conclusiones: la primera, que también pueden emitirse bonos a plazo no mayor a un año, ya sea por oferta pública o privada; la segunda, que pueden emitirse valores representativos de deuda a plazo mayor a un año distintos a los bonos, siempre que no se trate de una oferta pública.

Del mismo modo, la NLMV señala que pueden utilizarse como valores representativos de deuda a plazos no mayores a un año, (instrumentos de corto plazo), a los pagarés, letras de cambio u otros que determine la CONASEV (artículo 98 de la NLMV). En este punto debemos realizar diversas precisiones.

Tal como hemos manifestado anteriormente, la emisión de obligaciones regulada en la NLGS no se aplica a los pagarés y letras de cambio, de conformidad con lo dispuesto expresamente por la NLMV. Respecto a los denominados otros valores representativos de deuda, la prohibición no es aplicable, pero se otorga la facultad a la CONASEV de establecer las características particulares de éstos, así como de exceptuarlos de los requisitos previstos en la NLGS u otras normas (artículo 98 de la NLMV).

En mérito a las atribuciones conferidas por ley, la CONASEV ha determinado mediante la Resolución 141 que pueden utilizarse como instrumentos de corto plazo (es decir, otros valores representativos de deuda distintos a las letras de cambio y los pagarés), las obligaciones a que se refiere la NLGS, exceptuando a estos valores de diversos requisitos, entre ellos el de contar con un Representante de los Obligacionistas, como se analizará más adelante (artículo 4 de la Resolución 141).

De acuerdo a esta disposición resulta factible concluir que pueden emitirse bonos a plazo no mayor a un año que gocen de las mencionadas excepciones en relación con la NLGS, toda vez que no existe prohibición legal alguna, sino que, por el contrario, las disposiciones contenidas en la NLMV y en la Resolución 141 así lo permiten.

2. ACERCA DE LA OPERACIÓN DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Una vez planteados los conceptos básicos relacionados con la operación de emisión de obligaciones conviene revisar, en líneas generales, las disposiciones que la regulan.

2.1. Del acuerdo de emisión

Como consecuencia de la importancia de esta operación, la ley otorga al máximo órgano de la sociedad, la Junta de Accionistas o de Socios, según sea el caso, la decisión de efectuar una emisión o un programa de emisiones de obligaciones (artículo 304 de la NLGS), pudiendo delegar en el Directorio, o a falta de este órgano, en el administrador de la sociedad, todas las demás decisiones, así como la ejecución del proceso respectivo (artículo 312 de la NLGS).

Si la sociedad acuerda realizar una emisión, ésta puede realizarse en una o más etapas o encontrarse conformada por una o más series. En cambio, cuando se opta por efectuar un programa de emisiones, la sociedad adoptará un plan por el que se establezca la realización de múltiples emisiones de valores, las mismas que, a su vez, pueden efectuarse en varias etapas y cada una de ellas estar integradas por diversas series (artículos 3 inciso g y 15 del Reglamento).

Resulta conveniente precisar que cuando nos encontremos frente a una emisión de obligaciones mediante oferta pública, tal operación revestirá una complejidad mayor que aquella emisión efectuada por oferta privada, toda vez que, como se ha señalado, se aplicarán obligatoriamente diversas disposiciones contenidas en la NLMV, la Resolución 141 y el Reglamento, las mismas que establecen una serie de requisitos y reglas especiales que regulan la emisión, disponiendo, así mismo, la intervención de agentes adicionales a la sociedad emisora y al Representante de los Obligacionistas, contemplados en la NLGS, todo ello como consecuencia, primordialmente, de lograr el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como una adecuada protección de los inversionistas, finalidades primordiales de la NLMV (artículo 1 de la NLMV).

En tal sentido, la sociedad emisora de obligaciones por oferta pública primaria, es decir, de nuevos valores, debe inscribirlos previamente en el RPMV administrado por la CONASEV, salvo que se trate de valores emitidos por el Banco Central de Reserva o por el Gobierno Central, así como en el caso de una oferta pública secundaria, es decir, aquélla que tiene por

objeto la transferencia de valores previamente emitidos y colocados, bajo la modalidad de oferta pública de venta, siempre que, en este último supuesto, los valores se encuentren inscritos, debiendo presentar a la CONASEV el prospecto informativo con el contenido que ésta determine (artículos 49 y 66 de la NLMV y 4 y 11 del Reglamento).

A efectos de inscribir el valor, la sociedad emisora deberá presentar a la CONASEV una serie de documentos entre los cuales figura el proyecto del prospecto informativo (artículo 54 inciso c de la NLMV), el mismo que contendrá toda la información necesaria para la toma de decisiones por parte de los inversionistas sobre la respectiva emisión (artículo 56 de la NLMV). Es en este punto donde hace su aparición uno de los mencionados agentes adicionales: la entidad estructuradora, en razón que ésta es una de las responsables en la elaboración del prospecto (artículo 56 inciso d) de la NLMV).

El estructurador es un agente de intermediación en el mercado de valores, pudiendo desempeñar tal función una empresa del Sistema Financiero, un banco de inversión u otra entidad que determine CONASEV, encargados de la dirección de la oferta pública (artículo 3 inciso a del Reglamento).

Lazo y De Romaña definen a la entidad estructuradora como aquélla "(...) que asesora al emisor no sólo en la determinación de las condiciones de emisión apropiadas para alcanzar una colocación exitosa, sino que puede comprender la asesoría al emisor en la determinación de las condiciones más apropiadas para el uso de los flujos ..."[7].

La función de la entidad estructuradora no se limita únicamente al asesoramiento de la sociedad respecto a la emisión, sino que debe velar también para que la información y documentación pertinente sea suministrada y presentada de acuerdo a lo determinado por la Gerencia General de la CONASEV y, aunque ésta no lo requiriese, revelar la información necesaria para los inversionistas (artículos 2, 12 y último párrafo del 16 del Reglamento). En consecuencia, el estructurador adquiere una responsabilidad solidaria con la sociedad emisora u ofertante respecto del prospecto frente a los inversionistas, así como por el incumplimiento de la mencionada obligación de revelación de información, salvo algunos casos excepcionales (artículos 60 de la NLMV y 12 y 17 del Reglamento).

Otro agente que interviene en una emisión de obligaciones por oferta pública es la empresa clasificadora de riesgo, la cual tiene como objeto exclusivo el de categorizar valores, pudiendo realizar actividades complementarias de acuerdo a disposiciones de carácter general que establezca la CONASEV (artículo 269 de la NLMV). Puede desempeñarse como clasificadora de riesgo cualquier persona jurídica que se constituya bajo las formas societarias establecidas en la NLGS (artículo 270 de la NLMV).

La intervención de las clasificadoras de riesgo es obligatoria cuando se trata de una emisión de valores tanto por oferta pública primaria como mediante oferta pública secundaria. En estos supuestos deben contratarse los servicios de cuando menos dos de dichas empresas, las mismas que mantendrán independencia entre sí, a efectos de realizar la clasificación permanente de los valores correspondientes. Cabe señalar que en el caso que se efectúe una emisión de obligaciones por oferta privada, la contratación de las clasificadoras de riesgo es facultativa (artículo 280 de la NLMV).

Adicionalmente al Representante de los Obligacionistas, quien interviene durante el desarrollo de toda la operación de emisión de obligaciones, como será analizado más adelante, participa obligatoriamente un agente de intermediación o colocador cuando la emisión se realiza por oferta pública (artículo 50 de la NLMV), salvo que se emitan instrumentos de corto plazo, en cuyo caso la sociedad emisora podrá colocar los valores directamente en el mercado, o cuando las empresas sujetas al control y supervisión de la Superintendencia de Banca y Seguros emitan valores no accionarios propios por autorización de la Ley 26702, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros (en adelante, la Ley de Bancos) (artículo 63 de la NLMV) y otras excepciones (artículos 63 y 127, último párrafo, de la NLMV).

Ahora bien, cuando los valores emitidos por oferta pública sean colocados a través de un mecanismo de negociación que opere en una bolsa (rueda de bolsa), entonces es indispensable la intervención de una sociedad agente de bolsa (artículo 127, primer párrafo, de la NLMV). En caso que dichos valores sean colocados en mecanismos que no operen en bolsa, entonces intervendrán los agentes de intermediación que señalen los reglamentos de tales mecanismos (artículo 127, segundo párrafo de la NLMV), quienes

[7] LAZO, Jorge y DE ROMAÑA, Fátima. Op. Cit. p. 146.

pueden ser sociedades agentes de bolsa (artículos 185 y siguientes de la NLMV) o sociedades intermediarias (artículos 204 y siguientes de la NLMV).

En cuanto a una emisión de obligaciones por oferta privada, puede prescindirse de la intervención de los citados agentes de intermediación para proceder a la colocación de los valores, pudiendo ser, en tal caso, la misma sociedad emisora quien se encargue de colocarlos, salvo que decida contratar los servicios de dichos agentes para promover el lanzamiento de los valores (artículos 194 inciso f) y 207 inciso f) de la NLMV).

Finalmente, respecto a este punto, conviene señalar que los agentes de intermediación están sujetos a las obligaciones, responsabilidades y prohibiciones contenidas en el Título VII de la NLMV, y en caso que el emisor coloque los valores directamente, las mismas les serán aplicables a éste en lo que sea pertinente (artículo 27 del Reglamento).

2.2. Del importe de la emisión y sus eventuales garantías

Tal como habíamos señalado, una vez tomado el acuerdo de emisión, la sociedad deberá cumplir con diversas disposiciones con anterioridad a la colocación de los valores, las cuales se encuentran destinadas, principalmente, a la protección de los futuros obligacionistas.

En efecto, la sociedad no puede decidir realizar una emisión de obligaciones, ya sea por oferta pública o privada, cuyo importe total exceda el monto de su patrimonio neto.

Sin embargo, la NLGS establece como excepciones a esta regla general: a) que se haya otorgado garantía específica, pudiendo ser ésta un derecho real de garantía (hipoteca, prenda, anticresis) o una fianza solidaria emitida por entidades del Sistema Financiero nacional, compañías de seguros nacionales o extranjeras, o bancos extranjeros; b) que la operación se realice para solventar el precio de bienes cuya adquisición o construcción hubiese contratado la sociedad con anterioridad a la misma; o, c) en los casos especiales en que la ley lo permita[8] (artículos 305 y 307 de la NLGS). Asimismo, en el caso que se trate de una emisión de obligaciones por oferta pública, la NLMV permite, adicionalmente a las garantías contempladas en la NLGS, la constitución de carta fianza bancaria, depósito bancario, certificado bancario en moneda extranjera depositado en una institución financiera del país, póliza de caución de empresas de seguros y otras que establezca la CONASEV mediante disposiciones de carácter general (artículo 90 de la NLMV).

Obviamente, la constitución de las garantías señaladas no libera a la sociedad emisora de responder con sus demás bienes y derechos frente a los obligacionistas, pudiendo éstos, inclusive, hacer efectivos sus créditos contra el patrimonio de los socios, dependiendo de la responsabilidad limitada o ilimitada de la forma societaria.

La existencia de garantías inscribibles produce un efecto de especial relevancia, en razón de que las obligaciones no podrán colocarse en tanto aquéllas no sean inscritas en los Registros Públicos.

2.3. De las condiciones de la emisión y el contrato

Una vez acordada la emisión de las obligaciones y definido el importe total de la operación, así como la eventual constitución de garantías, la sociedad deberá elaborar los términos del contrato de emisión, pudiendo ser estas cláusulas contractuales o condiciones de la emisión de tres clases: legales, estatutarias o voluntarias.

Parafraseando a Velasco[9], las condiciones legales serán aquellas que la ley establece con carácter obligatorio, limitándose la NLGS a establecer dos: la constitución de un sindicato de obligacionistas y la designación por parte de la sociedad del Representante de los Obligacionistas, a fin de que concurra al otorgamiento del contrato de emisión en nombre de los futuros obligacionistas, como se analizará más adelante (artículo 306, segundo párrafo de la NLGS).

Por su parte, las condiciones estatutarias serán las que el estatuto de la sociedad emisora establezca (plazos para amortizar las obligaciones, entre otras); y, finalmente, las condiciones voluntarias serán establecidas en mérito al libre arbitrio de la junta de accionistas o de socios, según sea el caso, (elección de la garantía, entre otras) siempre que no se transgreda la normatividad aplicable (artículo 306, primer párrafo, de la NLGS).

---

[8] El artículo 232 de la Ley de Bancos establece en su último párrafo que las empresas del Sistema Financiero pueden emitir instrumentos financieros, incluyendo bonos, sin necesidad de constituir garantías.

[9] VELASCO, Angel. "La Ley de Sociedades Anónimas. Anotaciones y concordancias." Editorial de Derecho Financiero. Madrid, 1974. p. 549.

La NLGS impone una formalidad *ad solemnitatem* al contrato de emisión de obligaciones: su otorgamiento mediante escritura pública, con la intervención del Representante de los Obligacionistas. Asimismo, establece la información que debe contener (artículos 308 de la NLGS, 88 de la NLMV y 3 de la Resolución 141).

Cabe señalar que la colocación de los valores podrá iniciarse a partir de la fecha de la mencionada escritura pública, salvo que existan garantías pendientes de inscripción, tal como se expone líneas arriba (artículo 308, último párrafo de la NLGS).

Una vez colocadas las obligaciones, el papel tanto del sindicato de obligacionistas como del Representante de los Obligacionistas, adquiere una trascendental dimensión, tal como será analizado en los siguientes puntos.

Finalmente, respecto a la operación de emisión de obligaciones en líneas generales, debemos señalar que la sociedad emisora ingresa en una etapa que requiere un riguroso manejo de los compromisos asumidos, los cuales son más numerosos en el caso que se haya realizado mediante una oferta pública, como consecuencia, esencialmente, del deber de información impuesto por la normatividad aplicable a fin de proteger a los inversionistas.

La sociedad emisora se encuentra en la obligación de satisfacer el importe de las obligaciones de conformidad con el contrato de emisión, dentro de los plazos convenidos, con las primas y ventajas estipuladas en el mismo, así como a efectuar los sorteos periódicos de acuerdo con los plazos y formalidades establecidas en el contrato y en la ley; de lo contrario, el plazo de la emisión caducará y los obligacionistas poseerán la prerrogativa de reclamar el reembolso de las obligaciones y de los intereses correspondientes (artículo 329 de la NLGS).

Asimismo, la NLGS permite el rescate anticipado de las obligaciones por parte de la sociedad emisora en diversos supuestos, debiendo amortizarlas (artículo 330 de la NLGS), salvo que tal adquisición fuese autorizada por el directorio y, si éste no existe, por el administrador de la sociedad, colocándolas nuevamente dentro del término más conveniente, quedando en suspenso los derechos que correspondan a las obligaciones rescatadas y extinguiéndose por consolidación los intereses y demás créditos derivados de ellas, en tanto se produzca la mencionada colocación (artículo 331 de la NLGS).

3. Acerca del sindicato de obligacionistas

Tal como hemos señalado, el sindicato de obligacionistas se origina en mérito a una disposición imperativa de la norma, toda vez que representa una de las condiciones necesarias del contrato de emisión de obligaciones.

En tal sentido, dicho sindicato se constituye en virtud al otorgamiento de la escritura pública del contrato de emisión, conformándose el mismo por los adquirentes de las obligaciones colocadas, quienes al suscribirlas ratifican plenamente los términos de dicho contrato, incorporándose en calidad de obligacionistas con todos los derechos y deberes que tal *status* conlleva (artículos 310 y 318 de la NLGS).

La doctrina se ha ocupado esmeradamente en determinar la naturaleza jurídica del sindicato de obligacionistas, siendo la posición mayoritaria aquella que concuerda en otorgarle un carácter asociativo.

En efecto, Elías sostiene que la "(...) existencia de un acto constitutivo formal, la posibilidad de dotarlo de un régimen, su organización interna, sus funciones y atribuciones legales, entre otros elementos, apuntan a la naturaleza asociativa del sindicato. Sin embargo, consideramos que el sindicato es una forma asociativa especial, atendiendo a las singulares relaciones que debe desarrollar al interior de una sociedad anónima. Ello no supone que el sindicato tenga personalidad jurídica." [10]

Por su parte, Garrigues plantea un interesante razonamiento: "¿A qué tipo de sociedad se asemeja un Sindicato de Obligacionistas regido por especiales estatutos? (...) Falta en esta organización el propósito de obtener ganancia o lucro (...); falta, además, la finalidad específica mercantil (realización de una actividad mercantil), (...). En la agrupación de obligacionistas la finalidad que se persigue es la mejor defensa de los intereses de los tenedores de obligaciones, mediante una organización social unificadora de todas las acciones e iniciativas frente a la sociedad emisora. Pero salvadas estas diferencias, son muy grandes las analogías entre el Sindicato de Obligacionistas y la sociedad anónima. También en el Sindicato de Obligacionistas hay aportación de un bien: el obligacionista transfiere al sindicato la acción individual que como acreedor le corresponde, y la transferencia se realiza mediante la aportación de los títulos como condición para el ejercicio de la acción colec-

[10] ELÍAS, Enrique. Op. Cit .p. 643.

tiva que compete al sindicato en sustitución de la acción individual de los obligacionistas. Y como ocurre con el título de acción en la sociedad anónima, también con el título de obligación va incorporada la cualidad de miembro del sindicato. Como en la sociedad anónima, hay también en el Sindicato administración por medio de un órgano (comisario). Finalmente, la voluntad colectiva se expresa mediante un órgano adecuado, como es la junta general de obligacionistas."[11]

Ahora bien, el sindicato de obligacionistas, en tanto figura asociativa especial, posee, retomando a Elías, una doble función: "... a) está destinado a organizar y facilitar la defensa de sus intereses. Ello resulta de la mayor importancia, pues la existencia de un gran número de inversionistas y de un plazo normalmente extenso de la emisión hacen necesarios mecanismos de tutela adicionales a los que cualquier acreedor tendría respecto de una operación de préstamo corriente; b) para la sociedad emisora la organización de los obligacionistas le facilita una armoniosa y ordenada interrelación que no sería posible si tuviese que entenderse directamente con cada uno de los obligacionistas."[12]

Asimismo, el sindicato de obligacionistas se encuentra organizado en base a dos figuras legales particulares: la asamblea de obligacionistas y el Representante de los Obligacionistas. Dentro de este punto analizaremos brevemente a la primera de ellas, en tanto que la segunda lo será en el punto siguiente, como tema principal del presente artículo.

La asamblea de obligacionistas es definida por Broseta Pont como un órgano colectivo deliberante, mientras que el Representante de los Obligacionistas se constituye como un órgano unipersonal de gestión.[13]

Efectivamente, la asamblea de obligacionistas adquiere la calidad de órgano supremo del sindicato de obligacionistas, toda vez que los obligacionistas reunidos en dicha asamblea, siempre que haya sido debidamente convocada y cuente con el quórum correspondiente, deciden por la mayoría establecida en la NLGS los asuntos propios de su competencia, al igual que en el caso de la junta general de accionistas, circunstancia que explica la aplicación supletoria a la asamblea, en cuanto sea pertinente, de las disposiciones que regulan a la mencionada junta (artículos 111 y 324 de la NLGS).

Una vez suscrito el cincuenta por ciento (50%) de las obligaciones emitidas, el directorio de la sociedad emisora, o -en caso de no existir éste- el administrador de la misma o el Representante de los Obligacionistas, debe realizar la convocatoria respectiva para la asamblea de obligacionistas, a fin de que ésta apruebe o no la gestión del citado representante, confirmándolo en el cargo o designando a su sustituto (artículos 320 y 321 de la NLGS).

A efectos de lograr la validez de sus acuerdos, la asamblea de obligacionistas requiere en primera convocatoria la asistencia de por lo menos la mayoría absoluta del total de las obligaciones en circulación, debiendo tomarse los acuerdos, a su vez, cuando menos por igual mayoría. En segunda convocatoria, tal asamblea se instalará con la asistencia de cualquier número de obligaciones y los acuerdos se conseguirán con la mayoría absoluta de las obligaciones presentes o representadas, salvo que se pretenda acordar la modificación de las garantías establecidas y las condiciones del contrato de emisión con la participación de la sociedad emisora. Los acuerdos alcanzados de conformidad con las reglas expuestas vinculan a todos los obligacionistas, inclusive a los ausentes y disidentes; no obstante ello, existe la posibilidad de que sean impugnados en la vía judicial si son contrarios a la ley, opuestos a los términos de la escritura de emisión o lesivos a los intereses de los demás obligacionistas en beneficio de uno o varios de ellos, siendo de aplicación las normas existentes para la impugnación de acuerdos de junta general de accionistas, en lo que fuere pertinente al procedimiento y otros aspectos (artículos 322 y 323 inciso 2 de la NLGS).

La asamblea de obligacionistas, debidamente convocada y con el quórum respectivo, posee entre sus facultades la de tomar los acuerdos necesarios para defender los intereses de los obligacionistas; modificar, de común acuerdo con la sociedad, las garantías establecidas y las cláusulas contractuales de la emisión; remover al Representante de los Obligacionistas y nombrar a su reemplazante; disponer el inicio de los procesos judiciales o administrativos correspondientes; y, aprobar los gastos ocasionados por la defensa de los intereses comunes (artículos 322 de la NLGS y 94 de la NLMV).

Expuestas brevemente las características y funciones del sindicato de obligacionistas y de su asamblea, en

[11] GARRIGUES, Joaquín. Op. Cit. pp. 228-229.
[12] ELÍAS, Enrique. Op. Cit. p. 643.
[13] BROSETA Pont, Manuel. Op. Cit. p. 287.

tanto órgano máximo de decisión, procederemos a efectuar el análisis del Representante de los Obligacionistas, motivo del presente artículo.

II. ACERCA DEL REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS

La naturaleza particular de la operación de emisión de obligaciones, tal como se ha expuesto brevemente en los puntos 1 y 2 del presente artículo, influye directamente en los entes que intervienen en la misma, como es el caso del Representante de los Obligacionistas, al cual se le confieren características que, como consecuencia de su complejidad, impiden clasificarlo en forma rígida dentro de los parámetros de las instituciones jurídicas típicas, razón por la cual se requiere un análisis detenido para comprenderlo, de acuerdo con los numerales que se exponen a continuación.

1. Denominación

Conviene iniciar el análisis a partir de la denominación otorgada a esta figura jurídica, toda vez que revela la particularidad de la misma. El Decreto Supremo 003-85-JUS, Texto Único Concordado de la antigua Ley General de Sociedades (en adelante, la ALGS) la denominaba Fideicomisario.

Contrariamente a lo que podría pensarse, no corresponde a la NLGS la nueva denominación de Representante de los Obligacionistas para la figura materia de análisis. En efecto, ya la NLMV, norma anterior a la aplicación de la NLGS (ver nota a pie, página 1), había acuñado en su artículo 8 inciso q) el término Representante de los Obligacionistas para referirse al Fideicomisario regulado en la ALGS para la emisión de obligaciones, utilizándolo en tal sentido en su texto.

Somos de la opinión de que la novedad en cuanto al *nomen iuris* de la referida figura por parte de la NLMV obedeció a dos razones: la primera, la intención de distinguir a la figura que intervenía en una emisión de obligaciones realizada mediante oferta privada y regulada, en consecuencia, exclusivamente por la ALGS, de la figura que participaba en una emisión por oferta pública que, no obstante ser la misma, asumía funciones adicionales; la segunda y más entendible, la existencia de una duplicidad de términos, toda vez que a través del Decreto Legislativo 770, Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros, vigente hasta el 09 de diciembre de 1996, y luego la Ley de Bancos, actualmente en vigencia, se introdujo la denominación de Fideicomisario para referirse a una de las partes que intervienen en el fideicomiso bancario, operación distinta a la de emisión de obligaciones.[14]

No obstante, durante la etapa de elaboración de la NLGS, la Comisión Redactora del respectivo proyecto propuso un tercer término: Comisario, fundamentando el cambio, expresamente, en la mencionada duplicidad de términos existente en mérito al fideicomiso bancario regulado en la Ley de Bancos, de conformidad con la Exposición de Motivos de dicho proyecto.[15]

En tal sentido, los proyectos realizados tanto por la Comisión Redactora como por la Comisión Revisora, mantuvieron la denominación de Comisario en sus correspondientes textos.[16]

La Comisión Permanente modificó el término de Comisario propuesto por las citadas comisiones por el de Representante de los Obligacionistas, toda vez que consideró conveniente denominarlo de tal manera a fin de "adecuarse a la ley sobre la materia, que corresponde a la Ley del Mercado de Valores."[17]

No compartimos totalmente el argumento sostenido por la Comisión Permanente, en razón de que la regulación de la figura bajo análisis no corresponde exclusivamente a la NLMV, salvo las funciones y obligaciones adicionales que contempla respecto a ella esta norma cuando se produce una emisión de obligaciones mediante oferta pública. Efectivamente, no puede calificarse como ley de la materia únicamente a la NLMV, más aún cuando la operación de emisión se encontraba regulada básicamente en la ALGS y, del mismo modo, actualmente en la NLGS. Sin embargo, la decisión es correcta e, inclusive, necesaria, toda vez que consigue

[14] Sobre el fideicomiso bancario recomendamos consultar: CORZO DE LA COLINA, Rafael. "El fideicomiso. Alcances, alternativas y perspectivas." En: Thémis. Revista de Derecho. Segunda Época. número 35. Lima, 1997. p. 47 y ss.

[15] El Proyecto de Ley General de Sociedades elaborado por la Comisión Redactora fue publicado en el Diario Oficial El Peruano con fecha 02 de marzo de 1997. Por su parte, el texto de la Exposición de Presentación del Proyecto de Ley General de Sociedades realizada por el doctor Enrique Normand Sparks, Presidente de la Comisión Redactora, a la Comisión Revisora del Congreso de la República, fue publicada en el Diario Oficial El Peruano con fecha 23 de abril de 1997.

[16] El Proyecto de Ley General de Sociedades elaborado por la Comisión Revisora fue publicado en el Diario Oficial El Peruano con fecha 10 de mayo de 1997.

[17] Congreso de la República. Presidencia. "Memoria. Ley General de Sociedades 1997". Ediciones del Congreso de la República. Lima, 1998. p. 326. Cabe señalar que el Proyecto de Ley General de Sociedades elaborado por la Comisión Permanente aprobado al 29 de septiembre de 1997, fue publicado en el Diario Oficial El Peruano con fecha 03 de octubre de 1997.

uniformizar la denominación de un mismo concepto bajo el término de Representante de los Obligacionistas.

De este modo, el texto de la NLGS incorporó como una de sus numerosas novedades la denominación de Representante de los Obligacionistas en sustitución del término de Fideicomisario utilizado en la ALGS, uniformizándose, más que adecuándose, las expresiones contempladas en la normatividad pertinente.

2. Naturaleza jurídica

Previamente a la postulación de una definición acerca del Representante de los Obligacionistas, resulta pertinente revisar su naturaleza jurídica, a fin de definirlo de acuerdo a ella.

Como consecuencia de la particularidad y complejidad de esta figura, no existe una posición doctrinaria única respecto a su naturaleza jurídica, inclinándose algunos tratadistas por sostener su calidad de mandatario, en tanto que la mayoría concuerda en considerarlo como un órgano de representación y gestión de los obligacionistas.

La discrepancia puede apreciarse en el español Martínez Val, quien señala que en la etapa inicial, correspondiente al contrato de emisión, el Representante de los Obligacionistas "(...) es una figura de creación legal, un tanto extraña en cuanto a su naturaleza jurídica, pues aparece como un órgano de gestión de intereses ajenos y de representación de personas potencialmente existentes. Se trata de una representación inferida *ope legis* y que recibe un mandato inicial y concreto de la misma ley: Otorgar el contrato de emisión. La L.s.a. lo define como 'órgano de relación entre la sociedad y el Sindicato'. Pero esto no es más que un lenguaje figurado, una ficción porque tampoco el Sindicato existirá hasta que se constituya con los suscriptores que, una vez inscrita la escritura de emisión, 'hayan adquirido los títulos', a medida que los vayan recibiendo con carácter provisional. Después de este momento, hay un Comisario [Representante de los Obligacionistas], que puede ser el mismo, ratificado, u otra persona, elegida por la Asamblea de obligacionistas (...) que por tanto pasa a ser –y ya no por deferencia de la ley- auténtico órgano de representación del Sindicato y de gestión de los intereses de los obligacionistas."[18]

En un primer momento, existe la posibilidad de considerar la naturaleza jurídica del Representante de los Obligacionistas exclusivamente dentro del mandato. La regla general sobre la existencia de esta figura se fundamenta en una imposición legal, siendo una condición indispensable de la operación de emisión de obligaciones (artículos 306 de la NLGS y 87 de la NLMV).

En tal sentido, el artículo 145 del Código Civil contempla la posibilidad de que la representación sea conferida por la ley. Ahora bien, el Representante de los Obligacionistas actúa como un intermediario entre la sociedad emisora y el sindicato de obligacionistas, desempeñando una serie de funciones, prerrogativas y deberes establecidos por la ley, el contrato de emisión o la asamblea de obligacionistas, que tienen como finalidad primordial la defensa de los intereses de la masa de obligacionistas.

Es por ello que se sostiene que su naturaleza jurídica es la del mandato, toda vez que se obliga a realizar uno o más actos jurídicos, por cuenta e interés de los obligacionistas, concepto contemplado en el artículo 1790 del Código Civil. En consecuencia, se trataría de un mandato con representación, habiendo recibido de la ley el poder para actuar en nombre de los representados, siéndole de aplicación supletoria las disposiciones contenidas en los artículos 145 y siguientes y 1790 y siguientes del mismo cuerpo legal.

No obstante, la institución del mandato con representación del Código sustantivo no se aplica en puridad respecto del Representante de los Obligacionistas, como consecuencia de sus peculiares características.

En efecto, el artículo 1807 del Código Civil establece la presunción legal de que el mandato con representación es oneroso; teniendo en cuenta que nos encontramos dentro de una operación del Derecho Comercial, lo típico es que el Representante de los Obligacionistas cobre una suma determinada por la función que ejerce. Siguiendo este orden de ideas, los incisos 2 y 3 del artículo 1796 del mismo cuerpo legal prescriben como obligaciones del mandante (en este caso: los obligacionistas) el pago de la retribución correspondiente al mandatario (Representante de los Obligacionistas), así como reembolsarle los gastos que realice.

Pues bien, estas disposiciones no se cumplen en una operación de emisión de obligaciones, toda vez que en la práctica es la sociedad emisora quien paga al Representante de los Obligacionistas su retribución,

[18] MARTÍNEZ VAL, José María. "Derecho Mercantil." Bosch Casa Editorial S.A. Barcelona, 1979. p. 212.

de acuerdo con el contrato privado por el cual se le designa en tal cargo, y corre con sus gastos en virtud al artículo 319 de la NLGS, debido a su calidad de órgano de gestión y representación del sindicato de obligacionistas, tal como se verá más adelante, salvo que se exceda el porcentaje establecido por dicha norma, en cuyo caso recién serán los obligacionistas quienes asumirán el reembolso de tales gastos.

Por otro lado, el artículo 1797 del citado Código Civil permite que el mandatario se abstenga de ejecutar el mandato en tanto el mandante se encuentre en mora frente a él en el cumplimiento de sus obligaciones. Consideramos que esta disposición no es posible de aplicar respecto del Representante de los Obligacionistas, en razón de que si la sociedad emisora incumple con el pago de su retribución o el reembolso de sus gastos, aquél no podrá dejar de realizar los actos encaminados a lograr la protección de los intereses de los obligacionistas, ya que el incumplimiento no puede atribuírsele a éstos y, asimismo, se desnaturalizaría completamente su función como representante.

Obviamente, de acuerdo con tal razonamiento, tampoco procedería la figura de la preferencia en cuanto a la satisfacción de créditos a favor del representante prevista en el artículo 1798 del Código Civil, ni la retención de bienes establecida en el artículo 1799 del mismo cuerpo legal.

Asimismo, tal como observan Lazo y De Romaña, el inciso 2 del artículo 325 de la NLGS establece como una de las funciones del Representante de los Obligacionistas la de ejercer la representación legal del sindicato de obligacionistas, disposición que lo asemejaría más a un órgano de gestión y representación que a un mandatario, en razón que "(...) significa que celebra en nombre de éste los actos y contratos necesarios para cumplir con su función y representa a la masa de obligacionistas ante las autoridades judiciales (...), administrativas y ante la sociedad emisora"[19], de acuerdo con los incisos 2 y 11 del mencionado artículo 325.

Continuando con los mismos autores, el deber de diligencia que corresponde al Representante de los Obligacionistas es el que puede exigirse a un "ordenado comerciante", es decir, cuidar de los intereses de los obligacionistas como de los propios (artículos 92 de la NLMV y 171 de la NLGS); en tal sentido, no es aplicable para la figura bajo análisis el deber de diligencia atribuible a los negocios jurídicos regulados por el Código Civil, consistente en una actuación equivalente a la de un "buen padre de familia."[20]

Finalmente, para citar una propiedad adicional que excede la naturaleza jurídica del mandato, entre otras, al designar la sociedad emisora al Representante de los Obligacionistas, el sindicato aún no existe legalmente, ya que recién se constituye en una etapa posterior: el otorgamiento de la escritura pública del contrato de emisión (artículo 318 de la NLGS); en consecuencia, la existencia física de los obligacionistas se presenta cuando éstos suscriben las obligaciones, lo cual se produce en la etapa de colocación. En otras palabras, el mandatario, en su calidad de tal, existe antes que sus eventuales mandantes.

Ahora bien, como señalamos anteriormente, la mayoría de la doctrina se inclina por considerar al Representante de los Obligacionistas como un órgano de gestión y representación. Esta calidad se desprende de la estructura misma del sindicato de obligacionistas, el cual posee, como señala Broseta Pont, un órgano colectivo deliberante: la Asamblea de Obligacionistas que se asemeja a la junta de accionistas y, adicionalmente, un órgano unipersonal de gestión: el Representante de los Obligacionistas, que se asemeja al directorio o a la administración, el cual se encuentra subordinado a aquélla.

Según Uría, el Representante de los Obligacionistas "(...) como persona que, aunque designada por la sociedad, queda facultada por la ley para discutir y otorgar en nombre e interés de los futuros obligacionistas el contrato de emisión, aceptar en su caso la hipoteca u otras garantías del empréstito y tutelar después los derechos e intereses comunes de los suscriptores de los títulos, ofrece los caracteres de un fiduciario, si bien hay que reconocer que ese carácter se debilita después de constituido el sindicato cuando la asamblea de obligacionistas le confirme en el cargo o elija como comisario a persona distinta de la designada por la sociedad, porque entonces la primitiva relación de fiducia se deja penetrar, cuando menos, por una relación de carácter representativo. El comisario, que podrá ser obligacionista o no, tiene la condición jurídica de 'órgano de relación entre la sociedad y el sindicato de obligacionistas' y está investido de importantes facultades".[21]

[19] LAZO, Jorge y De Romaña, Fátima. Op. Cit. p. 139.
[20] LAZO, Jorge y De Romaña, Fátima. Op. Cit. p. 142.
[21] URÍA, Rodrigo. Op. Cit. p. 532.

Puede apreciarse que en esta posición el Representante de los Obligacionistas no se entiende como una figura desvinculada o independiente respecto del sindicato de obligacionistas, como lo es un mandatario en relación con su mandante, sino como parte del sindicato mismo, ejerciendo una función de órgano de representación y de gestión sometido en cuanto a sus actos a las decisiones de la asamblea de obligacionistas, la cual refleja los deseos de la masa de obligacionistas. La capacidad de representación se aprecia sin dificultad en la representación revisada líneas arriba, en tanto la capacidad de gestión le es inherente para poder llevar a cabo los actos que sean necesarios para cumplir con su función de protección de los intereses de los obligacionistas.

Según Broseta Pont, "(...) la multitud de obligacionistas que puede poseer una sociedad en un momento determinado, la complejidad de sus relaciones con la sociedad, la identidad de sus títulos y de sus intereses, así como la conveniencia de unificar y de organizar debidamente sus relaciones con la sociedad misma, explican suficientemente que la ley haya establecido de modo necesario la existencia de un órgano de representación y de relación con la sociedad (comisario) [Representante de los Obligacionistas] y la de un órgano de deliberación y defensa de los obligacionistas (sindicato de obligacionistas)".[22]

Sin embargo, esta posición tampoco resulta absoluta, en razón que el Representante de los Obligacionistas posee una serie de prerrogativas y funciones que debilitan el concepto de subordinación señalado, como la de iniciar las acciones judiciales o extrajudiciales que considere conveniente para cumplir su función de protección de los intereses de los obligacionistas sin requerir de la orden expresa de la respectiva asamblea, entre otras.

Somos de la opinión que la naturaleza jurídica del Representante de los Obligacionistas puede calificarse como *sui generis*, en razón que si bien posee características propias de un mandato, no es menos cierto que se desenvuelve como un órgano de representación y gestión, y, en consecuencia, la interacción, la combinación de tales caracteres, produce una figura legal especial que resulta difícil de encasillar dentro de alguna institución jurídica conocida.

En conclusión, la naturaleza jurídica del Representante de los Obligacionistas es de carácter especial, recogiendo la calidad de mandatario con representación, regulada en el Derecho Civil, en tanto intermediario entre la sociedad emisora y el sindicato de obligacionistas, y la de órgano de gestión y representación, propia de la administración social regulada en el Derecho Comercial, toda vez que forma parte de la estructura de dicho sindicato y actúa en defensa de sus intereses.

3. Definición

Uría sostiene que el Representante de los Obligacionistas es la pieza fundamental o clave del sistema legal en cuanto a la emisión de obligaciones y señala, así mismo, que "(...) la ley ha instituido al comisario obligatoriamente para que al tiempo de hacerse la emisión no sean impuestas o decididas unilateralmente por la sociedad las características o circunstancias del empréstito, y para que sólo exista un órgano de enlace entre la sociedad y el sindicato que atienda y vigile, en general, cuanto concierna a los obligacionistas y tutele los intereses comunes de éstos."[23]

Por su parte, Elías lo define como "(...) un órgano del sindicato, que tiene un ámbito de actuación delimitado por la Ley, sin perjuicio de las facultades y funciones adicionales que la escritura pública de emisión o la asamblea de obligacionistas puedan encomendarle. (...) la falta de personería jurídica del sindicato de obligacionistas no enerva el carácter de órgano del mismo que tiene el representante, en la medida en que el sindicato no deja de ser una entidad jurídica de contornos delimitados y en la que el proceso de formación de la voluntad y las relaciones con la sociedad emisora se encuentran regulados por la Ley. Asimismo, consideramos que definir al representante de los obligacionistas sólo por la representación legal que va aparejada a dicha posición deja de lado el complejo juego de relaciones entre éste y la asamblea al interior del sindicato de obligacionistas, y con la sociedad emisora."[24]

La normatividad pertinente lo define como el intermediario entre la sociedad emisora y el sindicato de obligacionistas, el mismo que tiene facultades, derechos y responsabilidades establecidos por la ley, o conferidos o atribuidos por la escritura pública del contrato de emisión o la asamblea de obligacionistas (artículo 325 de la NLGS).

En virtud de nuestra posición ecléctica respecto a la naturaleza del Representante de los Obligacionistas,

[22] BROSETA PONT, Manuel. Op. Cit. p. 287.
[23] URÍA, Rodrigo. Op. Cit. p. 527.
[24] ELÍAS, Enrique. Op. Cit. p. 654.

expuesta en el numeral anterior, consideramos pertinente definirlo como una figura jurídica especial que se presenta únicamente dentro de una emisión de obligaciones y que por imperio de la ley cumple el papel de intermediario o instrumento vinculante, exclusivo y excluyente, entre la sociedad emisora y el sindicato de obligacionistas, siendo su principal finalidad la de velar por el cumplimiento de los términos de la emisión en mérito a los lineamientos dispuestos por la ley y el contrato respectivo en relación con su actuación, los que determinan los parámetros de su responsabilidad, interactuando y colaborando con la asamblea, a fin de cumplir debidamente con la representación del sindicato y con sus funciones de gestión en beneficio del mismo.

4. Capacidad para ejercer el cargo

Los artículos 306 de la NLGS y 87 de la NLMV han establecido, conjuntamente, una lista cerrada en relación con los sujetos que se encuentran en capacidad de ejercer el cargo de Representante de los Obligacionistas.

En efecto, ambas disposiciones establecen que sólo pueden ser designadas para desempeñar dicho cargo las siguientes personas jurídicas: a) una empresa bancaria; b) una empresa financiera; o, c) una sociedad agente de bolsa.

La empresa bancaria es aquélla cuyo negocio principal consiste en recibir dinero del público en depósito o bajo cualquier otra modalidad contractual, y en utilizar ese dinero, su propio capital y el que obtenga de otras fuentes de financiación en conceder créditos en las diversas modalidades, o a aplicarlo a operaciones sujetas a riesgos de mercado (artículo 282 inciso 1 de la Ley de Bancos).

Por su parte, la empresa financiera es aquélla que capta recursos del público y cuya especialidad consiste en facilitar las colocaciones de primeras emisiones de valores, operar con valores mobiliarios y brindar asesoría de carácter financiero (artículo 282 inciso 2 de la Ley de Bancos).

Finalmente, la sociedad agente de bolsa viene a ser la sociedad anónima que, debidamente autorizada, se dedica fundamentalmente a realizar la intermediación de valores en uno o más mecanismos centralizados que operen en las bolsas en las que sean asociados (artículo 185 de la NLMV).

Como puede observarse, la elección y taxatividad prescrita por la ley respecto de las personas jurídicas que pueden ser Representante de los Obligacionistas no es aleatoria, sino que responde a la especialización sobre temas de financiamiento comercial y negociación de valores que les otorga a estas empresas la práctica, en virtud a su objeto social. Las empresas bancarias y financieras aceptan y ejecutan el encargo como comisiones de confianza, de acuerdo con lo dispuesto por los artículos 221 inciso 32 y 275 inciso 12 de la Ley de Bancos; en tanto que las sociedades agentes de bolsa lo hacen como una operación facultativa otorgada por el artículo 194 inciso g de la NLMV.

Queda claro que en caso de que la asamblea de obligacionistas remueva al Representante de los Obligacionistas designado por la sociedad emisora, ya sea en la primera sesión que ésta celebre (artículo 320 de la NLGS) o posteriormente (artículo 322 inciso 3 de la NLGS), no podrá designar en el cargo a una persona natural ni a una persona jurídica diferente a las establecidas por la ley. Del mismo modo, tampoco podrá designarse como Representante de los Obligacionistas a la sociedad emisora ni a aquellas otras personas jurídicas con las que ésta tenga vinculación (artículo 87, segundo párrafo, de la NLGS).

Cabe señalar, finalmente, que no encontramos obstáculo legal alguno para que el Representante de los Obligacionistas sea uno de los obligacionistas mismos. Sin embargo, esta posibilidad debe analizarse desde dos perspectivas: puede ser positivo porque se encontrará más comprometido aún con la finalidad de proteger los intereses del sindicato, en tanto forma parte de éste; podría ser negativo, porque una posición mayoritaria respecto a la titularidad de las obligaciones le daría la posibilidad de decidir en beneficio propio, no obstante la existencia de mecanismos a favor de los demás obligacionistas para afrontar tal supuesto.

5. Número de Representantes de los Obligacionistas

En la práctica, normalmente existe un solo Representante de los Obligacionistas por cada emisión. El artículo 306 de la NLGS se limita únicamente a señalar que debe designarse a uno como condición obligatoria de la emisión. Sin embargo, ni la NLGS ni la NLMV han previsto el supuesto en que se produzca la actuación de varios representantes en una emisión, omitiendo pronunciarse restrictivamente al respecto.

Como hemos señalado anteriormente, la NLGS prevé la posibilidad de que la sociedad realice una emisión de obligaciones que contenga, a su vez, varias series, las cuales se diferenciarían por sus derechos y deberes.

En tal sentido, ¿pueden coexistir en una misma emisión tantos representantes como series la conformen?

Según Miguel A. Sasot B. y Miguel P. Sasot, la respuesta dependerá de la igualdad o no de los derechos y deberes que contengan las obligaciones de cada serie. Así, estos autores sostienen que si dichos derechos y consiguientes deberes son iguales en todas las series entonces se requerirá un solo Representante de los Obligacionistas, "(...) pues no cabría la posibilidad de una oposición de intereses de los debenturistas [obligacionistas] de cada una de las series, ya que la tasa de interés, la garantía, la amortización, la fecha de pago, etc., serían iguales para todos los debenturistas de la emisión y resultaría ilógico designar una pluralidad de fiduciarios [Representantes de los Obligacionistas] para cumplir análogo cometido y representar frente a la sociedad a *debentures* [obligaciones] con iguales derechos crediticios."[25]

Sin embargo, los mencionados autores señalan que "(...) la pluralidad de fiduciarios será indispensable si cada serie ha sido emitida con derechos o privilegios diferentes, pues no se daría entre ellas la comunidad de riesgos, intereses y privilegios que dan unidad jurídica al empréstito y, consiguientemente, unidad a la masa que conlleva a una representación unificada frente a la sociedad."[26]

6. Duración del cargo, remoción y renuncia

El Representante de los Obligacionistas se mantendrá en el ejercicio del cargo desde el momento de su designación por parte de la sociedad emisora hasta que culmine la operación de emisión con el reembolso o rescate de las obligaciones, siempre que no se produzca un supuesto de remoción o renuncia respecto del mismo.

Como se sabe, la asamblea de obligacionistas tiene la facultad de remover al Representante de los Obligacionistas desde su primera reunión o en cualquier momento de la operación, sin que la ley le requiera a tal efecto justificación o quórum especial alguno, pudiendo sustituirlo por cualquier otra de las personas jurídicas permitidas por la ley para ejercer el cargo (artículos 306, 320 y 322 inciso 3 de la NLGS).

Algunos tratadistas, como Miguel A. Sasot B. y Miguel P. Sasot, consideran que la facultad de remover al Representante de los obligacionistas no es exclusiva de los obligacionistas, sino que la sociedad emisora también puede y debe hacerlo en caso que dicho representante, que designó en un primer momento para intervenir en el otorgamiento de la escritura pública del contrato de emisión en representación de los futuros suscriptores de los valores, incurra en alguna causal de incapacidad.

Consideramos que si bien la normatividad pertinente no se manifiesta expresamente sobre esta posibilidad, la remoción del Representante de los Obligacionistas corresponde exclusiva y excluyentemente a los obligacionistas reunidos debidamente en asamblea, pues son éstos quienes deben tomar las decisiones correspondientes a la defensa de sus intereses y la actuación de su representante, sin injerencias de la sociedad emisora, ya que en caso de permitirse la intervención de ésta podrían generarse serios conflictos de intereses que afectarían a la operación misma.

A su vez, el Representante de los Obligacionistas puede formular su renuncia al cargo. La NLGS no se pronuncia sobre este supuesto, correspondiéndole su regulación al tercer párrafo del artículo 92 de la NLMV, el cual otorga al Representante de los Obligacionistas la posibilidad de renunciar, pero no se podrá apartar del cargo hasta que la asamblea designe a su sustituto, salvo que transcurran treinta días útiles de notificada la renuncia sin que ésta nombre alguno.

Sin embargo, la NLMV no prevé debidamente los supuestos de renuncia. El artículo 3 inciso 3 de la Resolución 141 ha cubierto el vacío legal existente en relación con este punto, estableciendo que en una emisión de bonos el respectivo contrato debe contener, entre otra información, los casos en que procede la renuncia del Representante de los Obligacionistas, sobre todo el supuesto del revisado artículo 92 de la NLMV, en el que, comunicada la renuncia, no se hubiere designado a un sustituto para el renunciante. Según la Exposición de Motivos de la Resolución 141, el inciso 3 de su artículo 3 tiene como propósito que el Representante de los Obligacionistas no haga abuso de su derecho a renunciar.

Finalmente, cabe señalar que la regulación sobre la renuncia contemplada en la NLMV y la Resolución 141 es aplicable supletoriamente a las emisiones de obligaciones mediante oferta privada.

[25] SASOT BETES, Miguel A. y Sasot, Miguel P. "Sociedades Anónimas. Acciones, bonos, debentures y obligaciones negociables." Editorial Ábaco de Rodolfo Palma. Buenos Aires, 1985. p. 480.
[26] SASOT BETES, Miguel A. y Sasot, Miguel P. Op. Cit. p. 480.

7. Actuación del Representante de los Obligacionistas

La finalidad esencial que debe perseguir el Representante de los Obligacionistas es la protección de los intereses de los obligacionistas en relación con la operación de emisión y, en consecuencia, su actuación se desarrollará en tal sentido.

Sin embargo, tal como advierten Lazo y De Romaña, "(...) la labor en defensa de los obligacionistas no es de resultados, sino de medios; con lo cual el representante de los obligacionistas no garantiza el éxito de las funciones que le han sido asignadas en el contrato de emisión o por legislación, salvo que hubiera mediado dolo o culpa inexcusable en el desempeño de las funciones." [27]

Ahora bien, el ámbito de actuación del Representante de los Obligacionistas se encuentra determinado por la legislación aplicable, las condiciones pactadas en la escritura pública del contrato de emisión, así como por los acuerdos que adopte la asamblea de obligacionistas, estableciéndose, consecuentemente, una diversidad de facultades, derechos y responsabilidades en relación con dicho representante.

A continuación procederemos a exponer los actos que corresponden al Representante de los Obligacionistas de conformidad con la legislación aplicable, debiendo advertir que ésta los regula de una manera dispersa y poco ordenada, razón por la cual intentaremos desarrollarlos de acuerdo con el momento en que se presentan dentro de la operación de emisión de obligaciones.

a) Proteger los intereses de los obligacionistas: esta es la finalidad primordial del Representante de los Obligacionistas, la cual enmarca todos sus actos. En tal sentido, el ámbito de actuación de dicho representante se desenvuelve en observancia de esta premisa (artículo 325 inciso 4 de la NLGS);

b) Actuar con la diligencia de un ordenado comerciante: constituye otra premisa que regula la actuación del Representante de los Obligacionistas, mediante la cual se pretende que éste actúe de tal forma que cuide los intereses de los obligacionistas como si fueran los propios (artículo 92, primer párrafo, de la NLMV);

c) Deber de reserva: el Representante de los Obligacionistas tiene el deber general de mantener reserva total de cuanto llegue a conocer por razón de su gestión, salvo que la revelación fuere absolutamente necesaria para el mejor cumplimiento de sus funciones (artículo 93 de la NLMV);

d) Ejercer la representación legal del sindicato: el Representante de los Obligacionistas tiene la representación legal del sindicato por mandato legal, la cual le permite, esencialmente, celebrar actos en nombre de los obligacionistas, accionar judicial o extrajudicialmente para proteger los intereses de los obligacionistas con las facultades generales y especiales previstas en los artículos 74 y 75 del Código Procesal Civil, entre otras (artículo 325 inciso 2 de la NLGS);

e) Concurrir al otorgamiento del contrato de emisión: una vez designado por la sociedad emisora, el Representante de los Obligacionistas se encuentra en la obligación de concurrir al otorgamiento de la escritura del contrato de emisión, suscribiendo el respectivo instrumento legal en nombre de los futuros obligacionistas (artículo 306 de la NLGS);

f) Designar personas naturales: Esta es una consecuencia práctica de su designación como Representante de los Obligacionistas. En efecto, tal representante es siempre una persona jurídica y, en consecuencia, debe designar a las personas naturales que lo representarán permanentemente ante la sociedad emisora en sus funciones, así como para formar parte del órgano administrador de dicha sociedad cuando esté previsto en la escritura pública del contrato de emisión (artículo 325 incisos 5 y 6 de la NLGS);

g) Velar por el cumplimiento del contrato: la concurrencia al mencionado otorgamiento del contrato no exime al Representante de los Obligacionistas de velar por el correcto cumplimiento de las condiciones pactadas en el mismo, durante el desarrollo de toda la operación de emisión de obligaciones o hasta la vigencia de su cargo, de ser el caso (artículo 92 inciso a de la NLMV);

h) Verificar la debida constitución de las garantías: en caso que se trate de una emisión de obligaciones respaldada con las garantías previstas en la ley, el Representante de los Obligacionistas debe verificar que éstas hayan sido debidamente constituidas, comprobando la existencia y el valor de los bienes afectados y cuidando que se encuentren correctamente asegurados a su favor, de acuerdo a su naturaleza, al menos por un monto proporcional al importe de las obligaciones en

[27] LAZO, Jorge y De Romaña, Fátima. Op. Cit. p. 141.

circulación (artículo 325 incisos 9 y 10 de la NLGS y 92 incisos b y c de la NLMV);

i) Firmar los títulos o certificados: la firma del Representante de los Obligacionistas, junto con la del representante de la sociedad emisora, constituye uno de los requisitos que debe contener el título o certificado que representa materialmente a una obligación suscrita. Se entiende que se prescinde de tal requisito en caso que la obligación se encuentre representada mediante anotación en cuenta, como consecuencia de su naturaleza inmaterial (artículo 314 inciso 11 de la NLGS);

j) Convocar a la primera asamblea: apenas se haya producido la suscripción del 50% de la emisión, corresponde al directorio de la sociedad emisora, o en caso de no existir éste, al administrador de ésta o al Representante de los Obligacionistas realizar la convocatoria para la primera asamblea de obligacionistas, la cual aprobará o no su gestión, confirmándolo en el cargo o removiéndolo y designando a su sustituto (artículos 320 y 321 de la NLGS);

k) Convocar las demás asambleas: el Representante de los Obligacionistas tiene la facultad de convocar a la asamblea de obligacionistas cuando lo considere necesario a fin de que se tomen acuerdos para la protección de sus intereses. Sin embargo, tal convocatoria será una obligación para dicho representante si lo solicitan obligacionistas que representen no menos del 20% de las obligaciones en circulación (artículo 321 de la NLGS);

l) Requerir asistencia de administradores: el Representante de los Obligacionistas tiene la facultad de requerir la asistencia de los administradores a las asambleas que convoque, sin perjuicio del derecho que éstos poseen para asistir aunque no hubiesen sido citados. Sin embargo, tal requerimiento será una obligación del mencionado representante cuando así lo hayan exigido los obligacionistas que le solicitaron la convocatoria (artículo 321 de la NLGS);

m) Presidir la asamblea: el Representante de los Obligacionistas tiene la facultad de ejercer la presidencia de las asambleas de obligacionistas. Sin embargo, consideramos que esta regla no se cumplirá en el caso de la primera convocatoria, toda vez que ésta tiene por objeto decidir si continúa o no en el ejercicio del cargo, razón por la cual sería contraproducente que la presida (artículo 325 inciso 1 de la NLGS);

n) Asistir a la junta de accionistas o socios: el Representante de los Obligacionistas tiene la facultad de asistir en tal calidad a las sesiones de las juntas de accionistas o de socios, según sea el caso, de la sociedad emisora, informando a ésta los acuerdos del sindicato que representa y solicitando a la respectiva junta los informes que a su juicio o al de la asamblea de obligacionistas, interesen a éstos (artículo 325 inciso 3 de la NLGS);

o) Presentación de información a la CONASEV: en el caso que se realice una emisión de obligaciones mediante oferta pública, el Representante de los Obligacionistas deberá cumplir con remitir a la CONASEV y, en su caso, a la entidad encargada de la conducción del mecanismo centralizado de negociación donde los valores se encuentren inscritos, información relacionada con las condiciones de la emisión o ventas no determinadas que dependan del procedimiento de colocación o venta; el número y monto de los valores colocados o vendidos en valor nominal; la reducción del número de valores en circulación a través de rescate, redención, entre otras posibilidades; las modificaciones de las condiciones de la emisión o venta, de ser el caso, todo ello de acuerdo a lo establecido en la ley (artículo 24 incisos d, e, f y h y Segunda Disposición Final del Reglamento);

p) Preparación y presentación de informe a la CONASEV: del mismo modo, también cuando se trate de una emisión de obligaciones por oferta pública, el Representante de los Obligacionistas deberá preparar y presentar a la CONASEV un informe sobre el cumplimiento de las condiciones de la emisión o venta, preparándolo de acuerdo a lo que disponga la Gerencia General de la CONASEV y la ley (artículo 24 inciso g) y Segunda Disposición Final del Reglamento); según la Exposición de Motivos del Reglamento, las obligaciones expuestas en los incisos o) y p) del presente artículo, contribuyen al funcionamiento más eficiente de los mecanismos de control, instaurándose mecanismos orientados a que agentes privados, como es el caso del Representante de los Obligacionistas, asuman parte de la tarea de supervisión, sustituyendo a la sociedad emisora en la obligación de informar acerca del cumplimiento de las condiciones de la emisión y otros aspectos vinculados. Asimismo, contribuyen a disminuir los costos para la preparación de información posterior a la inscripción o registro, toda vez que se elimina la obligación de contar con una sociedad auditora en la preparación del informe acerca del cumplimiento de las condiciones de la emisión, dejando tal responsabilidad al ofertante o al Representante de los Obligacionistas, en caso de emisión de bonos.

q) Intervenir en los sorteos periódicos: en algunas emisiones puede establecerse un tratamiento que contemple diferencias entre las obligaciones en cuanto a la conversión gradual de obligaciones en acciones, entre otros supuestos, dentro de fechas u otras condiciones establecidas en el contrato respectivo, recurriéndose al sistema de sorteos para no perjudicar a algunos obligacionistas en beneficio de otros. El Representante de los Obligacionistas debe intervenir en tales sorteos celebrados en relación con los títulos, cautelando los derechos de los obligacionistas, de acuerdo con los plazos y forma prevista en la escritura pública del contrato de emisión, con la presencia de notario público, quien extenderá el acta correspondiente (artículos 325 inciso 4 y 329 de la NLGS);

r) Vigilar el pago de los intereses y del capital: indudablemente, este es uno de los actos de mayor trascendencia en la operación de emisión de obligaciones y, en tal sentido, la vigilancia que debe ejercer el Representante de los Obligacionistas respecto al pago de los intereses y capital de acuerdo a las condiciones del contrato de emisión deberá ser estricta y de su correcto cumplimiento dependerá en gran parte el éxito de la operación. Sin embargo, debemos recordar que dicho representante asume una obligación de medios y no de resultados, motivo por el cual el pago no es responsabilidad suya, salvo que se compruebe que actuó con dolo o culpa inexcusable (artículo 325 inciso 4 de la NLGS);

s) Supervisión de la conversión de obligaciones en acciones: el Representante de los Obligacionistas deberá exigir y supervisar el proceso de conversión de las obligaciones en acciones, siempre que se haya pactado tal posibilidad en el contrato de emisión o se haya llegado a un acuerdo en tal sentido con posterioridad al mismo entre la sociedad emisora y la asamblea de obligacionistas (artículos 315, 316, 317, 322 inciso 2, 323 segundo párrafo, 325 inciso 8 y 330 inciso 5 de la NLGS);

t) Convocar a junta de accionistas o de socios por mora: en caso que la sociedad emisora se retrase más de ocho días naturales, de acuerdo con los plazos establecidos en el contrato de emisión, en el pago de los intereses vencidos o en la amortización del capital, entonces el Representante de los Obligacionistas deberá convocar a la junta de accionistas o de socios, según sea el caso, a la brevedad posible, a fin de solucionar tal situación (artículo 325 inciso 7 de la NLGS);

u) Ejecutar las garantías de la emisión: relacionada con el inciso precedente, se encuentra la facultad que tiene el Representante de los Obligacionistas para ejecutar las garantías específicas de la emisión en caso que se produzca la demora de la sociedad emisora en el pago de los intereses o del principal, debiendo informar previamente a la asamblea de obligacionistas sobre tal ejecución o pudiendo omitir dicha convocatoria en caso que las circunstancias o la naturaleza de los bienes constituidos en garantía exijan su ejecución inmediata (artículo 327 de la NLGS); y,

v) Inicio y prosecución de acciones legales: el Representante de los Obligacionistas, en tanto representante legal del sindicato, tiene la facultad para iniciar y proseguir pretensiones judiciales y extrajudiciales, especialmente, aquéllas que tengan por objeto procurar el pago de los intereses y el capital adeudado, la ejecución de las garantías, la conversión de las obligaciones y la práctica de actos conservatorios, todo ello a efectos de conseguir su objetivo, cual es la protección de los intereses de los obligacionistas. Si el Representante de los Obligacionistas no inicia las correspondientes acciones legales en caso de demora en el pago de los intereses o del principal por parte de la sociedad emisora, dentro del plazo establecido por la ley, entonces cualquier obligacionista podrá interponer individualmente la demanda en proceso ejecutivo a fin de ejecutar las garantías en beneficio de todos los obligacionistas impagos (artículos 325 inciso 11, 326 y 328 de la NLGS y 92 inciso d de la NLMV);

Adicionalmente a los actos establecidos por la legislación pertinente, expuestos líneas arriba, cabe recordar que la escritura pública de emisión o la asamblea de obligacionistas podrán conferirle o atribuirle al Representante de los Obligacionistas, las facultades, derechos y responsabilidades que consideren convenientes o necesarias, siempre que no transgredan las disposiciones legales de carácter imperativo (artículo 325, último párrafo, de la NLGS).

Finalmente, cabe señalar que se considerará nula cualquier estipulación destinada a limitar las funciones del Representante de los Obligacionistas o su responsabilidad frente a los obligacionistas (artículo 92, último párrafo, de la NLMV).

8. Responsabilidad del Representante de los Obligacionistas

Tal como se ha señalado anteriormente, compartimos la posición de Lazo y De Romaña en el sentido de que la actuación del Representante de los Obligacionistas, destinada a la protección de los intereses de los

obligacionistas, es de medios y no de resultados, es decir, que si bien despliega sus esfuerzos como si fuese un ordenado comerciante, no garantiza el éxito final de la operación de emisión de obligaciones, toda vez que la responsabilidad podría recaer en la sociedad emisora, en la misma asamblea de obligacionistas o en la masa de obligacionistas, e inclusive en coyunturas económicas generales o de otra índole.

La inexistencia de una disposición expresa en nuestra legislación que regule la eventual responsabilidad en que incurra el Representante de los Obligacionistas, nos lleva a intentar ubicar normas supletorias para tal supuesto. En tal sentido, somos de la opinión de que le serían aplicables las disposiciones sobre responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anónima contemplados en la NLGS.

Al respecto, Elías sostiene que "(...) es preciso señalar que la LGS no establece en forma explícita precisiones sobre la diligencia con la que debe desempeñarse el representante, lo que no impide que se le pueda imputar responsabilidad tanto por dolo como por culpa." [28]

Asimismo, Lazo y de Romaña señalan lo siguiente: "Podría alegarse que no habiendo norma expresa que regule la responsabilidad civil del representante de los obligacionistas podría aplicarse supletoriamente lo dispuesto por el artículo 1969 del Código Civil para responsabilidad contractual y extracontractual, con lo cual no sería necesario acudir a la analogía. Sin embargo, en nuestra opinión la supletoriedad no sería aplicable en este caso concreto debido a la naturaleza mercantil y el grado de sofisticación de las operaciones que realiza el representante de los obligacionistas difiere sustancialmente de la responsabilidad por actos civiles que regula el Código Civil." [29]

9. Excepciones a la intervención del Representante de los Obligacionistas

Si bien la regla general establece como condición para la legalidad de la operación de emisión de obligaciones la designación del Representante de los Obligacionistas, existen dos supuestos de excepción en relación con la intervención de dicha figura jurídica: la emisión de obligaciones a ser colocadas en el extranjero y la emisión de obligaciones como instrumentos de corto plazo.

En el caso de la primera de las excepciones, la emisión de obligaciones deberá colocarse íntegramente en el extranjero. En tal sentido, la junta de accionistas o de socios, dependiendo del tipo de sociedad, puede acordar que en la escritura pública de emisión respectiva se establezca un régimen especial, diferente al previsto en la legislación nacional y, en tal sentido, existe la posibilidad de que prescinda de la intervención del Representante de los Obligacionistas, del sindicato de obligacionistas y de cualquier otro requisito exigible para las emisiones a colocarse en territorio nacional, sin limitación alguna, de acuerdo con los artículos 311 de la NLGS y 2 de la NLMV.

Asimismo, cuando se realice una emisión de obligaciones como instrumentos de corto plazo mediante oferta pública, puede exceptuarse a dicha operación de la necesidad de contar con un Representante de los Obligacionistas en el momento de efectuarse la emisión, siempre y cuando la sociedad emisora se comprometa expresamente en el respectivo contrato a convocar a la asamblea de obligacionistas; del mismo modo, se contempla la posibilidad de prescindir del sindicato de obligacionistas, siendo los propios obligacionistas quienes ejercerán sus derechos individualmente e, inclusive, puede eliminarse el requisito de escritura pública, de conformidad con los numerales 1, 2 y 5 del inciso b) del artículo 4 del Reglamento.

De acuerdo con la Exposición de Motivos del Reglamento, la razón de tales excepciones es la de reducir los costos de utilización de obligaciones como instrumentos de corto plazo, recurriéndose a la transparencia del mercado a fin de sustituir los mecanismos de seguridad que encarecen excesivamente su uso, más aún teniendo en cuenta su breve plazo de duración, el cual es no mayor a un año.

Sin embargo, queda a salvo el derecho de los obligacionistas de designar a un Representante de los Obligacionistas si lo consideran pertinente, el cual se sujetará a todas las disposiciones establecidas por la normatividad aplicable.

La Exposición de Motivos del Reglamento sostiene que deben ser los propios mecanismos del mercado quienes determinen en este caso la necesidad de la presencia o no del Representante de los Obligacionistas, razón por la cual se respeta el derecho de los obligacionistas de decidir su nombramiento, mediante la correspondiente convocatoria que pueden solicitar que realice a la sociedad emisora.

[28] ELÍAS, Enrique. Op. Cit. p. 659.
[29] LAZO, Jorge y DE ROMAÑA, Fátima. Op. Cit. p. 141.

CUANDO LAS APARIENCIAS ENGAÑAN: ESPECULACIÓN Y MANIPULACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

Narghis Torres*

En el presente artículo, el autor nos introduce en un tema dentro del ámbito del Mercado de Valores polémico en la mayoría de legislaciones: la especulación y la manipulación.

Con la intención de abordar el problema imparcialmente, y relegando viejos prejuicios, el autor describe y analiza el problema partiendo del significado conceptual de las palabras, las confusiones, los temores y el consecuente rechazo de los diferentes ordenamientos jurídicos -centrándose en el peruano en particular- para arribar a un planteamiento claro, objetivo, con argumentos sólidos, y que se presta a un interesante desarrollo del tema a futuro.

INTRODUCCIÓN

Recientemente, se publicó una noticia en la que se mencionaba que algunos ejecutivos de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP's) consideraron que durante la Oferta Pública de Adquisición (OPA) hecha por la Peruvian Opportunity Company por las acciones de la empresa Luz del Sur a inicios de agosto de 1999, algunas AFP's habrían comprado acciones de dicha empresa con "carácter especulativo", y que debido a ello "tanto la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) como la Superintendencia Nacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP), deberían culminar la evaluación de lo ocurrido para posteriormente tomar las medidas correctivas establecidas por ley".[1]

Por otro lado, en junio de 1998, la CONASEV sancionó por primera vez en el Perú un supuesto caso de manipulación en la negociación de acciones en la Bolsa de Valores de Lima, al considerar que un grupo de empresas habría ocasionado la "variación artificial de precios" de las mismas.[2]

¿Debe preocupar que una compra de acciones sea "especulativa"?, ¿es lo mismo especulación que manipulación?, ¿son estas prácticas perjudiciales para el Mercado de Valores?, ¿cuáles son las "medidas correctivas establecidas por ley" a las que se hace referencia?, ¿deben la CONASEV y la SAFP investigar y eventualmente sancionar este tipo de prácticas?

Tomando como referencia la noticia y el caso anteriormente mencionados, en el presente artículo argu-

---

* Abogado. Universidad Nacional Mayor de San Marcos. *Master in Laws* (LL.M.). *University of* Chicago.

1 "Especulativo" En: Semana Económica. Número 686. 6 de setiembre de 1999. p. 6.

2 Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV 029-98-EF/94.TA. del 22 de junio de 1998. En: El Peruano. Separata de Normas Legales. Jueves 2 de julio de 1998. p. 161638-161644.

mento que la especulación es socialmente beneficiosa y que no debe ser sancionada. Asimismo, sostengo que no se debe confundir especulación con manipulación, y que esta última sólo debe ser sancionada en determinados supuestos. Por último, argumento que la forma como ha sido regulado en el Perú el tema de la manipulación en el Mercado de Valores no es el más eficiente ni el que brinda mayor seguridad jurídica, y propongo la utilización de un enfoque basado en el uso social del interés privado.

I. ESPECULACIÓN: ¿PREJUICIO O CONFUSIÓN CONCEPTUAL?

Cuando se lee o escucha la palabra "especulación" es común que la primera reacción de muchos sea negativa, que se le considere como una práctica reprobable y que deba ser corregida o incluso sancionada. Como lo demuestra la noticia citada, este tipo de reacción no sólo puede proceder de inversionistas promedio, sino también de inversionistas institucionales que son (o deberían ser) sofisticados, como es el caso de los fondos de pensiones.

La noticia referida es ilustrativa a este respecto. Según ella, una vez que la Peruvian Opportunity Company hizo pública el 5 de agosto de 1999 su OPA, ofreciendo US$ 0.80 (equivalentes a S/. 2.6776 a un tipo de cambio de S/. 3.347 por dólar) cuando la acción había cerrado cotización el día anterior en S/. 2.11 por cada acción de Luz del Sur, la reacción de algunas AFP's fue la de realizar compras de dichas acciones, manifestando que no aceptarían la OPA porque consideraban que el precio ofrecido era muy bajo y que esperarían a que se presentase una oferta competidora o que la Peruvian Opportunity Company elevase su oferta.[3] Esto habría ocasionado que la cotización de la acción se incrementase y que algunas AFP llegasen a pagar hasta S/. 3.30 por acción.

Sin embargo, una vez que trascendió que la Peruvian Opportunity Company había asegurado la compra de la compañía *holding* Ontario Quinta AVV que poseía el 60% de las acciones de Luz del Sur en una transacción calificada como "independiente"- y que le iba permitir controlar Luz del Sur sin importar el resultado de la OPA y a su vez eliminar la posibilidad de una contraoferta- las AFP's se vieron obligadas a vender sus acciones en Luz del Sur hasta en S/. 2.66 por acción, debido a la falta de liquidez que tendrían dichas acciones luego de la OPA.[4]

¿Especularon las AFP? Ciertamente. Apostaron que el precio de la acción subiría como consecuencia de una oferta competidora o de una mayor oferta por parte de la Peruvian Opportunity Company. Creyeron que algo se produciría, pero no ocurrió. En tanto que los que les vendieron acciones de Luz del Sur durante el *rally* alcista se beneficiaron. ¿Por qué se tendría que sancionar ello? Por otro lado, ¿acaso los que especularon (comprando o no comprando) no fueron inversionistas institucionales, que se supone tienen la capacidad y los recursos para evaluar los riesgos y tomar decisiones informadas? No se trata, por tanto, de las "viudas y huérfanos", por utilizar el eufemismo empleado en la casuística y doctrina del Derecho del Mercado de Valores para describir a los que requieren la intervención y protección de los reguladores.

Si esta es la naturaleza de la especulación, ¿por qué la hostilidad hacia ella? Dos posibles explicaciones pueden ser: prejuicio o confusión con el concepto de manipulación o fraude.

Respecto del prejuicio, se ha sostenido que ello podría deberse a ideas religiosas o filosóficas que condenan el lucro, y a la influencia que éstas tuvieron en doctrinas tradicionales del *common law* y del Derecho Romano-Germánico, y que tuvieron como correlato distintas expresiones legales, como por ejemplo las leyes que condenaban la usura.[5]

En cuanto a la confusión con el concepto de manipulación o fraude, ello también ocurre, especialmente si se tiene presente que en los mercados financieros se le considera como la realización de transacciones con la esperanza de obtener beneficios por las variaciones de precios de los valores objeto de dichas transacciones.[6]

Los agentes del mercado o *traders* profesionales también tienen un enfoque positivo respecto de la especulación. En efecto, la consideran como la estrategia de negocia-

---

[3] Como referencia, las AFP pagaron S/. 3.01 por cada acción de Luz del Sur cuando el Estado vendió a través del Programa de Participación Ciudadana acciones que aún tenía en dicha empresa.

[4] *"Rally"* en: Semana Económica. Número 687. 12 de setiembre de 1999. p.10. En esta noticia también se menciona que el precio por acción que la Peruvian Opportunity Company habría pagado al comprar el paquete de acciones de Luz del Sur que poseía Ontario fue de US$ 1 por acción.

[5] STOUT, Lynn A. *"Why the law hates speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives"*. En: Social Science Research Network Electronic Library. Working Paper Series. Abstract. Julio 1998, p.1.

[6] MELÉ Doménech. "Aspectos Eticos de los Mercados de Valores" En: Curso de Bolsa y Mercados Financieros. Editorial Ariel Economía. Mayo 1996. p. 497.

ción de valores que se da en el mediano plazo, distinguiéndola de la que se da en el corto plazo o *trading*, y largo plazo o inversión. No le asignan una connotación negativa. En tal sentido, la especulación no sería otra cosa que tratar de obtener beneficios de la compra y venta de valores como tal. De esta manera, mientras el interés de los inversionistas estaría en aspectos como las ganancias, dividendos, y el incremento del valor de las acciones en las que invierten, el interés de los especuladores estaría en las variaciones de precios de las acciones y en cómo beneficiarse de ello.[7]

Si esto es así, ¿debe la especulación en el Mercado de Valores ser sancionada? Todo lo contrario. Debe ser promovida, ya que además de beneficiar a las personas que la realizan, es socialmente beneficiosa porque: (a) promueve la liquidez en el mercado al hacer que los valores encuentren mayores posibilidades de ser negociados; (b) facilita la transferencia de recursos; (c) permite una mayor distribución de los riesgos al transferir el riesgo de variación de precios; y, (d) permite el rápido ajuste de precios. En este sentido, los especuladores cumplirían el rol de identificar valores sobrevaluados o subvaluados, transmitiendo con sus compras o ventas esta información al mercado.[8]

Lo antes expuesto se puede apreciar claramente en ciertas prácticas que son consideradas usuales y beneficiosas en el mercado, y que además son especulativas. Tal es el caso, por ejemplo, de las ventas en corto o *short sellings*, que consisten en negociar con acciones que han sido "prestadas", obtener un beneficio de ello, y esperar que en el futuro la cotización de la acción baje, para así poder comprarlas para "devolverlas" a un menor precio, beneficiándose con el diferencial o *spread*.[9]

II. LA MANIPULACIÓN: MITOS Y REALIDADES

Entonces, si la especulación en el Mercado de Valores no es una práctica reprobable, y menos aún sancionable, ¿lo es la manipulación, particularmente la manipulación mediante la negociación de valores (*trade-based manipulation*)?[10]

Antes de contestar esta pregunta, cabe formularse otra: ¿se puede manipular mediante la negociación de valores (*trading*)? A pesar de que para muchos la respuesta se da por sobreentendida en el sentido afirmativo, ello no es así, al menos no libre de cuestionamientos. Y plantearla es importante, ya que si se determina que no es posible influir en el precio mediante la negociación, no podría existir la manipulación, ya que no se podría "variar artificialmente" los precios de los valores mediante ella (que como expondré más adelante es el criterio más aceptado para distinguir a la manipulación).

Al respecto, Fischel considera que no existiría necesariamente una relación debido: (a) a que el precio de la acción depende de la elasticidad de la oferta y la demanda; (b) a la hipótesis de sustitución; (c) a los costos de mantener liquidez; y, (d) a la dificultad en identificar una modificación en el precio por el sólo hecho de la negociación.[11]

Asimismo, Fischel sostiene que conceptualmente se debe distinguir entre la manipulación en el caso de transacciones ficticias, que son aquéllas en las que no se produce una efectiva transferencia de propiedad, de aquéllas en las que dicha transferencia sí ocurre. En tal sentido, al igual que Easterbrook, considera con razón que las prácticas que se considerarían como negociación ficticia deben ser tratadas como fraude y no como manipulación.[12]

En razón de ello, Fischel sostiene que si la negociación no tiene efecto en el precio de las acciones, una manipulación exitosa no es posible, señalando evidencia empírica del Mercado de Valores americano que respaldaría esta tesis.[13]

---

7 SPERANDEO Victor & BROWN, T. Sullivan. *"Methods of a Wall Street Master"*. John Wiley & Sons, Inc. 1991, p. 3-4.

8 Ver al respecto: POSNER, Richard A. *"Economic Analysis of Law"*. Little, Brown & Co. 4th Ed. 1992. p. 445.

9 Otro ejemplo de lo beneficioso de la especulación se da en el caso de los derivados financieros. Éstos, a pesar de ser objeto de cierta hostilidad por algunos, han demostrado que al ser usados para hacer cobertura de riesgo (*risk hedging*) promueven la eficiencia económica al distribuir el riesgo e incrementar la precisión de los precios en el mercado. Ver al respecto: MILLER Merton. *Merton Miller on Derivatives*. John Wiley & Sons. 1997, p. 23-24.

10 Si bien se considera que la manipulación en el Mercado de Valores se realizaría principalmente mediante la negociación de valores, ésta también sería posible mediante mecanismos contractuales (*contract-based manipulation*). Tal es el caso, por ejemplo, cuando se realizan acciones para activar mecanismos contractuales que otorgan beneficios, como podría ser el otorgamiento de un bono si las acciones de una empresa superan cierta cotización en una fecha determinada.

11 FISCHEL, Daniel R. & ROSS, David J. *"Should the law prohibit "manipulation" in financial markets"*. En: Harvard Law Review. Número 105, diciembre 1991, p. 503.

12 Fischel & Ross, Op. cit., p. 517.

13 Fischel & Ross, Op. cit., p. 514, 517. Sin embargo, admiten que el *block trading*, los diferenciales entre la oferta y la demanda (*bid-ask spread*), y la secuencia aleatoria por la que llegarían las ordenes de compraventa al mercado originarían movimientos en la cotización de los valores. Fischel & Ross, Op. Cit., pp. 515-516.

A diferencia de Fischel, Thel considera que la manipulación puede influir el precio mediante la negociación y que se puede obtener un beneficio haciéndolo[14], ello debido fundamentalmente a que: (a) los participantes no valoran de la misma manera una acción (*disparate valuation*); (b) puede que no existan contrapartes en la negociación cuando ésta se efectúa (*offsetting trading interest*); y (c) la negociación conlleva información del valor de la acción.[15]

Al respecto, somos de la opinión que la manipulación mediante la negociación de valores ocurre más fácilmente en aquellos mercados con un reducido nivel de profundidad y liquidez, en los que no se cumple la hipótesis del mercado eficiente, y en donde las reglas no logran reproducir las características de dicho mercado; mientras que su ocurrencia es mucho más difícil en aquellos mercados desarrollados, tal como lo demuestran los argumentos, y la evidencia, señalados por Fischel.

Admitida la posibilidad de que pueda darse la manipulación mediante la negociación de valores por las razones señaladas, lo siguiente a determinar son las condiciones que configurarían dicha manipulación.

Al respecto, la manipulación mediante la negociación presupondría la existencia de dos condiciones: (a) que la negociación se haga con la intención de mover el precio de la acción en cierta dirección; (b) que salvo por dicha negociación, no exista otra razón para la variación del precio y la obtención del beneficio económico.

Lo anterior nos lleva al tema de la intención como elemento constitutivo de la manipulación mediante la negociación, y de la conveniencia de regular (y sancionar) basada en su existencia.

Sobre el particular, es interesante considerar la forma como ha sido tratado este tema en el Mercado de Valores americano, que es el más desarrollado y en el que fue objeto de mayor atención tanto a nivel administrativo y judicial, como académico.

En efecto, si bien desde el año 1934 la *Securities and Exchange Act* contiene una prohibición general de "realizar, en forma individual o conjunta, transacciones con valores mobiliarios ... que creasen una real o aparente negociación de dichos valores o que aumentase o disminuyese la cotización de dichos valores con el propósito de inducir su compra o venta por terceros"[16], fue recién en 1976 que la Corte Suprema de los Estados Unidos se pronunció al respecto, considerándola como una conducta intencional realizada para engañar a los inversionistas afectando el precio de los valores mobiliarios[17]. Luego la consideró como un concepto general para referirse a una serie de prácticas realizadas con la intención de engañar a los inversionistas al influir artificialmente en el mercado.[18] Posteriormente, en el contexto de una adquisición, la misma Corte limitó su ámbito de aplicación, al señalar que permitir que los jueces puedan interpretar el concepto de manipulación por lo que ellos puedan considerar como una conducta "inequitativa" o "artificial" introduciría incertidumbre, lo que sería contradictorio con el propósito de dar información completa a los inversionistas. Por ello, estableció que debía existir un elemento objetivo de engaño (*deception*).[19]

A inicios de los años noventa, en el contexto de fusiones y adquisiciones, especialmente en aquellas realizadas mediante financiamiento apalancado (*leveraged buy-outs*) y bonos basura (*junk bonds*), y como consecuencia de una serie de casos que fueron resueltos por la Comisión de Valores y por los tribunales americanos en una forma que ha sido considerada por muchos como controvertida[20], por decir lo menos, se planteó nuevamente el tema de la manipulación mediante la negociación, así como la validez de las principales aproximaciones que se habían hecho sobre ella: (a) interferencia con la oferta y demanda; (b) inducir a otros a negociar; (c) creación de precios artificiales; y, (d) intención de manipular de quien negocia como criterio distintivo.

El primer enfoque, interferencia con la oferta y demanda, padece de un problema de circularidad, ya que no define que es "interferencia" y porque presu-

[14] THEL, Steve. *"US$ 850,000 in six minutes: the mechanics of securities manipulation"*. En: Cornell Law Review. Número 79. Enero 1994. p. 225.
[15] THEL, Op. Cit., p. 127.
[16] Securities and Exchange Act of 1934. Section 9(a)(2).
[17] Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185,189 (1976). Citado En: *"Significant Case Law Developments in Securities Law for the last twelve months"* En: Postgraduate Course in Federal Securities Law. American Law Institute-American Bar Association. Study Materials. Vol I, 1998, p.5.
[18] Schhereiber v. Burlington Northern Inc. 472 U.S. 1 (1985). Citado En: James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langewoort. *Securities Regulation. Little, Brown and Co.*, 1991, p. 695.
[19] Cox, Hillman, & Langewoort. Op. cit., pp. 981-985.
[20] Ver al respecto: FISCHEL, Daniel. Payback. *Harper Collins Publishers., Inc.* 1995, p. 82.

pone que unas operaciones son "legítimas" y otras no, olvidando que las operaciones como tales son neutras. Esta situación lleva al tema de la intención como criterio distintivo entre una operación "legítima" o no, y la conveniencia o no de una regulación basada en ella, lo que trataré más adelante.

En cuanto al segundo enfoque, inducir a otros a negociar, no considera que pueden haber transacciones que incentivan a otros a negociar, y que dichas negociaciones pueden ser beneficiosas para ambas partes. Además, inducir sería beneficioso en el sentido que cumple una función informativa (*signalling device*). Tal es el caso, por ejemplo, de las recompras de acciones, modificaciones en la estructura de capital o política de dividendos de una empresa, las cuales revelan información respecto del valor o riesgo de una acción. Todos estos hechos "inducen" a negociar y, por lo tanto, no tendrían por qué ser perjudiciales.

En cuanto al tercer enfoque, crear precios artificiales, es el que goza de mayor aceptación, porque dichos "precios artificiales" generarían información distorsionada para el mercado, lo que sería socialmente indeseable. Sin embargo, aceptar este enfoque requiere estar en la capacidad de distinguir un precio artificial de uno que no lo es.[21]

El cuarto enfoque, intención de manipular de quien negocia, sostiene que ya que no se puede distinguir una operación de otra, y la negociación en sí no es reprobable, siendo el criterio para sancionar la manipulación sólo la intención de quien negocia.

Al respecto, sostengo que sancionar la manipulación en la negociación de valores sobre la base de la intención no es eficiente debido a que es difícil identificar la manipulación basada en la intención.

Otro problema de la teoría de la intención de manipular es que no existe una única- o menos aún consensosobre lo que sería una conducta impropia de la cual se pueda inferir intención "ilegal".

Es importante tener presente que el tema de la intención nos lleva al terreno subjetivo, a lo que estaba en la mente del inversionista o *trader* al momento de negociar. ¿Significa ello que si se logra demostrar que se negocia con propósito de inversión, no importa el tipo de acciones que se haga? [22]

Por otro lado, no debemos olvidar que existen prácticas que se hacen con la "intención" de manipular y que son aceptadas por el mercado que las considera socialmente beneficiosas, y permitidas por las regulaciones[23]. Tal es el caso, por ejemplo, de la llamada "estabilización de precios" o "protección" del precio de un valor en una oferta pública primaria, en el que a través de compras se busca evitar la disminución de la cotización de dicho valor por debajo del precio de colocación. De esta manera, la estabilización de precios se caracteriza porque solamente puede haber un solo precio de estabilización en un mismo momento en un mercado, y usualmente es el último precio de venta de la acción. Además, porque es ilegal estabilizar un precio a un precio mayor del precio de colocación, y porque siempre se debe revelar si se piensa realizar una estabilización.[24]

Sin embargo, lo anterior no modifica el hecho que estas compras son "artificiales" y, de acuerdo a los conceptos expuestos, manipulativas. Empero, son consideradas beneficiosas, ya que favorecerían la exitosa colocación de los valores y también su liquidez.[25]

En razón de lo expuesto, a diferencia de la especulación respecto de la cual sostengo que no debe ser sancionada, considero que la manipulación sí debe serlo cuando exista evidencia objetiva de la relación entre la negociación y la realización de prácticas ilegales que perjudican al mercado, y que no debe ser regulada ni sancionada sobre la base de la intención de quien negocia.

---

[21] Al respecto, algunos consideran que se está ante un "precio artificial" cuando se negocia con el solo propósito de producir una variación en el precio de una acción. Sin embargo, ello no necesariamente es perjudicial, porque, por ejemplo, cuando uno realiza una recompra de acciones se podría estar señalando que el valor de una acción esta subvaluado.
Otros consideran que existiría un "precio artificial" cuando se negocia para llevar el valor de una acción a un precio distinto del "correcto". El nivel "correcto" sería el que refleja una tendencia estable y promedio de la oferta y la demanda de esa acción en un período determinado (lo que también habría que determinar); lo que llevaría a considerar que la manipulación sería aquella operación que aleja el precio de una acción de la tendencia que refleja las condiciones promedio existentes en el mercado (general y de dicha acción en particular).

[22] Thel sostine que a veces es posible obtener evidencia de ello a través de declaraciones o explicaciones que hacen quienes negocian. THEL, Op. cit., p. 252.

[23] En los Estados Unidos se encuentra permitida por la *Rule* 10b-7, en tanto que en el Perú por el artículo 194(f) de la Ley del Mercado de Valores.

[24] Cox, Hillman & Langewoort. Op. Cit., p. 326.

[25] Sin embargo, también podría ser vista como una regulación que sólo favorece el trabajo de los colocadores y aseguradores de emisiones, y que no tendría un efecto práctico porque si se conoce que se va a realizar una estabilización, ello sería descontado por los inversionistas cuando paguen por el precio de los valores objeto de la misma.

III. UN CASO PARA RECORDAR (U ¿OLVIDAR?): EL CASO INVESTA *ET AL*

Hechas las precisiones anteriores respecto de las características de la manipulación y la forma como ha venido siendo conceptualizada, a continuación voy a exponer brevemente la forma como fue resuelto el primer (y hasta ahora único) caso sancionado de manipulación de valores en el Perú, para así determinar el enfoque, normas y argumentos utilizados.

Tal como señalé en la introducción del presente artículo, el 22 de junio de 1998 el Tribunal Administrativo de CONASEV sancionó a una sociedad agente de bolsa (Investa SAB), una AFP (Profuturo AFP), una compañía de seguros (La Positiva), y a otras tres empresas (Transacciones Plurales S.A., Lexington Financing Company y Aval Acciones y Valores S.A.) por supuestamente haber manipulado el precio de las acciones de Ferreyros S.A. y de Fosforera Nacional S.A.[26]

Respecto de las acciones de Ferreyros, de acuerdo a la resolución de Tribunal Administrativo de CONASEV, al inicio de la rueda de bolsa de la Bolsa de Valores de Lima del 11 de abril de 1997, se realizaron 9 operaciones de compraventa de acciones de la mencionada empresa, que habrían ocasionado que disminuyera el valor de dicha acción de S/. 2.55, que fue la cotización que tuvo a la apertura de la sesión, a S/. 2.39, lo que significó una reducción del 6.27%.

Para sustentar que estas 9 operaciones formaron parte de un esquema supuestamente destinado a manipular el precio de la acción, la CONASEV señaló que: (a) las primeras ocho operaciones se habían realizado por cantidades similares suficientes para establecer cotización; (b) que los precios habían sido sucesivamente inferiores; (c) en las ocho primeras operaciones el comprador y el vendedor fueron los mismos (Profuturo AFP y Transacciones Plurales S.A., respectivamente), mientras que en la última operación en la que se transó la mayoría de las acciones (2'198,578) los comitentes vendedores fueron Transacciones Plurales S.A. y La Positiva; (d) la cantidad de acciones inicialmente registrada por Investa SAB fue la misma cantidad adquirida por Profuturo AFP, lo que demostraría que hubo concertación por la coincidencia de órdenes, y por la forma de manejo de las cantidades y precios[27]; y, (e) existía vinculación entre Investa SAB, La Positiva, Profuturo AFP y Transacciones Plurales S.A., según lo establecido en el Reglamento de Vinculación y Grupo Económico de CONASEV.

El argumento dado por la CONASEV fue que: "las fluctuaciones en el precio no correspondían a las condiciones del mercado". En tal sentido, sostuvo que se habría producido una variación artificial de precio, concertación pasiva y manejo de órdenes, por lo que las empresas sancionadas habrían infringido los artículos 12(a) y 177(a) de la Ley de Mercado de Valores (LMV) y que se les debían aplicar las sanciones establecidas en la Segunda Disposición Final del Reglamento de Sanciones.[28]

En su defensa, las compañías sancionadas argumentaron que: (a) se produjo una real transferencia de valores y fondos; (b) las transacciones se hicieron a precio de mercado; (c) las transacciones se hicieron a un precio similar al de la colocación de acciones que fue hecha por Ferreyros poco antes de las operaciones cuestionadas; (d) debido al principio de reserva de identidad no les habría sido posible conocer la identidad de sus contrapartes, con lo cual no habría sido posible la supuesta concertación; (e) el precio de la negociación fue similar a la cotización de otros valores semejantes; (f) no existió observación por parte del Director de rueda de la Bolsa de Valores de Lima; (g) Investa SAB no habría podido negarse a ejecutar una transacción de manera injustificada por tratarse de una comisión mercantil y por lo dispuesto en el artículo 176 de la LMV, que señala que, salvo que se

[26] Las sanciones impuestas fueron suspensión por treinta días hábiles de la autorización de funcionamiento a Investa SAB; multa de 100 Unidades Impositivas Tributarias (UIT) vigentes al mes anterior de la comisión de la supuesta infracción, equivalentes a S/. 240,000 Nuevos Soles, a Profuturo AFP y La Positiva, respectivamente; y multa a Transacciones Plurales S.A., Lexington Financing Company y Acciones y Valores S.A. de 50 UIT vigentes al mes anterior a la comisión de la supuesta infracción, equivalentes a S/. 120,000 para el caso de Transacciones Plurales S.A. y de S/. 110,000 en los casos de Lexington Financing Company y Acciones y Valores S.A. o, respecto de estas tres empresas, el 10% de sus ingresos totales anuales.

[27] Durante la investigación realizada, CONASEV determinó que las órdenes fueron inicialmente entregadas a Investa SAB, pero que ésta luego las corrigió. En tal sentido, la teoría de CONASEV fue que Investa SAB conocía el monto a ser transado, y que como era vinculada corrigió las órdenes.

[28] El artículo 12(a) de la Ley del Mercado de Valores (LMV) dispone que: "Esta prohibido todo acto, omisión, práctica o conducta que atente contra la integridad o transparencia del mercado. En este marco se encuentra prohibido: (a) Efectuar transacciones ficticias respecto de cualquier valor, sea que las operaciones se lleven a cabo en mecanismos centralizados o a través de negociaciones privadas, así como efectuar transacciones con valores con el objeto de hacer variar artificialmente los precios, sin perjuicio de lo establecido en el inciso f) del Artículo 194 (...)"
De otro lado, el artículo 177(a) de la LMV establece que: "Los agentes de intermediación están prohibidos de: (a) Propiciar, en beneficio propio o de terceros, una evolución artificial de las cotizaciones; (...)".

trate de prácticas prohibidas por ley, los agentes de intermediación están obligados a ejecutar por cuenta de sus clientes las órdenes que de ellos reciban para la negociación de valores; (h) CONASEV distingue donde la ley no distingue, ya que debía respetar el principio de integridad del mercado en el sentido que si un precio era "válido" para la colocación efectuada por Ferreyros, por qué no podía ser considerado válido respecto del caso en cuestión; (j) CONASEV estaba aplicando retroactivamente las disposiciones del Reglamento de Vinculación y Grupo Económico de CONASEV a los hechos del caso, ya que éstos se habían producido antes de su entrada en vigencia; (k) el Tribunal Administrativo de CONASEV no tiene facultades para sancionar, ya que eso sólo le compete a su Directorio; e, (l) no existió un real principio de doble instancia.

En el caso de las acciones de Fosforera Nacional S.A., CONASEV argumentó que: (a) existió un comportamiento irregular de las acciones entre los meses de noviembre de 1996 y enero de 1997; (b) todas las operaciones fueron cruzadas; (c) en todas participó Investa SAB; (d) el monto de cada orden fue en promedio el mismo (S/. 2,500); (e) las operaciones fueron ordenadas por los mismos comitentes; (f) los precios fueron siempre a la baja; (g) las órdenes fueron por iguales cantidades; y, (h) las órdenes fueron por cantidades mínimas necesarias para marcar cotización.

En su defensa, las empresas sancionadas argumentaron que: (a) la acción de Fosforera Nacional no era una acción líquida; (b) dicha acción podía sufrir variaciones con escasas operaciones; (c) la variación no ha causado perjuicios a terceros; (d) la variación no ha enviado señales equívocas al mercado, ya que no existieron reacciones posteriores; (e) las transacciones fueron mínimas y no propiciaron ninguna actividad como consecuencia de ellas; (f) no existió vinculación; (g) Investa estaba obligada a cumplir con la comisión mercantil; y, (h) no conocían de variación artificial ni de operaciones simuladas.

Sin embargo, CONASEV sostuvo respecto del tema de vinculación que ésta "no es necesaria para tipificar la falta señalada en el artículo 12(a), sino que es un elemento de juicio adicional".

En cuanto a la existencia de perjuicios, CONASEV sostuvo que sí hubo perjuicio para los accionistas, porque las transacciones redujeron el valor de la acción. Además, señaló que argumentar que no hubo afectados sería un reconocimiento tácito de que hubieron variaciones y, por lo tanto, manipulación.

Asimismo, CONASEV sostuvo que hubo un efecto en el mercado porque: (a) afecta la tenencia de todos los titulares de la acción; (b) afecta el costo de oportunidad de los participantes en el mercado; (c) desvirtúa la principal función de un mecanismo centralizado de negociación -en este caso la rueda de bolsa- que es reflejar la valorización que el mercado en su conjunto tiene de los valores en un momento dado. Sin embargo, a pesar de no haber cuantificado dicho perjuicio, consideró que los hechos ocurridos constituían una falta muy grave.[29]

Luego de ser sancionadas, las empresas involucradas decidieron impugnar la legalidad de la resolución sobre la base de argumentos de carácter procesal (aplicación retroactiva del Reglamento de Vinculación y Grupo Económico y falta de competencia del Tribunal Administrativo para sancionar).[30]

IV. LA REGULACIÓN DE LA MANIPULACIÓN DE VALORES EN EL PERÚ

La Ley del Mercado de Valores contiene tres disposiciones que se refieren a la manipulación. La primera es el artículo 12 que contiene una prohibición general contra todos aquellos actos que afecten la transparencia o integridad del Mercado de Valores. Seguidamente, este mismo artículo tiene tres incisos que prohíben: (a) efectuar transacciones con el objeto de variar artificialmente los precios; (b) efectuar transacciones ficticias, sea porque no existe una real transferencia o porque es efectuada a precios evidentemente distintos a los de mercado; y, (c) efectuar transacciones o inducir la compraventa de valores mediante prácticas o mecanismos engañosos o fraudulentos.

La segunda disposición, es la del artículo 177 que prohibe propiciar, en beneficio propio o de terceros, la variación artificial de las cotizaciones de los valores. Por último, está el artículo 195(h) que prohibe llamar a engaño sobre la liquidez de un valor.

Como se puede apreciar, respecto de la manipulación se prohiben dos tipos de prácticas: (a) las transacciones *ficticias, considerando como tales a aquellas en* las que: (i) no hay real transferencia de propiedad, o (ii) los precios son evidentemente distintos a los del

[29] Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV. Op. cit., p. 161642.

[30] A la fecha de redacción del presente artículo aún se encontraba pendiente de resolución judicial la apelación interpuesta por las empresas sancionadas.

mercado; y (b) aquéllas que tienen por objeto variar artificialmente los precios.

En conclusión, la regulación local también se basa en la intención (al prohibir las transacciones que se realicen con el objeto de ...), y en el criterio de la variación artificial de precios.

V. EL ROL DE LA REGULACIÓN Y LOS REGULADORES: HACIA EL USO PÚBLICO DEL INTERÉS PRIVADO

Como principio general, considero que determinar si la ley debe prohibir cierto tipo de prácticas o conductas siempre debe hacerse teniendo en cuenta los costos y beneficios de la prohibición *versus* la no prohibición. Y luego, en caso se determine que esa conducta no es socialmente beneficiosa, uno se debe preguntar si la conducta que se busca regular ocurriría si no existiese la prohibición. Sólo si se responde afirmativamente a esta pregunta es que se debe regular.

Lo anterior es de aplicación en el caso de la manipulación mediante la negociación de valores, debido a que por un lado, los costos de monitoreo son muy altos, ya que es una práctica difícil de identificar, y porque la investigación o sanción errónea podría desincentivar operaciones que pueden ser socialmente beneficiosas. De esta manera se hará uso público del interés privado.

En el presente artículo, he sostenido que la ley no debe sancionar las intenciones o pensamientos, sino la conducta objetiva que cause un perjuicio ilegal, sea a un tercero o a la sociedad en su conjunto. Por otro lado, como estas prácticas se pueden dar en función de las características de cada mercado y su regulación, la determinación de la manipulación siempre tendrá que ser caso por caso.

Ahora bien, ¿se debe regular la manipulación mediante una prohibición genérica o mediante la prohibición de ciertas prácticas específicas? Por un lado, se puede argumentar que si se limita la definición de manipulación a una serie de prácticas enunciadas taxativamente, se legitimarían las conductas que caen fuera de las prácticas identificadas como manipulaciones, además de la siempre existente opinión en el sentido que la incertidumbre legal beneficia a los reguladores. Pero no se debe olvidar que las definiciones pueden dar certidumbre a los participantes en el mercado para planificar sus acciones. Y si existiese mayor certeza, se daría un mayor cumplimiento de las normas.

De otro lado, considero que la regulación de estas prácticas debe estar a cargo de un solo regulador. Por tratarse de prácticas con valores mobiliarios, y que ocurren en el Mercado de Valores, considero que debe ser CONASEV quien tenga competencia administrativa exclusiva al respecto. Ello permitiría uniformidad administrativa y jurisprudencial, así como la especialización del personal de dicho ente regulador, lo que a su vez permitiría una mayor seguridad jurídica para el mercado y los que participan en él.

Quiero concluir señalando que sin duda la manipulación mediante la negociación de valores es un tema controvertido (¿qué tema relevante en derecho no lo es?), y el desarrollo del mercado y de nuevas técnicas de negociación –como la negociación directa a través de Internet–, hace que siempre las aproximaciones al mismo estén sujetas a revisión y discusión.

Sin embargo, lo que siempre se debe tener presente son las características del mercado que queremos regular, la idea de regulación -o desregulación- que queremos aplicar, y tener claros los conceptos, de lo contrario se puede interpretar y aplicar el marco normativo sin fundamentos. O se puede caer en confusiones conceptuales que luego pueden llevar a aceptar ciertos intentos de regular, o peor aún, sancionar, prácticas que son totalmente válidas y socialmente beneficiosas.

LAS RELACIONES JURÍDICAS OPONIBLES A PROPÓSITO DE LA PROPIEDAD EN EL MERCADO DE VALORES

Martín Mejorada C.*

Las razones por las que algunos derechos patrimoniales otorgan a sus titulares facultades de persecución y preferencia, se encuentran en la naturaleza de los objetos involucrados en las relaciones jurídicas y en la forma como el sistema permite que surjan titularidades sobre ellos. Así, existen objetos que al ser incorporados de cierta forma en las relaciones jurídicas sólo pueden generar derechos de existencia y ejercicio exclusivos. Esta situación se presenta únicamente cuando el objeto de derecho tiene contenido específico y respecto de él se ha atribuido un derecho actual, inmediato y directo, es decir cuando se trata de lo que jurídicamente conocemos como "bien", que tiene como característica ser oponible erga omnes y como tal, estar enmarcado dentro de los derechos reales.

En el presente artículo, el autor propone, a partir del concepto de bien y de la exclusividad como nota característica que lo distingue, una nueva alternativa respecto de la naturaleza jurídica de los títulos valores como valores mobiliarios, así como de la transferencia de propiedad en el Mercado de Valores.

I. LAS RELACIONES JURÍDICAS OPONIBLES. A MANERA DE INTRODUCCIÓN

La característica más relevante de los llamados derechos reales es la oponibilidad *erga omnes*. De ella nos ocuparemos en las siguientes líneas como presentación del tema que es materia de investigación[1]. No es tarea sencilla definir el alcance de esta característica ni su fundamento, pues los textos de doctrina parecen nunca haber profundizado lo suficiente en el análisis sobre las razones teóricas o prácticas que dan contenido a la característica anotada.

En los textos sobre derechos reales encontramos la referencia a la oponibilidad *erga omnes* como un elemento que diferencia a estos derechos de los llamados derechos personales o de crédito, donde supuestamente no se presenta tal condición. Como señala Castan Tobeñas siguiendo a Barassi, los elementos de los derechos reales son dos: i) el poder del sujeto sobre la cosa, que le permite recabar por si solo de ella sus utilidades, correspondiéndole por consiguiente un poder autónomo; y ii) la relación del sujeto con los terceros, es decir, el deber que tienen éstos de no invadir la relación autónoma directa entre el sujeto y la cosa. Dice Castan que el primero es el elemento interno, el contenido económico del derecho real y que el segundo es el elemento externo o formal, la garantía jurídica de aquel contenido económico[2].

---

* Profesor de Derecho Civil de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

1 Esta presentación se ha extraído en parte de un trabajo que el autor ha publicado recientemente. Al respecto véase: MEJORADA CHAUCA, Martín. "Fundamento de la Publicidad en la Adquisición de Propiedad Romana". En: CATHEDRA Espíritu del Derecho 5. Palestra Editores. Lima, 1999. p.28.

2 CASTAN TOBEÑAS, José. "Derecho Civil Español Común y Foral". Tomo II (Derecho de Cosas). Volumen I. Décima Edición revisada y ampliada. Instituto Editorial Reus. Madrid, 1964. p. 22.

Tradicionalmente, se ha sostenido que existen diferencias entre los llamados derechos personales y los derechos reales. Explican Planiol y Ripert que los derechos de crédito no existen más que contra una sola persona o, si hay varios deudores, éstos siempre son limitativamente determinados. En cambio, los derechos reales pueden invocarse contra todos pues implican la existencia de una obligación para todos, de ahí surgen las facultades de persecución y preferencia. El crédito es un derecho relativo mientras que el derecho real es absoluto[3].

En este marco es necesario responder algunas cuestiones fundamentales, a saber: ¿porqué algunos derechos patrimoniales otorgan a sus titulares las facultades de persecución y preferencia con relación al objeto del derecho, y otros no?, ¿qué ocurre en las relaciones patrimoniales para que, algunas veces, las titularidades sean eficaces frente a todos y otras sólo entre las partes que les dieron origen?, ¿cuál es la justificación de semejantes diferencias? Creemos que la razón es lógica y práctica, aunque escasas veces haya sido expresada.

La razón se encuentra en la naturaleza de los objetos involucrados en las relaciones jurídicas, y en la forma como el sistema permite que surjan titularidades sobre ellos. Existen objetos que al ser incorporados de cierta forma en las relaciones jurídicas, sólo pueden generar derechos de existencia y ejercicio exclusivos, pues de lo contrario, el interés de los titulares y del mercado en general corría el peligro de frustrarse y con ello todo el sistema entraría en caos.

Esta situación se presenta sólo cuando el objeto del derecho tiene contenido específico y respecto de él se ha atribuido un derecho actual, inmediato y directo. Objeto de contenido específico se refiere a todo contenido de derecho plenamente determinado, de modo que el objeto se considera único aunque existan otros de la misma especie, cantidad y calidad. La atribución de un derecho actual significa que el objeto ha sido incorporado en la esfera patrimonial del sujeto, no como expectativa sino como una realidad presente y exigible. Cuando el objeto tiene estas características podríamos decir que estamos frente a un "bien"[4]

Este alcance evidencia nuestro interés por definir a los "bienes" en términos relativos o en función a la relación en la que están involucrados. Consideramos que no es posible definir a los "bienes" *per se*. Sólo son "bienes" las cosas que se encuentran comprendidas en una relación (algunos dirán, situación jurídica) de cierta manera. En este sentido, prescindimos para la calificación de "bien" de su carácter material o inmaterial. Es el modo como se involucra como objeto de ciertas titularidades lo que le da esa condición. Comprobemos estas afirmaciones con ejemplos.

Si Pedro es propietario del predio X (objeto plenamente especificado), en la medida que este derecho confiere todas las facultades sobre el bien (exclusividad), nadie más puede ser propietario sobre dicho predio al mismo tiempo que Pedro, a menos que éste haya consentido en ello, lo contrario sería una locura, un absurdo. Esta es una primera constatación de la realidad.

Un sistema civilizado no permitiría que sobre el mismo bien existan dos o más titulares con las mismas prerrogativas. En este sentido, una vez que se encuentra identificado el titular de un derecho que recae sobre estos objetos, el sistema debe proporcionar a su titular facultades de persecución y preferencia para asegurar su condición, haciendo que la titularidad sea eficaz respecto de todos y no sólo respecto de quien la transmitió. Estos son los derechos que tradicionalmente se conocen como derechos reales (la propiedad, uno de ellos) y la característica anotada se conoce como oponibilidad[5].

La relación que describimos es distinta de aquéllas en las que el derecho recae sobre una generalidad, o donde la titularidad es sólo potencial. Es el caso de quienes tienen derecho a que se les preste un servicio no exclusivo, o se les entregue un objeto expresado únicamente por su especie, número y calidad, o cuando el derecho se encuentra sujeto a alguna condición o está mediatizado por el pacto o la ley. En estos supuestos, la naturaleza de la prestación de hacer no exclusiva, la generalidad del objeto involucrado o su carácter sólo potencial, determinan que la titularidad que surge no requiera oponibilidad en términos absolutos, pues debido, precisamente, a la prestación de hacer no exclusiva, por la generalidad

[3] PLANIOL, Marcelo y RIPERT, Jorge. "Tratado Práctico de Derecho Civil Francés". Tomo III (Los Bienes). Cultural S.A. Habana, 1940. p. 48.

[4] Existen por supuesto muchas nociones acerca de lo que debe entenderse por "bien", sin embargo aquí proponemos que tal concepto se reserve para los objetos de derecho respecto de las cuales existen las condiciones de especificidad y actualidad antes referidas. Al respecto puede verse: BIONDI, Biondo. "Los Bienes". Bosch, Casa Editorial. Barcelona, 1961. p. 33

[5] Si bien ésta es la justificación para la existencia de derechos oponibles, la condición de los objetos de derechos y las titularidades que recaen sobre ellos no se agota en la esfera de los llamados derechos reales, sino que se extiende a todo derecho lícito creado en el ámbito de la autonomía de la voluntad, que al estar referido a objetos de contenido específico igualmente requieren que no se multipliquen las titularidades inadvertidamente.

o la potencialidad, podrían coexistir varios titulares con idénticos derechos sobre objetos también idénticos en su generalidad. Por ejemplo, Juan puede tener derecho a que Pedro le entregue 10 lapiceros azules y Roberto tener el mismo derecho, sin que ninguno de los dos titulares vea amenazado su interés. Es cierto que la identidad no es absoluta pues cada titular da lugar a una relación jurídica diferente, e incluso se podría sostener que el objeto nunca es el mismo aunque se expresen de la misma forma. Sin embargo, es innegable que tal nivel de identidad es imposible en las relaciones donde el objeto se encuentra especificado a favor de un titular. Si Juan ya es propietario de los lapiceros azules o sin serlo aún, su derecho exclusivo ha identificado el objeto cierto, entonces nadie más debería tener derechos sobre dichos bienes[6].

Lo mismo puede ocurrir con los servicios o los comportamientos comprometidos de modo exclusivo frente a un acreedor. Lo que ocurre es que, tratándose de éstos, no es usual la exclusividad, pero cuando ella es parte de la relación los efectos a los que nos hemos referido son los mismos y, por tanto, también se les debería considerar "bienes".

Ahora bien, un derecho con objeto expresado sólo en su generalidad, no le permite a su titular (no es necesario) ejercer persecución o preferencia alguna por la propia naturaleza del objeto. Empero, ese mismo derecho al ser involucrado en otra relación jurídica (cesión de derechos, prenda o usufructo de créditos, por ejemplo) se convierte en un objeto nuevo, esta vez de contenido específico respecto del titular que se ha sucedido (cesionario, acreedor prendario o usufructuario, por ejemplo).

Cuando el objeto del derecho es centro de imputación de titularidades exclusivas podemos hablar de "bienes". Por ello, esta presentación sirve para identificar el concepto de "bien" que luego, a su vez, explicará una de las características más importantes del derecho de propiedad, que es la de ser oponible *erga omnes*, y servirá para abrir un panorama nuevo en la identificación de aquéllo que es objeto de relaciones oponibles.

En este escenario, el contenido de las relaciones oponibles prescinde del modelo económico al cual asiste como parte del sistema jurídico. Se suele escuchar que la economía de mercado tiene como característica y exigencia del modelo la existencia de derechos oponibles, a diferencia de otros modelos económicos que propugnan lo contrario. Con el planteamiento que hacemos se demuestra que semejante afirmación es falsa, pues la oponibilidad es una exigencia de la naturaleza de los objetos involucrados y no del modelo económico. La oponibilidad es una cuestión de orden lógico, no de modelos económicos. En todo caso si algo tiene que ver con éstos, es su inevitable presencia en cualquier modelo.

Los títulos del Mercado de Valores ofrecen una peculiaridad tal que constituyen el escenario perfecto para ejercitar las consideraciones antes expuestas. En efecto, los títulos del referido mercado tienen una doble faz. De un lado, constituyen obligaciones con objetos de contenido genérico (relaciones patrimoniales entre un accionista o acreedor y la sociedad emisora), y por el otro, se involucran en operaciones que en algunas ocasiones dan lugar a titularidades exclusivas con identificación de objeto.

Insistamos en el caso de Juan aplicando esta vez bienes del Mercado de Valores. Juan tiene derecho a que se le entreguen 100 acciones tipo B de Telefónica del Perú. Si bien el derecho de Juan está referido a cosas materiales, éstas están expresadas como generalidad, por lo que su derecho no recae directamente sobre ellas. Si la entrega debe efectuarla Pedro, éste podría haber comprometido el mismo objeto así expresado con otros 100 interesados, sin que ello signifique una amenaza para el derecho de ninguno de los acreedores, pues ninguno tiene un derecho que identifique los bienes comprendidos. En estos casos los objetos involucrados no son "bienes", sino comportamientos, y los titulares no necesitan contar con las facultades de persecución y preferencia. Las relaciones, por supuesto, no necesitan ser oponibles.

La exclusividad es la nota característica de las relaciones jurídicas que involucran objetos de contenido específico, y es a partir de la misma que se puede establecer una diferencia fundamental con los derechos llamados de crédito donde tal condición no está presente normalmente[7]. La exclusividad es también

[6] Bajo el esquema de los derechos reales, la oponibilidad se refiere a situaciones en las cuales el titular ya ha adquirido el derecho real. Antes, aunque el objeto se encuentre especificado y sobre él exista cierto derecho, no existe oponibilidad. Sin embargo, pese a esta concepción que tiene que ver con el número cerrado de derechos reales, en nuestro sistema legal se alcanza oponibilidad efectiva de objetos especificados aun sin que medie el conocimiento efectivo de un derecho real, cuando el derecho se inscribe en los Registros Públicos.

[7] La exclusividad, además de ser una exigencia lógica de ciertos objetos de relación jurídica, puede provenir del pacto y en tal sentido estar presente incluso en relaciones jurídicas donde el objeto de la prestación es genérico o constituye un hacer o un no hacer. En estos casos resulta igualmente necesaria la oponibilidad, sin embargo el sistema no se preocupa de ellos y deja a las partes la responsabilidad de salvaguardar sus titularidades de otras pretensiones sobre el mismo objeto que amenacen la exclusividad.

una exigencia de la realidad, pues sólo así se logra que los derechos funcionen pacíficamente. Si Juan es propietario de 100 acciones tipo B de Telefónica del Perú identificadas con cierta numeración, es obvio que no debería existir otro propietario sobre el mismo grupo de bienes, porque los dos no podrían ejercer, simultáneamente, los poderes inherentes a la propiedad.

Desde el punto de vista técnico, una vez que existe un titular de la propiedad sobre un objeto de contenido específico ya no puede existir otro propietario al mismo tiempo. El sistema otorga al titular, al único posible, las atribuciones de persecución y preferencia para hacer valer su condición frente a los que se atribuyen o pretenden la misma titularidad. Ésta es la respuesta del sistema legal para cautelar el derecho de los titulares de bienes (lo que interesa al titular).

En el ámbito del sistema económico (lo que interesa a toda la sociedad), lo característico de la distinción que desarrollamos no es la persecutoriedad y la preferencia, sino la oponibilidad. La oponibilidad es una herramienta que interesa a la Sociedad. Es un elemento necesario para lograr que los derechos que recaen sobre objetos de contenido específico se ejecuten adecuadamente, sin conflictos, sin concurrencia de varios sujetos que pretenden ser titulares del mismo objeto. Así pues, oponibilidad, oponibilidad *erga omnes* como se dice, debe aludir al conjunto de mecanismos que el sistema utiliza para lograr tales propósitos, no en beneficio de un titular en particular sino a favor del sistema en su conjunto.

Como adelantamos antes, es normal que se atribuya el rigor de la oponibilidad a las exigencias de la economía de mercado, sin embargo, en realidad se trata de una exigencia mínima de orden, presente por obvias razones en todo sistema social y económico. Si para la economía de mercado y el análisis funcional es más alarmante la ausencia de la oponibilidad en esta clase de relaciones, se debe únicamente a que dicho modelo económico y el referido método de análisis explican el desarrollo económico y social sobre la base del uso intensivo de las operaciones de intercambio, y en este sentido resulta más grave la ausencia de oponibilidad en los sistemas que se rigen por las reglas del mercado.

Si la exclusividad es la nota característica de esta clase de derechos, entonces la publicidad es el mecanismo más importante para su existencia. Cuando el objeto del derecho es único (objeto de contenido específico), todos los problemas quedan superados si el mercado está plenamente informado sobre la titularidad de los derechos y su contenido[8]. Todos sabremos con quien contratar o con quien vincularnos sin caer en error.

Por estas razones, todo sistema jurídico debe contar con mecanismos de publicidad en la constitución, modificación y extinción de los derechos sobre bienes. Normalmente, estos mecanismos se expresan en fórmulas que se aplican como requisitos para el nacimiento del derecho. De ese modo, se asegura publicidad adecuada desde el momento inicial de la titularidad.

La publicidad registral y la posesión son mecanismos que cumplen esta función, siendo la primera la que mejor afronta la tarea de informar al mercado sobre la existencia de una titularidad exclusiva. Por supuesto nos referimos a una publicidad registral constitutiva del derecho, aquélla que hace surgir la titularidad. Este no es el caso del sistema peruano donde el registro no es requisito para el nacimiento de los derechos sobre bienes. Entre nosotros son las obligaciones las que tienen ese efecto.

En el caso de la posesión, se cree que la exigencia de la tradición o entrega de los bienes como requisito para el nacimiento de ciertos derechos, constituye un elemento de publicidad de la titularidad. Si el bien cambia de poseedor - se dice - de alguna manera el mercado se informa de la alteración patrimonial y estará prevenido al momento de tomar decisiones sobre el bien.

En este marco, interesa revisar si en el Mercado de Valores las titularidades están referidas a objetos de contenido específico y si el sistema legal ha previsto mecanismos de oponibilidad suficientes para asegurar la información en la transferencia de dichas titularidades. La peculiar naturaleza de los títulos a los que nos referimos y las peculiaridades del mercado en el que circulan, justifica plenamente el tratamiento del tema.

II. LOS TÍTULOS DEL MERCADO DE VALORES Y LAS RELACIONES JURÍDICAS OPONIBLES DE LAS QUE SON OBJETO

1. Naturaleza del Mercado de Valores

El concepto más elemental del Mercado de Valores conduce a su definición como el mercado en el cual

[8] Cuando los objetos de derecho son genéricamente considerados, la publicidad no es esencial porque en ese caso la existencia de un derecho no depende de su exclusividad, sino de las posibilidades de actuación personal del obligado. La exclusividad puede ser incorporada por el convenio, pero la misma no es esencial para la existencia del derecho.

se negocian y disponen de valores. Se trata de una secuela de negocios jurídicos que van desde la emisión del título, su primera colocación y sucesivas transferencias, hasta su extinción circulatoria. La noción de mercado deriva de la participación de vendedores y oferentes de los títulos y de los compradores o demandantes de los mismos[9].

El Mercado de Valores tiene gran importancia por las funciones que cumple. Constituye una fuente de financiamiento para las empresas no sólo a través de la colocación de acciones que representan un incremento del capital, sino también les permite obtener recursos que se comprometen a devolver a mediano y largo plazo, generalmente por montos importantes. Así, el Mercado de Valores moviliza grandes volúmenes de inversión, posibilitando además la presencia de pequeños ahorristas que de otra manera no podrían participar de los riesgos y beneficios de los grandes negocios. La importancia de este mercado, sin duda tiene que ver con el papel protagónico que la empresa ha adquirido en el mundo moderno[10].

Es importante presentar algunas definiciones que nos familiaricen con el Mercado de Valores. Se puede distinguir entre Mercado Primario, Mercado Secundario, Mercado Bursátil y Mercado Extrabursátil.

El Mercado Primario es el mercado de las emisiones, es el segmento donde se realiza la primera colocación de los valores. Normalmente el precio de estos valores es el expresado en el título. Constituye una fuente de captación de recursos financieros, por lo que se le llama también mercado de financiamiento[11].

El Mercado Secundario es el mercado de las transacciones con valores que se negocian luego de la primera colocación. Es el segmento donde se transfieren los títulos y donde cada adquirente tiene la posibilidad de realizarlos. A este mercado concurren los vendedores y compradores de títulos que se encuentran en circulación. El precio, en este caso, viene dado normalmente por la oferta y la demanda, sin tener en cuenta el valor nominal[12].

El Mercado Bursátil es la expresión organizada del Mercado de Valores (normalmente una persona jurídica se hace cargo de la organización: Bolsa de Valores), y constituye el escenario y conjunto de mecanismos para que los agentes económicos que participan en el Mercado de Valores puedan canalizar intereses y cerrar sus operaciones. Las normas señalan las características de este mercado, los valores que operan en él y las condiciones que deben cumplir las personas que se encargan de la organización.

Finalmente, el Mercado Extrabursátil es el escenario para la negociación de títulos no admitidos a la negociación en el Mercado Bursátil. No necesariamente se trata de un mercado desorganizado, pues las bolsas de valores suelen incorporar en su ámbito ciertos espacios para la negociación de títulos que no se admiten en el Mercado Bursátil, tal es el caso de los mecanismos conocidos como Mesa de Negociación y Mesa de Productos[13].

La transferencia de propiedad en el Mercado de Valores que analizaremos es la que se produce en el Mercado Secundario del Mercado Bursátil. Sin embargo, es inevitable que nos ocupemos del Mercado Primario, pues ahí se encuentra el origen de la titularidad y, por tanto, es el primer escenario donde hemos de verificar si el sistema legal para el Mercado de Valores cumple satisfactoriamente las exigencias de publicidad y oponibilidad de derechos.

En el Perú, la Ley del Mercado de Valores (Decreto Legislativo 861), vigente desde el 23 de octubre de 1993, (en adelante LMV) no define lo que se entiende por Mercado de Valores, empero en su segundo considerando indica que dicho mercado es un mecanismo de canalización directa de recursos. Señala que constituye una alternativa para el financiamiento, adicional a las actividades de intermediación financiera directa realizadas por los bancos y otras entidades financieras.

Es necesario referir algunas definiciones de la LMV que utilizaremos luego al analizar la transferencia de propiedad de valores. En su artículo 4 la LMV se refiere a la Oferta Pública como la invitación adecuadamente difundida que una o más personas naturales y jurídicas dirigen al público en general, o a determinados segmentos de éste para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios. Se refiere también la LMV (artículo 53) a la Oferta Pública Primaria, entendiéndose por tal la oferta pública de nuevo valores que efectúan las personas jurídicas. El artículo 64 de la LMV define la Oferta Pública Secundaria como

[9] VIDAL RAMIREZ, Fernando. "La Bolsa de Valores (Un Ensayo de Derecho Bursátil)". Cultural Cuzco S.A. Lima, 1988. p. 17.
[10] RADRESA, Emilio. "Bolsas y Contratos Bursátiles". Ediciones de Palma. Buenos Aires 1995. p. 2
[11] VIDAL Op. Cit. p. 19
[12] VIDAL Op. Cit. p. 19
[13] VIDAL Op. Cit. p. 20

aquella que tiene por objeto la transferencia de valores emitidos y colocados previamente. La norma agrega que constituyen ofertas públicas secundarias, entre otras, la oferta pública de adquisición, la oferta pública de venta y la oferta de intercambio.

En el Perú el Mercado Bursátil se desarrolla a través de Mecanismos Centralizados de Negociación. El artículo 110 de la Ley define a estos mecanismos como aquellos que reúnen o interconectan simultáneamente a varios compradores y vendedores con el objeto de negociar valores. Agrega la norma que la negociación de valores que se efectúa en rueda de bolsa y los demás mecanismos centralizados constituyen oferta pública. Uno de los mecanismos centralizados más importantes es el que se conoce como rueda de bolsa, a través del cual empresas autorizadas a las que se denomina Sociedades Agentes de Bolsa, realizan transacciones con valores inscritos.

Un papel muy importante en el funcionamiento del Mercado Bursátil en el Perú está a cargo de las denominadas bolsas de valores. Se trata de asociaciones civiles de servicio al público y especiales características, conformadas por sociedades agentes. Tienen por finalidad facilitar la negociación de valores inscritos, proveyendo los servicios, sistemas y mecanismos adecuados para la intermediación de valores de oferta pública en forma justa, competitiva, ordenada, continua y transparente.

También son actores importantes del Mercado de Valores en el Perú la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) y las Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores (ICLV). CONASEV es el organismo público que se encarga de fiscalizar el adecuado funcionamiento del Mercado de Valores, a través de una serie de competencias, desde el registro de los valores y las empresas emisoras, hasta el registro y control de las bolsas de valores y las ICLV.

Por su parte, las ICLV cumplen una función fundamental en el tráfico del Mercado de Valores. Como señala el artículo 223 de la LMV, estas instituciones son sociedades anónimas que tienen por objeto exclusivo el registro, custodia, compensación, liquidación y transferencia de valores. Es decir, las ICLV son la fuente de información principal y de hecho dan cuenta de la existencia de los valores, sus alcances, sus titulares y las operaciones o derechos que se realizan o pesan sobre ellos.

2. Los Títulos del Mercado de Valores como Bienes. Naturaleza Jurídica de los Títulos.

El artículo 1 de la LMV señala que están comprendidas en su ámbito las ofertas públicas de valores mobiliarios. Es decir, los bienes comprendidos en las operaciones materia de la Ley son los denominados valores mobiliarios.

Por su parte, el artículo 3 de la LMV señala que son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor. Nótese que la norma no define a los valores mobiliarios en función a su materialidad o inmaterialidad, simplemente señala que son "emitidos" en forma masiva.

Aunque podría decirse que sólo es susceptible de "emisión" un valor mobiliario materializado o que conste en un documento, ya que lo inmaterial no se "emite", veremos más adelante que el Mercado de Valores en el Perú también está integrado por títulos que no nacen por medio de documentos que se «emiten», sino que se originan por otros medios.

En las definiciones clásicas se entiende que los valores mobiliarios son una especie de los títulos valores, es decir documentos que tienen incorporados derechos patrimoniales y que están destinados a la circulación.

Una característica fundamental que apunta la doctrina señala que estos valores son emitidos en serie, es decir todos ellos representan una identidad de derechos y confieren la calidad de socio o acreedor con los alcances establecidos en el título. Se señala también que la característica de ser títulos seriales no impide que los valores mobiliarios tengan individualidad, sin embargo, dicha individualidad los convierte en bienes muebles de carácter fungible, esto es que un título equivalga a otro de la misma serie. La fungibilidad significa que un título tiene las mismas características que los demás de la misma serie y que todos entran al mercado como cosas del mismo género[14]. Esta característica es muy importante para la operatividad del Mercado de Valores, y es además determinante para el sistema de transferencia de propiedad, conforme veremos más adelante.

Otras características de los títulos mobiliarios tienen que ver con el hecho de ser títulos causados, ya que

[14] VIDAL Op. Cit. p. 150

resultan de una operación jurídica que los mantiene ligados a su origen a pesar de las sucesivas transferencias. También -se dice- los valores mobiliarios son títulos incompletos pues su contenido literal no expresa la totalidad de derechos incorporados en el título. Finalmente, se señala que los valores mobiliarios son títulos libremente transferibles por la propia naturaleza del mercado en el cual operan[15].

Estas características están recogidas de algún modo en la definición contenida en el antes referido artículo 3 de la LMV. En efecto, la emisión serial que da lugar a la fungibilidad de los valores se puede desprender del carácter masivo de la emisión, conforme señala el artículo 3. En la misma línea, el artículo 62 del Reglamento de Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores (aprobado por Resolución CONSASEV 031-99-EF/94.10), al referirse a los valores representados por anotaciones en cuenta correspondientes a una misma emisión, clase o serie de características iguales, señala que éstos se consideran fungibles de modo que quien aparece como titular de un valor en el registro contable lo es de una cantidad determinada de los mismos sin identificar individualmente los valores.

Con relación a la libre transferibilidad, la norma es expresa al señalar que cualquier limitación a dicha libertad contenida en el estatuto o en el contrato de emisión respectivo carece de efectos jurídicos.

Ahora bien, conforme a lo establecido por el artículo 80 de la LMV, los valores pueden ser representados por anotaciones en cuenta o por medio de títulos, independientemente que se trate de valores objeto de oferta pública o privada. Agrega la norma que cualquiera fuera su forma de representación los valores confieren los mismos derechos y obligaciones a sus titulares.

Los títulos son los documentos, forma clásica de representación de los valores mobiliarios. La anotación en cuenta constituye el mecanismo novedoso. El artículo 209 de la LMV dispone que la representación mediante anotaciones en cuenta puede comprender a todos o parte de los valores integrantes de una misma emisión o serie. Agrega este mismo artículo que la forma de representación de valores es una decisión voluntaria del emisor y constituye una condición de la emisión susceptible de modificación.

Según el artículo 211 de la LMV el nacimiento de los valores mobiliarios por anotaciones en cuenta, tiene lugar al producirse su inscripción en el correspondiente registro contable de la ICLV. Previamente, el emisor debe haber presentado ante la correspondiente ICLV así como ante la CONASEV y la bolsa de valores o entidad responsable de la conducción de los mecanismos centralizados, el testimonio de la escritura pública en el que consten las condiciones y características de los valores a ser representados por anotaciones en cuenta.

Sean títulos que constan en instrumentos, o aquellos que se constituyen por anotaciones en cuenta, los valores mobiliarios son peculiares objetos de derecho, por lo que para establecer los alcances del derecho de propiedad que existe o puede existir sobre ellos es necesario hacer algunas precisiones.

Cuando se trata de valores mobiliarios que se encuentran en el Mercado Primario de Valores, debemos distinguir entre la situación que se presenta antes de la adquisición o colocación de los valores, de aquella que se presenta después. Evidentemente, antes de la colocación los valores no existen como objeto de derecho de propiedad. El emisor no es propietario de los títulos que pretende colocar en el mercado, ni siquiera es deudor de las obligaciones o derechos comprendidos en ellos, pues mientras no exista una persona o conjunto de personas que ocupen el lugar de titular o titulares de los valores, no se configura ninguna relación jurídica que tenga por obligado al emisor. En este sentido, antes de la colocación, los valores no son nada como objeto de derechos, salvo en su condición de "papel". Los instrumentos o las anotaciones en cuenta que preexisten a la colocación son sólo situaciones jurídicas.

Aunque el artículo 886 inciso 5 del Código Civil y el artículo 13 de la LMV parecen atribuirle carácter de "bien" a los valores mobiliarios, con prescindencia de si se encuentran colocados o no, en nuestra opinión es imprescindible hacer la distinción antes referida. Si se concluyera que los valores mobiliarios son bienes antes de su colocación, tendríamos que admitir que respecto de ellos existe un propietario que asume y ejerce los efectos jurídicos de dicha condición, lo cual es absurdo antes de que exista un acreedor.

Según los elementos que expresamos en la introducción de este trabajo, la condición de bien viene dada por la naturaleza de los derechos que sobre un objeto determinado tiene una persona, y por el carácter específico de éste. En el caso de los valores mobiliarios no colocados,

[15] VIDAL Op. Cit. p. 151

no sólo está ausente la titularidad exclusiva sobre bien cierto, sino que no existe ninguna titularidad.

Al producirse la colocación de los valores es claro que la situación cambia. Los valores ingresan a un patrimonio cuyo titular tiene derechos sobre ellos. Es decir, los valores se convierten en objeto de derechos. Ahora bien, tampoco este hecho es suficiente para concluir sobre la naturaleza de los títulos en el Mercado de Valores. Tenemos que definir qué clase de derechos son aquellos que se conceden al titular de los valores, pues sólo si esos derechos son exclusivos y le otorgan a dicho titular un poder de actuación inmediato y directo sobre la cosa específicamente considerada, es que podremos concluir que estamos frente a "bienes" de acuerdo a la posición que hemos expresado.

Los valores mobiliarios representan derechos patrimoniales, esa es su principal función. Es decir, son instrumentos para movilizar con facilidad los derechos a los cuales se refieren. El interés por los valores mobiliarios no radica en ellos mismos como entidad jurídica autónoma, sino en tanto reflejo de los derechos patrimoniales que les dan contenido.

El carácter instrumental de los valores mobiliarios está íntimamente ligado a su condición cartular o documentaria. La razón por la cual los derechos patrimoniales requerían ser representados en el tráfico fue, justamente, para crear un mercado confiable de derechos, los mismos que por su naturaleza no tienen materialidad. Los derechos de crédito, incluso los que derivan de la condición de accionista en una sociedad, no requieren materializarse en documentos para poder existir, sin embargo dicha materialidad si es necesaria para la transferencia de los derechos. Ésta fue la utilidad inicial y fundamental de los valores mobiliarios como mecanismos de representación de derechos. Existe pues una íntima relación entre la materialidad de los títulos y su fundamento jurídico.

En el caso de los títulos valores, su materialidad genera un espacio para nuevas titularidades, aunque amparadas en el valor de los derechos contenidos en ellos. No cabe duda que estos títulos son objeto de los derechos que de ordinario recaen sobre cualquier "bien", precisamente como parte de su condición material. Los títulos valores son objeto de propiedad, posesión, usufructo, garantías y otros derechos reales. Simultáneamente, se mantienen en el contenido de estos títulos los derechos patrimoniales que son su objeto último, respecto de los cuales el titular es acreedor más no propietario, poseedor, usufructuario o titular de derecho real alguno. Por razón del tráfico existe equiparidad entre la titularidad sobre el documento y la titularidad sobre el derecho contenido en él, sin embargo, analizada cada titularidad por separado se notan claramente las diferencias. El titular del derecho contenido en el título será en algunos casos titular de un derecho que no necesita oponibilidad y en otros titular de un derecho con objeto específico. Todo depende del modo como se exprese el objeto. Por ejemplo, es claro que los titulares de obligaciones dinerarias, frente al emisor no tienen un derecho oponible, ni lo necesitan. En el caso de las acciones existe cierto nivel de oponibilidad por obvias razones.

Si bien los valores mobiliarios del Mercado de Valores comparten algunas características centrales de los títulos valores, es necesario tener en cuenta que el escenario del referido mercado es distinto de aquél donde de ordinario circulan los títulos valores. El Mercado de Valores, específicamente el Mercado Bursátil, funciona principalmente a través mecanismos centralizados, los que exigen que los valores sean incorporados o entregados a las entidades que controlan dichos mecanismos, como un medio para facilitar y agilizar las operaciones del Mercado de Valores.

La entrega de los títulos a la bolsa de valores con el propósito de la circulación, genera que el titular pierda control físico del documento, pero conserva inconmovible el derecho contenido en él. Sólo cuando vía transferencia se procede al cambio de titular, se pierde el derecho. Mientras los títulos permanezcan en la bolsa los derechos contenidos en ellos se transferirán del modo previsto por las partes e instruyendo a la bolsa sobre el cambio de titular al cual se le asignan el número de valores correspondientes a la clase y serie indicados por el titular. Empero, si por cualquier razón la bolsa asigna derechos a persona distinta de la señalada por el titular transferente, generando un tercero de buena fe, el verdadero titular pierde derecho sobre el título y ciertamente sobre los derechos representados, sin perjuicio de la acción indemnizatoria contra la bolsa.

Se reconoce pues como indispensable para operar del modo antes referido, que los títulos depositados tengan la condición de fungibles. Los títulos no podrían ser sustituidos unos por otros si constara la identidad o identificación del titular en el tenor literal del documento. Así, la titularidad de los valores que participan en el Mercado de Valores se expresa únicamente mediante referencias a la cantidad, especie y calidad de los valores. De este modo los valores circulan con agilidad, correspondiendo a la entidad a cargo del mecanismo centralizado cuidar que las operaciones se desarrollen de modo transparente a fin de no perjudicar el interés de los participantes.

Algo parecido, aunque ciertamente diferente, ocurre cuando se realiza un depósito de dinero ante una entidad del sistema financiero o, cuando se cambia dinero por fichas en un casino. Si bien se le llama depósito a este negocio jurídico, en realidad el depositante deja de ser propietario del dinero, el que por su carácter fungible pasa al patrimonio o a las cuentas del depositario, quedando éste obligado a restituir uno de la misma especie, cantidad y calidad. ¿Acaso podría sostenerse que el depositante tiene un derecho oponible sobre los bienes depositados que le permite perseguirlos y recuperarlos? La respuesta es negativa.

Si fuera el caso que la entidad financiera o el casino quedara en insolvencia, los depositantes tendrán que esperar como cualquier acreedor a que se determine si el patrimonio de la entidad alcanza para pagar sus obligaciones. No existen pues derechos exclusivos, inmediatos y directos sobre bienes específicamente considerados.

La situación que describimos tiene gran relevancia a efectos de concluir sobre la naturaleza jurídica de los valores mobiliarios que operan en el Mercado de Valores, pues si en definitiva los titulares de estos valores no tienen, con relación a ellos, sino derechos que se expresan de modo genérico, no es posible atribuir a dicha titularidad la calidad de oponible y en consecuencia no es posible atribuirle la condición de "bienes" a los valores mobiliarios así expresados, al menos no con relación a sus titulares. ¿Cómo podría considerarse que existe relación oponible, tratándose de derechos cuyo objeto no se encuentra específicamente determinado?

La legislación prevé los mecanismos de seguridad para que los titulares de valores que operan a través de mecanismos centralizados puedan resarcirse de los perjuicios que les produzcan las incorrecciones del mercado o el actuar indebido de las bolsas de valores. Sin embargo, resulta difícil imaginar que entre dichos mecanismos se encuentre la acción reivindicatoria o cualquier otra acción tendente a recuperar específicamente ciertos títulos y no otros.

Ocurre lo mismo que describimos en los ejemplos del capítulo introductorio. Si el titular de un derecho lo es sólo respecto de una generalidad, entonces su relación jurídica no requiere oponibilidad ni publicidad porque su derecho no depende de que el obligado sea efectivamente titular de bienes específicamente considerados, sino que precisamente por la generalidad del objeto, el obligado tenga amplias posibilidades de cumplir, pues su compromiso no está referido a un objeto específicamente considerado. Por el lado del titular del derecho, como acreedor de un comportamiento que le da acceso a una esfera patrimonial específica (contenido patrimonial del valor mobiliario), su condición y la naturaleza del objeto involucrado le otorgan el derecho de solicitar el cumplimiento de su crédito consistente en hacerle gozar, a efectos de la disposición o la realización, de los derechos patrimoniales contenidos en el valor.

En estas circunstancias, pierde sentido la noción de valor mobiliario como objeto de derecho autónomo frente a los derechos patrimoniales contenidos en él. Con el establecimiento de mecanismos centralizados, el sistema legal ha desarrollado otras formas de asegurar y agilizar las operaciones referidas a derechos patrimoniales, que ya no pasan por utilizar a los valores como bienes sobre los cuales existen derechos oponibles. Esta misma constatación nos permite concluir que en realidad carece de sentido atribuir la condición de "bienes" a los valores mobiliarios del Mercado de Valores.

La situación que describimos se hace más evidente tratándose de los valores que operan mediante anotaciones en cuenta. En esta clase de valores definitivamente se ha superado la representación documental como medio para agilizar las operaciones de cesión de derechos patrimoniales. En la práctica, es ésta la única modalidad como ha operado el Mercado Bursátil en el Perú.

El proceso del que nos ocupamos es reconocido en la doctrina especializada como Desincorporación Cartular. Al respecto, la doctrina ha distinguido entre sistemas correctores y sistemas sustitutivos. Unos se refieren a la exclusión de la circulación física de los títulos que sin embargo subsisten como tales, y otros se refieren a la exclusión de la propia existencia material de los títulos. La primera alternativa significa la eliminación de la circulación material del título, a través de la inmovilización del mismo mediante un depósito ante la entidad que controla los mecanismos centralizados. La segunda alternativa representa la desaparición total del título[16].

En el Perú coexisten teóricamente los dos sistemas. Sin embargo, sólo opera el sistema sustitutivo. Los títulos de nuestro Mercado Bursátil nacen mediante anotaciones en cuenta, donde se prescinde totalmente del

[16] ESPINA, Daniel. "Las Anotaciones en Cuenta. Un Nuevo Medio de Representación de los Derechos". Civitas. Madrid, 1995. p.56.

documento, siendo un instrumento esencial para la operación en dicho ámbito la partida contable. La existencia del derecho ya no depende del documento, ni de su depósito ante un tercero, sino simplemente de su anotación.

Es un hecho que la manipulación y transferencia de los derechos, por esencia inmateriales, requieren de un sustento material. En un momento el tráfico, las necesidades y características del mercado determinaron que el uso del papel fuera el medio idóneo para satisfacer dicha exigencia. Sin embargo, no debemos perder de vista el carácter instrumental de dicha solución. Así, sí es posible encontrar un mecanismo que asegure el funcionamiento adecuado del mercado de transferencias de derechos, sin tener que hacer representar éstos en papeles o documentos. No debe existir ningún inconveniente en sustituir mecanismos superados, y esto es precisamente lo que ocurre con las anotaciones en cuenta.

Cuando se habla de valores mobiliarios anotados en cuenta, no significa entonces que verdaderamente existan títulos valores representativos de derechos que se anotan en cuenta. Lo que ocurre es que la cuenta se constituye en el nuevo instrumento de representación de los derechos patrimoniales que circulan en el mercado. En rigor, desaparece la noción de título como representación de derechos, a pesar de que las normas sobre la materia siguen utilizando un lenguaje que parece conservar la distinción entre derechos patrimoniales y títulos representativos.

Al igual que en el caso de los valores expresados en títulos que se depositaban ante entidades autorizadas, a efectos de conducir mejor el mercado; en el caso de los valores que surgen por anotaciones en cuenta, se trata de objetos fungibles y, por tanto, respeto de ellos no tiene su titular un derecho real de propiedad, sino sólo una expectativa a que se le haga gozar o permita realizar los derechos patrimoniales anotados en cuenta. Al respecto señala el artículo 62 del Reglamento de Instituciones y de Compensación y Liquidación de Valores, que los valores representados por anotaciones en cuenta correspondientes a una misma emisión, serie y características iguales, se consideran fungibles de modo que quien aparezca como titular de un valor en el registro contable lo será de una cantidad determinada de los mismos sin identificar individualmente los valores.

La norma antes referida es muy importante porque expresamente reconoce que los titulares de derechos o valores anotados en cuenta no tienen derechos individualizados sobre los valores. Sólo son titulares de una generalidad. En consecuencia, no se puede sostener que dichos titulares gocen de derechos oponibles con relación a los valores anotados, pues respecto de ellos sólo existe un crédito frente al obligado por su custodia o administración.

Sólo en ciertas circunstancias muy especiales previstas en la misma norma, los valores dejan de tener esta condición, en cuyo caso, se retorna a la noción de título como derecho individualizado y específico en favor de una persona. Se refiere la norma a los casos en los que el derecho ha sido incorporado en otra relación, como cuando se le grava o es embargado, en cuyo caso los derechos salen del Mercado Bursátil.

III. LA TRANSFERENCIA DE «PROPIEDAD» EN EL MERCADO DE VALORES

En el Mercado de Valores peruano las operaciones de transferencia y constitución de derechos reales sobre valores mobiliarios, sólo se realizan a través de mecanismos centralizados, y siempre que los títulos se encuentren desmaterializados mediante su anotación en cuenta. Es decir aun cuando se reconoce la existencia de valores mobiliarios que sólo constan en títulos (documentos), en la práctica sólo es posible la negociación y operación en la bolsa de valores, si los valores se encuentran previamente anotados en cuenta.

El Título VIII de la LMV se ocupa de la transferencia de los valores mobiliarios, a los cuales llama títulos. El artículo 213 señala expresamente que la transmisión de los valores opera por transferencia contable y que la inscripción a favor del adquirente produce los mismos efectos que la tradición de los títulos y es oponible a terceros desde el momento en que se efectúa.

A partir de esta norma surge la siguiente pregunta: ¿qué papel juega la tradición en la transferencia de valores anotados en cuenta? En un sistema donde en la práctica se ha sustituido la representación documentaria de los derechos, por la inscripción en un registro contable, ¿qué tiene que ver la tradición en la transferencia de los derechos?

En el acápite anterior concluimos que los titulares de valores en el Mercado Bursátil no son propietarios de éstos, en la medida que su titularidad no recae sobre un objeto cierto y plenamente identificado, sino sobre una generalidad. En este sentido, lo que se transmite con la transferencia de los valores no es el dominio de ningún bien. Simplemente se trata del traslado de un derecho de un patrimonio a otro.

Esta norma revela la resistencia del ordenamiento jurídico del Mercado de Valores a asumir el abandono de la materialidad como sustento de las transferencias. La norma evoca la condición mobiliaria de los títulos al referirse a la tradición[17].

En la transmisión de valores mobiliarios anotados en cuenta, no sólo es impertinente la referencia a la tradición, teniendo en consideración que no se trata de la transferencia de derechos reales, sino que se deja de lado la verdadera virtud y alcances del sistema de transmisión de derechos mediante registro contable.

Cuando la titularidad de los valores es objeto de una relación jurídica a efectos de su transferencia, la situación sobre el carácter genérico del objeto de derecho no cambia, pues el adquirente no tiene posibilidad de reclamar la transferencia de tales o cuales valores, sino sólo la generalidad comprometida por el titular. No existe pues posibilidad de persecución, por tanto, no estamos frente a titularidades oponibles en los términos expresados anteriormente.

El sistema de anotaciones en cuenta no constituye una fuente de información de titularidades oponibles, pues de dicho sistema no surgen derechos exclusivos con objeto o contenido individualizado. Simplemente se trata de una fuente de información que le permite saber al mercado la condición patrimonial genérica de las personas. Nos dice cuantas acciones de Telefónica del Perú tiene Juan, y la clase a que pertenecen, pero no nos asegura qué acciones son esas que tiene Juan, en el universo de acciones de la misma clase. Por tanto, su información es útil, pero no genera relaciones oponibles en los términos propuestos por este trabajo.

Seguramente escapan a nuestro análisis, tanto en lo que se refiere a la oponibilidad como en lo referido al Mercado de Valores, aspectos que sólo dominan los expertos, sin embargo nos pareció importante compartir reflexiones iniciales de un tema que sin duda merece ser investigado con mayor profundidad.

IV. CONCLUSIONES PRELIMINARES

1. La oponibilidad es una consecuencia inevitable de la forma como se presenta el objeto de los derechos patrimoniales. Si el objeto se expresa de modo específico, el titular del derecho requiere exclusividad para realizar su interés.

2. En el Mercado de Valores se deben distinguir los derechos sobre los títulos que representan los valores, de los derechos contenidos en los títulos. Sobre los primeros, en tanto documentos, existen derechos oponibles, mientras que respecto de los segundos la naturaleza del derecho depende de cada contenido en particular.

3. Por la operatividad del Mercado Bursátil, los títulos han ido perdiendo materialidad, primero en la circulación y luego de modo total. Por la misma razón, los valores que operan en dicho mercado son fungibles respecto de los operadores, haciendo perder a éstos las titularidades oponibles que tuvieron inicialmente sobre los documentos.

4. Las anotaciones en cuenta son el mecanismo vigente en el Perú para las operaciones en el Mercado Bursátil. Mediante este mecanismo se prescinde totalmente de los títulos, por lo que las titularidades únicamente existen por su anotación y se pueden perder también por esa vía. Los derechos de los titulares no identifican valores concretos, sino que se refieren a éstos únicamente como generalidad expresando el número y la clase de valores.

5. En este escenario, carece de sentido referirse a los valores que se transfieren en el Mercado Bursátil como bienes que cambian de dominio. Respecto de ellos no existe propiedad, como no existe propiedad en el derecho que tiene cualquier acreedor sobre su crédito.

6. Las referencias a la tradición, contenidas en la Ley del Mercado de Valores, sólo constituyen el rezago de una concepción de valores materializados, la misma que ya no corresponde a la realidad del Mercado Bursátil.

[17] Desde la perspectiva clásica los bienes muebles en aplicación de lo dispuesto por el artículo 947 del Código Civil la transferencia de éstos es producida por la tradición, es decir, con la entrega.

Panez & Faesa
CONSULTORES Y ASESORES DE EMPRESAS S.A

RSM International

NUESTROS SERVICIOS

- **Outsourcing de Contabilidad**
- **Consultoría Financiera**
- **Consultoría tributaria y legal**
- **Reclutamiento y selección de personal**

Av. De la Floresta Nro. 497 - 2do. Piso
Chacarilla del Estanque,Lima 41,Perú
Teléfono:(51-1) 2160016 Fax: (51-1) 3722518
E-mail: cpanez@faesa.com.pe

ABOGADA - NOTARIA
Ana María
Vidal Hermoza

Atención :

Lunes a Viernes : 9 a.m. - 1:30 p.m.
2:30 p.m. - 6 p.m.
Sábado : 9 a.m. - 1 p.m.

notaria@ec-red.com
nvidal@junin.itete.com.pe

Av. La Molina 1167 - Of. 118
Centro Comercial La Rotonda
La Molina

☎ 348-9143 • 348-5778
Fax: 348-0798

PRÉSTAMO BURSÁTIL DE VALORES

Juan Antonio Egüez*

El préstamo bursátil de valores, figura regulada en el Reglamento de Operaciones de Rueda de Bolsa de la Bolsa de Valores de Lima, es una operación destinada a permitir la oportuna liquidación de valores. Es decir, mediante dicha figura se posibilita que los agentes que no cuentan con valores puedan cumplir a tiempo con sus obligaciones.

En el presente artículo, el autor analiza la manera como se ha regulado el préstamo bursátil de valores, centrándose principalmente en la estructura bajo la cual ha sido diseñado, el interés de los sujetos que participan en la operación y las soluciones que se han dado para dar respuesta a las situaciones que podrían desincentivar el desarrollo de esta figura bursátil.

Hace algunos días se dictaron algunas disposiciones complementarias para viabilizar el desarrollo de las operaciones de préstamo bursátil de valores (en adelante, "préstamo de valores")[1], figura introducida por el Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa de la Bolsa de Valores de Lima (en adelante, el "Reglamento")[2], hace poco menos de un año.

Ahora bien, y aun cuando dicha operación constituye una de las principales innovaciones del Reglamento, debemos advertir que hasta hoy no existe una adecuada difusión de las ventajas que ofrece dicha figura y, en general, del tratamiento normativo que se le ha concedido.

En tal contexto, el presente artículo desarrollará los lineamientos generales bajo los que ha sido reglamentada dicha operación. En particular, analizaremos cuál es la estructura bajo la que ha sido diseñada, el interés de los sujetos que participan en la misma y, finalmente, los mecanismos previstos para dar respuesta a situaciones extraordinarias que podrían desincentivar el desarrollo de tales operaciones, a saber: entrega de dividendos, acciones liberadas, realización de ofertas públicas de adquisición, ofertas públicas de compra, ofertas públicas de intercambio, entre otros supuestos.

---

* Abogado, Ex-miembro del Comité Directivo de THEMIS – Revista de Derecho

1 Tales disposiciones fueron dictadas mediante la Resolución CONASEV 097-99-EF/94.10. En dicha Resolución se precisa fundamentalmente cuáles son los sistemas de negociación para las operaciones de préstamo de valores y cuáles son los límites por valor y por intermediario para el desarrollo de las mismas. Por lo demás, tales disposiciones constituyen una clara intención de la Bolsa de Valores de Lima y de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores de impulsar el desarrollo de tales operaciones. En la actualidad, según información proporcionada por la Bolsa de Valores de Lima, se vienen haciendo los últimos ajustes al sistema de negociación electrónica (ELEX) para que permita el desarrollo de las operaciones de préstamo de valores. Según se nos ha indicado, se espera que el próximo año, dichas operaciones comiencen a ser realizadas en nuestro país.

2 El Reglamento fue aprobado mediante Resolución CONASEV 21-99-EF/94.10.

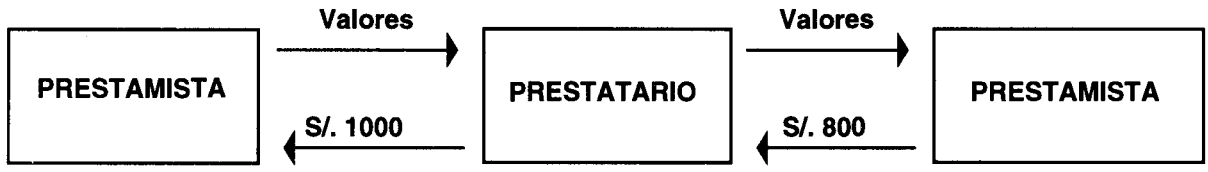


Gráfico 1

CARACTERÍSTICAS GENERALES DEL PRÉSTAMO DE VALORES

El préstamo de valores es una operación destinada a contribuir con la oportuna liquidación de las operaciones bursátiles. A través de dicha operación, se busca proveer de valores a los agentes que – por cualquier razón - carecen de ellos a fin de que puedan utilizarlos para liquidar sus operaciones en las fechas previstas.

Ahora bien, conforme a la definición contemplada en el artículo 42 del Reglamento, debemos indicar que se ha previsto una estructura particular para dicha "cesión temporal de valores". En efecto, - tal como se grafica a continuación - el préstamo de valores ha sido diseñado como una operación integrada por dos compraventas coligadas[3].

Así, en el marco de esta operación, se desarrolla una venta de valores en el mercado de contado o a plazo y simultáneamente una operación inversa de venta a plazo por la misma cantidad y especie de valores. A continuación, describiremos las principales características de dicha operación.

Participantes

El prestamista es el titular originario de los valores y como tal actúa como vendedor en la primera compraventa. Por su parte, el prestatario es el agente carente de valores que actúa como comprador en la primera compraventa (Ver gráfico 1).

Valores

Los valores susceptibles de ser negociados en una operación de préstamo de valores son aquéllos que integran la Tabla de Valores Referenciales –TVR-, elaborada por la Bolsa de Valores de Lima (BVL). Tales valores deben haber sido previamente registrados mediante anotaciones contables en la Institución de Compensación y Liquidación de Valores - CAVALI ICLV- y deben estar libres de gravamen en la cuenta del comitente prestamista.

Precio de los valores

Tal como se evidencia en el gráfico precedente, el precio de los valores en la segunda compraventa es menor al pagado en la primera venta. En efecto, debe tenerse presente que dichas operaciones se realizan para satisfacer el interés del prestatario. En consecuencia, bajo tal esquema resulta lógico que el prestamista recompre dichos valores a un menor precio. En caso contrario, el prestamista no tendría ningún interés en participar en tal tipo de operaciones.

Margen de garantía

El margen de garantía es el conjunto de valores[4] o dinero depositado en CAVALI ICLV tanto por el prestatario como por el prestamista en respaldo de la obligación convenida por las partes de efectuar la segunda compraventa en la fecha prevista y al precio acordado.

[3] Según se desprende del gráfico mostrado, la estructura de dicha operación es bastante similar a la de la operación de reporte. No obstante, se diferencia de aquella figura en el hecho de que es el préstamo de valores, el prestatario cuenta con libre disponibilidad de los valores adquiridos en la primera operación. Adicionalmente, en el préstamo de valores, el precio de la segunda compraventa es menor al de la primera.

[4] En caso que el margen de garantía esté constituido por valores – y siempre que disminuya la cotización de los mismos – el prestatario se verá forzado a incrementar el margen de garantía originalmente otorgado.

A tales efectos, el prestamista deberá mantener el cien por ciento del dinero pagado por el prestatario como margen de garantía. Por su parte, el prestatario deberá otorgar en garantía un conjunto de valores o de dinero de por lo menos igual al monto de cobertura. En este último caso, la garantía que otorgue el prestatario ante CAVALI ICLV debería ser suficiente para cubrir la diferencia del precio de venta de ambas operaciones.

Plazo del préstamo de valores

El plazo para las operaciones de préstamo de valores se determina libremente por las partes, siendo el plazo máximo de trescientos sesenta (360) días calendario.

Asimismo, debe indicarse que el Reglamento ha previsto una modalidad denominada "precio variable", la misma que se caracteriza porque las partes pueden liquidar la operación antes de la fecha pactada. En este caso, el precio al que se liquidará la operación a plazo será determinado en función al tiempo transcurrido[5]. En el caso que el prestamista solicite la liquidación de la operación, ésta se liquidará al quinto día de la fecha de dicho requerimiento.

Liquidación de las operaciones

La liquidación de las operaciones deberá realizarse en la fecha acordada por las partes. No obstante, conviene destacar que el prestatario se encuentra habilitado para liquidar tal operación de préstamo - sin necesidad de contar con la conformidad del prestamista - siempre que entregue al prestamista la misma cantidad de valores materia de la operación y pague el monto acordado para la segunda venta.

Sobre el particular, hacemos notar que en el caso en que el prestatario liquide anticipadamente tal operación no se produce ningún perjuicio para el prestamista. Por el contrario, se le permitirá recomprar los valores al precio convenido en un plazo menor al originalmente pactado, recibiendo así el mismo beneficio anticipadamente.

VENTAJAS DE LA OPERACIÓN DE PRÉSTAMO DE VALORES

En función a las características descritas en el acápite precedente, podemos indicar que la presente operación genera para las partes los siguientes beneficios:

Para el prestamista

Esta operación le permite obtener una rentabilidad mayor sobre sus valores sin necesidad de desprenderse de los mismos.

Para el prestatario

Esta operación le permite cubrir faltantes en la liquidación de sus operaciones bursátiles. De modo complementario, dicha figura favorece el desarrollo de las ventas descubiertas[6].

SITUACIONES EXTRAORDINARIAS

Conforme a lo indicado en los puntos precedentes, debemos destacar que el beneficio del prestamista en la presente operación consiste en que se le permite recomprar sus valores a un precio menor al de mercado[7].

En efecto, queda claro que el prestamista no se vería motivado a realizar tal tipo de operaciones si el precio que pagara por dichos valores (segunda venta) fuese superior al valor de mercado. En tal caso, resultaría más beneficioso para aquél comprar tales valores en el mercado que recomprárselos al prestatario, toda vez que así pagaría un menor valor por los mismos.

En tal contexto, y a fin de aminorar los riesgos de que se produzca tal situación desventajosa para el prestamista, se han previsto una serie de mecanismos para dar respuesta a algunas de las situaciones que repercuten significativamente en la cotización de los valores[8]; a saber, entrega de dividendos, acciones liberadas, realización de una oferta pública de adquisición, oferta pública de compra, oferta pública de intercambio, entre otros supuestos. A continuación, detalla-

[5] Vale decir, dicho precio se reducirá en forma proporcional a los días de anticipación con que se efectúa la devolución de los valores. No obstante, se estima que la Tasa de Rendimiento Esperada (TRE) utilizada para determinar el precio de la segunda operación incluiría la prima de salida del prestatario.

[6] Las ventas descubiertas son ventas que se realizan sin contar previamente con los valores. Dichas operaciones son realizadas por los inversionistas cuando consideran que un valor está sobrevaluado y apuestan por una baja en su cotización. La ganancia se encuentra en la diferencia entre los precios de la venta al descubierto y la compra para devolver los valores prestados.

[7] En efecto, debe tenerse presente que el precio de la segunda venta es menor al de la primera. En el entendido que la primera venta se realice al valor de mercado, resulta razonable que el precio de la segunda operación se realice a un precio inferior al de mercado.

[8] Adicionalmente, se ha previsto que tales operaciones se realicen únicamente con valores registrados en la TVR. Tal tipo de valores no presentan, por lo general, variaciones emarcadas en su cotización.

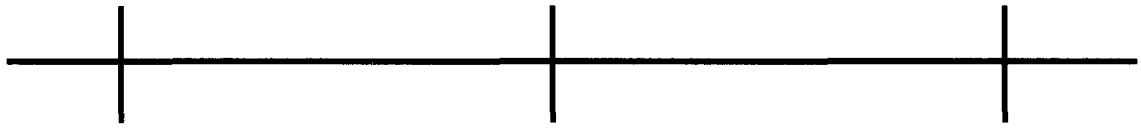


Gráfico 2

mos cuáles son tales medidas incorporadas en el Reglamento.

Entrega de beneficios

La cotización de los valores se ve influenciada directamente por la entrega de dividendos, acciones liberadas o certificados de suscripción preferente. En tales casos, al día siguiente de la fecha de corte[9], la cotización de los valores se reduce significativamente, toda vez que los nuevos accionistas no tendrán derecho a los beneficios (dividendos, acciones liberadas) que serán materia de entrega durante dicho ejercicio.

En tal contexto, asumamos que se produce una entrega de beneficios durante la ejecución de una operación de préstamo de valores, pactada bajo los siguientes términos:

- Cantidad de valores = 100
- Valor de mercado de cada acción = S/. 10 Nuevos Soles
- Precio de liquidación de la primera venta = Valor de mercado (100 X S/. 10 = S/. 1,000)
- Precio de liquidación de la segunda venta = (100 X S/. 8 = S/. 800)

Bajo tales condiciones, resulta claro que, de ejecutarse la segunda operación, el prestamista se vería afectado toda vez que compraría valores a un precio mayor al de mercado (precio pactado para la segunda venta sería igual a 100 X S/. 8 = S/. 800, mientras que el precio que resultaría de comprar dichas acciones a cualquier otro inversionista sería igual a 100 X S/. 700).

En tal contexto, y a fin de eliminar los perjuicios que podrían originar tales situaciones para el prestamista, se han establecido en el Reglamento mecanismos que obligan al prestatario a compensar al prestamista por la reducción en la cotización de los valores que se produce por la entrega de beneficios[10]. Así, en concreto, en función a la naturaleza de los beneficios materia de entrega se ha previsto lo siguiente:

Dividendos

En el caso de dividendos, se ha impuesto al prestatario la obligación de entregar al prestamista al término de la operación un importe equivalente a los dividendos recibidos.

Acciones liberadas

En el caso de acciones liberadas, el prestatario deberá entregar al prestamista al término de la operación una cantidad adicional de acciones equivalente al de las acciones liberadas que habría recibido, en el caso que no hubiese transferido sus acciones en el marco de dicha operación de préstamo.

Al respecto, entendemos que la justificación para establecer una solución distinta a la indicada en el caso anterior (dividendos) obedecería a que se busca que no se diluya la participación accionaria del prestamista en la sociedad.

[9] Conforme a lo dispuesto por el literal j) del artículo 2 del Reglamento, la fecha de corte es el último día de negociación con derecho a suscripción de nuevos valores o algún otro derecho o beneficio a que se refiere la fecha de registro.

[10] Debemos tener presente que aun cuando la operación se denomina "préstamo de valores", no debe confundirse dicha operación con figuras civiles tales como el mutuo o el comodato. En la operación de préstamo de valores, existe una efectiva transferencia de propiedad, y por tanto, los beneficios derivados de las acciones (dividendos, acciones liberadas, certificados de suscripción preferente) serán entregados a aquéllos que al momento de la fecha de corte aparezcan como titulares de los valores. Del mismo modo, los derechos políticos que se derivan de tales acciones serán ejercitados por aquellos que aparezcan como titulares de las acciones.

Certificados de Suscripción preferente

Sobre el particular, se ha precisado que el prestatario deberá entregar al prestamista un importe equivalente al valor teórico del derecho de suscripción o el del último precio del certificado de suscripción preferente registrado en la Rueda de Bolsa, el que fuere mayor. De igual modo, el prestatario podrá entregar al prestamista certificados de suscripción preferente por una cantidad similar a las que le hubiese correspondido percibir, siempre que éstos fuesen aún negociables.

Al respecto, debemos mencionar que el certificado de suscripción preferente es negociado en la BVL, independientemente de las acciones que le dan origen. En consecuencia, dichos certificados marcan una cotización propia.

Así las cosas, a efectos de estimar el valor de la compensación se ha previsto que la misma se determine en función a su última cotización o en atención a su valor teórico de negociación[11].

Ahora bien, en relación con todos los beneficios indicados precedentemente (dividendos, acciones liberadas o certificados de suscripción preferente), debemos resaltar que si bien los mecanismos expuestos benefician directamente al prestamista, afectan en la misma medida al prestatario.

En efecto, debe tenerse presente que el prestatario no adquiere tales valores para conservarlos durante la operación de préstamo, sino para cumplir con la liquidación de otras operaciones. En consecuencia, y atendiendo a que por regla general, el prestatario no aparece como titular de los valores en el momento de la fecha de corte (toda vez que los mismos los tiene un tercero), no recibirá los beneficios materia de análisis. Debemos enfatizar que la sociedad otorgará tales beneficios a aquél que aparezca como titular de los valores en la fecha de corte.

De este modo, ante la disyuntiva de beneficiar ya sea al prestamista o al prestatario[12], se ha optado en el Reglamento por beneficiar al primero de ellos. Dicha medida obedece a que el principal interesado por realizar las operaciones de préstamo de valores es precisamente el agente que carece de valores (prestatario), que los necesita para cumplir con la liquidación de una operación determinada.

Oferta Pública de Adquisición, Oferta Pública de Compra u Oferta Pública de Intercambio

En términos generales, debe tenerse presente que cuando se produce cualquier proceso de oferta pública secundaria (oferta pública de adquisición –OPA-, oferta pública de compra –OPC- u oferta pública de intercambio –OPI-), los titulares de los valores se ven beneficiados en tanto pueden desprenderse de los mismos, recibiendo una prima adicional al valor de sus acciones (o acciones más liquidas o de mayor valor en el caso de la OPI).

Por lo demás, queda claro que mientras no se liquide la segunda venta, el prestamista se encontraría imposibilitado de participar en cualquiera de dichos procesos.

Así las cosas, y con el objeto de que la eventualidad de que se desarrollen dichos procesos no constituya un desincentivo para el prestamista de participar en tales operaciones, se han establecido mecanismos en el Reglamento por los que se concluye anticipadamente la operación. Tal liquidación anticipada permite al prestamista participar en dichos procesos de oferta pública.

Ahora bien, debemos indicar que aun cuando existen ciertas diferencias en el tratamiento concedido a los distintos procesos de oferta pública, las reglas que se aplican a dichos procesos son bastante similares. En efecto, en la eventualidad de que se produzca cualquiera de dichos procesos (OPA, OPC u OPI), se ha previsto que el prestamista se encontrará facultado a solicitar la devolución de los valores dentro de los dos (2) días de anunciada la OPA, OPC u OPI[13]. En tal caso, el prestatario deberá entregar tales valores hasta cinco (5) días antes de la fecha de vencimiento del plazo de aceptación de dicha oferta. A tales efectos, debemos indicar que la falta de comunicación del

[11] La cotización bursátil se determina en función a las ofertas de compra o de venta ingresadas por los inversionistas. Así, en el caso que no se ingrese ninguna oferta de compra o de venta respecto de dichos certificados, no se podrá determinar ninguna cotización para dichos valores. En tal contexto, y a fin de establecer algún índice para determinar el importe de la compensación, se recurre a la figura del valor teórico de negociación. Tal valor teórico de negociación se determina a través de una fórmula matemática.

[12] En efecto, ante dicha situación, pudo haberse previsto cualquiera de las siguientes medidas:
(i) Beneficiar al prestamista, estableciendo alguna compensación en su favor por los beneficios entregados.
(ii) Beneficiar al prestatario, eliminado cualquier tipo de compensación en favor del prestamista.

[13] Para el ejercicio de sus derechos, el prestamista deberá cursar tales comunicaciones a CAVALI ICLV.

prestamista implica su intención de continuar con el préstamo bursátil[14].

En tales casos, la operación se liquidará en la fecha que se entreguen tales valores al precio de la primera venta. Vale decir, el prestamista no recibirá ningún descuento en el precio de recompra ni siquiera por los días transcurridos[15].

Así, con la fórmula propuesta, ambas partes se ven beneficiadas con la liquidación anticipada de la operación. Por un lado, el prestatario vende los valores al precio de la primera compra[16] (lo cual implica que no otorga al prestamista ninguna compensación por el uso de los valores), y, de otro lado, el prestamista tiene a su disposición valores que los podrá ofrecer en el proceso de oferta pública en curso, y consiguientemente acceder a la prima (o en su caso, valores más atractivos) ofrecidos en dichos procesos.

Por lo demás, en el caso que el prestatario no cumpla con efectuar la entrega de los valores en la fecha prevista, deberá compensar al prestamista con un importe equivalente a la diferencia entre el precio de la primera compra y el que resulte de aplicar el precio de la OPA u OPC.

Finalmente, debemos destacar que los valores objeto de una OPA u OPI no podrán ser materia de las operaciones de préstamo bursátil de valores, ni entregadas como margen de garantía, desde que se hubiese anunciado dicha oferta[17].

Disolución con liquidación, fusión por absorción, fusión para la constitución de una nueva sociedad o escisión

En el caso que se anuncie un acuerdo de disolución, fusión por absorción, fusión para la constitución de una nueva sociedad o escisión que involucre a la sociedad emisora de los valores objeto del préstamo, la operación se liquidará anticipadamente dentro de los diez (10) días de formulado el anuncio o al vencimiento de la operación de préstamo de valores, lo que ocurra primero. En tal caso, el precio al que se liquidará la segunda venta estará determinado por una reducción proporcional del precio de la primera venta, en aplicación de la Tasa de Rendimiento Esperada (TRE) pactada por las partes y los días transcurridos.

Sin perjuicio de lo anterior, las partes podrían convenir que la liquidación de la operación se produzca al final de la operación, inclusive con los valores provenientes del canje, cuando corresponda, aun cuando los valores resultantes no formen parte de la TVR.

Finalmente, debemos destacar que no podrán realizarse operaciones de préstamo con valores, cuyo emisor hubiera anunciado la convocatoria a una junta general de accionistas para tratar la exclusión del valor, su disolución con liquidación o algún proceso de fusión o escisión.

[14] Tales decisiones son económicamente razonables en el caso que la ganancia que pudiera obtenerse por la diferencia entre el precio de la primera y segunda venta fuese mayor a la diferencia que podría existir entre el precio de la primera compra y el precio de la OPA u OPC (o en el caso que los valores materia de la OPI no resulten tan atractivos).

[15] Recordemos que bajo el esquema inicial, el prestamista recompra los valores a un precio inferior al de la primera compra.

[16] Hacemos notar que en el caso que el prestatario no mantenga la titularidad de los valores en el momento en que se efectúa el anuncio de la oferta pública, deberá salir a comprar dichos valores al mercado. En tales casos, sí se producirá un perjuicio económico para aquél, toda vez que la cotización de tales valores se habrá elevado significativamente, a fin de recoger las expectativas de los inversionistas de beneficiarse con dichos procesos de oferta pública.

[17] Se ha previsto una regla similar para el caso de la OPC. No obstante, tal como se indica en el siguiente acápite, tales restricciones son aplicables desde que se hubiera anunciado la convocatoria a la junta general de accionistas para tratar la exclusión del valor.

EL NUEVO MERCADO DE VALORES LATINOAMERICANOS

Luis de Carlos - Fernando Calbacho*

El Mercado de Valores resulta ser un espacio de suma importancia para el financiamiento de los proyectos de empresas que cotizan en bolsa. Así, gracias a la creación en España del Mercado de Valores Latinoamericanos, se crea una nueva fuente para captar inversionistas extranjeros. Asímismo, la creación de este Mercado resulta un campo interesante para los inversionistas, dada la escasez en la oferta de valores que vienen experimentando.

En el presente artículo, los autores presentan una visión panorámica de las principales características del Mercado de Valores Latinoamericanos, tales como sus funciones, marco legal, ventajas, organización, entre otras, así como su importancia y su proyección a futuro.

INTRODUCCIÓN

El pasado 29 de octubre de 1999, el Gobierno español autorizó la creación del Mercado de Valores Latinoamericanos.

Con la iniciativa de las cuatro bolsas de valores españolas y el apoyo de la Bolsa de Portugal y de las principales bolsas latinoamericanas, se ha puesto en marcha en España un nuevo mercado organizado[1] que tiene por objeto la negociación y liquidación de acciones, obligaciones y otros valores de renta fija y variable de las principales compañías iberoamericanas.

Esta iniciativa puede entenderse como algo natural teniendo en cuenta la vinculación cultural y económica de España con los países iberoamericanos. España es en estos momentos el principal inversionista europeo en Latinoamérica. Con las recientes inversiones de las principales compañías españolas en empresas latinoamericanas de energía (compra de YPF por REPSOL, de ENERSIS por ENDESA), de telecomunicaciones (inversiones de TELEFÓNICA), de banca (inversiones del BSCH y del BBV), y de construcción (las principales compañías constructoras españolas - FERROVIAL, DRAGADOS, ACS, SACYR - están participando en la construcción de infraestructuras de transporte: autopistas, puertos y aeropuertos), el mercado latinoamericano se ha convertido en la vía de expansión internacional de las grandes -y en ocasio-

---

* Profesores españoles especialistas en Derecho Bursátil, Doctores en Derecho.

[1] La creación de este tipo de mercados se encuentra prevista, con carácter general, en el artículo 31.4 de la Ley del Mercado de Valores, según el cual «Sin perjuicio de lo que puedan establecer las leyes especiales, la creación de cualquier mercado o sistema organizado de negociación de valores u otros instrumentos financieros que no tenga la consideración de mercado oficial deberá ser autorizada, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por el Gobierno, o, en el caso de mercados de ámbito autonómico, por la Comunidad Autónoma correspondiente con competencias en la materia.»

nes no tan grandes- empresas españolas. En definitiva, Latinoamérica es, después de la Unión Europea, el área comercial más importante para España.

Por otra parte, existe la impresión de que ante la fuerte demanda de acciones experimentada en los últimos años en los mercados de valores europeos, y en particular en el mercado español, la oferta de inversión que ofrece la Bolsa española no es suficiente para absorber todo el dinero que está dispuesto a ser invertido en este mercado. Buena muestra de ello es el exceso de peticiones de compra o suscripción que se viene produciendo sistemáticamente en todas las recientes ofertas públicas de suscripción y venta de valores, o en el hecho de que tan sólo unos pocos valores acaparen la mayor parte del volumen de contratación en las bolsas españolas. Por ello, este nuevo Mercado permitirá a las bolsas españolas mencionadas ofrecer a los inversionistas nuevas oportunidades de inversión en compañías que se considera tienen en estos momentos un gran potencial de crecimiento.

Desde el punto de vista de las compañías emisoras, este mercado permitirá a las grandes compañías iberoamericanas acceder más fácilmente a la financiación en euros, como alternativa a la financiación en sus países de origen o en el mercado norteamericano. No obstante, este mercado no viene a sustituir a las bolsas latinoamericanas, sino que es compatible con ellas. Ello lo demuestra el requisito básico de que los valores de las compañías que vayan a cotizar en este mercado estén admitidos a negociación en alguna de las bolsas de los países iberoamericanos.

Este nuevo Mercado ha empezado a operar el pasado día primero de diciembre. Inicialmente serán cinco las empresas que estarán admitidas a cotización en el mercado (Aracruz Celulose, BBV Probursa, Banco Francés, Banco Río de la Plata y Banco Santander Puerto Rico), con una capitalización de 6.270 millones de euros (algo más de un billón de pesetas). No obstante, se espera que próximamente se incorporen otros valores (al menos otros seis han solicitado ya su admisión a negociación en este Mercado), con lo que la capitalización ascendería a 25.000 millones de euros. Se espera llegar en un futuro cercano a alcanzar la cifra de 50 empresas admitidas a negociación, cuya capitalización total será de unos 200.000 millones de euros (unos 33 billones de pesetas). Ello representaría aproximadamente la mitad de la capitalización actual de la Bolsa española.

1. CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO DE VALORES LATINOAMERICANOS

El Mercado de Valores Latinoamericanos es un sistema organizado de contratación, liquidación, compensación y registro de las operaciones que se realicen sobre aquellos valores latinoamericanos (e instrumentos financieros vinculados a dichos valores) admitidos a negociación en dicho mercado. No obstante, y como acertadamente se ha puesto de manifiesto[2], no se trata de una nueva bolsa o de un nuevo mercado oficial, con personalidad jurídica propia.

En este nuevo Mercado pueden ser admitidos a negociación directamente acciones, obligaciones y otros títulos de renta fija o variable. No será por tanto necesaria la negociación de estos títulos a través de instrumentos intermedios, como los ADRs.

Por el contrario, no podrán ser negociados en este Mercado opciones, futuros y otros derivados similares emitidos por sociedades domiciliadas en países iberoamericanos, con excepción de España.

Con carácter general, podemos decir que no existirán diferencias sustanciales con el mecanismo de contratación, liquidación y representación de los valores admitidos a negociación en las bolsas españolas.

Al igual que sucede en las bolsas españolas, existirá un único sistema electrónico de contratación, el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE), y un único sistema de liquidación de las operaciones bursátiles, en una única moneda, que será el euro.

Los valores admitidos a cotización en este Mercado se negociarán en las cuatro bolsas de valores españolas, y se contempla la posibilidad de incluir también en un futuro próximo a la Bolsa de Lisboa.

Este Mercado dispondrá de un horario de contratación más amplio que el habitual en las bolsas españolas, permitiendo la negociación de valores durante doce horas ininterrumpidas.

La contratación de los valores deberá realizarse a través de intermediarios autorizados para operar en este Mercado. En principio, tendrán la consideración de intermediarios autorizados las entidades miembros de los mercados españoles (sociedades y agencias de valores), si bien está prevista la posterior incorporación de otras entidades, pensando quizá en la partici-

[2] CAZORLA, Luis M., «El Nuevo Mercado Latinoamericano de Valores», Diario Expansión, 19 de noviembre de 1999.

pación de aquéllas que tengan la consideración de miembros de la bolsa de origen del emisor.

Para poder ostentar la condición de miembro de este mercado, la entidad interesada deberá solicitarlo al Consejo Rector del Mercado y cumplir con los requisitos relativos a medios personales y técnicos que han sido definidos por dicho Consejo Rector mediante la Circular 1/1999 sobre miembros del Mercado de Valores Latinoamericanos[3].

Asimismo, en la Circular 4/1999 se aprueba el Reglamento General de Conducta del Mercado de Valores Latinoamericanos, en donde se establecen las reglas generales de conducta de los miembros del Mercado, relativas a la imparcialidad y buena fe, cuidado y diligencia en las operaciones, medios y capacidades, información sobre la clientela, información a los clientes, conflictos de intereses, negativa a contratar y deberes de abstención. Asimismo, se establecen unas reglas especiales en materia de información privilegiada y procedimientos de resolución de controversias.

Los valores de este mercado especial estarán representados mediante el sistema de anotaciones en cuenta, y estarán inscritos en el Registro Contable del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores o de sus entidades adheridas. La liquidación de las operaciones se realizará en el mismo plazo que las que se realizan en el mercado español, es decir, tres días hábiles desde la fecha de contratación.

Por otra parte, se habilitará un nuevo índice especial, cuya denominación será Latibex. Asimismo, el Mercado editará un boletín diario en donde figurarán los valores admitidos a cotización en este Mercado, indicando los precios y volúmenes de contratación diarios de estos valores. La información financiera y los hechos relevantes presentados por las empresas emisoras serán también difundidos a través de este boletín.

2. VENTAJAS DEL NUEVO MERCADO

En primer lugar, y como ya hemos comentado, esta plataforma especial de contratación bursátil facilitará el acceso de las empresas latinoamericanas al mercado de capitales europeo, permitiéndoles de esta forma la financiación en euros. En la actualidad, muchas de las grandes empresas iberoamericanas se encuentran muy vinculadas a la financiación en el mercado de capitales norteamericano, por lo que este nuevo mercado puede constituir una buena alternativa a la financiación de dichas compañías. Aprovechando el sistema operativo de contratación de la bolsa española, estas empresas estarán ubicadas en uno de los mercados de valores más eficientes y baratos de Europa.

Desde el punto de vista de los inversionistas e intermediarios financieros europeos, éstos podrán más fácilmente invertir en las principales compañías iberoamericanas, disponiendo de unos niveles de información iguales a los de los inversionistas e intermediarios de los países en donde tengan su residencia las compañías emisoras.

Este Mercado no está reservado para inversionistas institucionales. También los pequeños inversores podrán operar adquiriendo acciones de compañías que se considera tienen un alto potencial de crecimiento. En definitiva, se trata de un mecanismo idóneo para canalizar inversiones no sólo españolas sino también del resto de países de Europa, hacia latinoamérica, a través de un único mercado, con un único sistema de contratación y liquidación, una única moneda, y con unos niveles de información y transparencia equivalentes a los que se dispone respecto de los emisores españoles.

La existencia de un único sistema de contratación y de liquidación en una única moneda implicará una reducción de costos, a lo que debe añadirse los bajos costos de intermediación que aplican los intermediarios españoles.

Finalmente, la Bolsa de Madrid aumentará su volumen de negocio, al canalizar la inversión europea sobre estos valores iberoamericanos.

3. MARCO JURÍDICO

3.1. Principios básicos y disposiciones aplicables

El Mercado de Valores Latinoamericanos está basado en tres principios básicos:

En primer lugar, el reconocimiento por parte de la legislación española de las normas bursátiles y de los principios contables del país de origen en cuya bolsa de valores la sociedad tenga sus valores admitidos a negociación.

[3] En dicha circular se regulan las entidades que pueden ser miembros del Mercado, los requisitos legales, medios técnicos y personales de los que deberán disponer los miembros, el procedimiento de admisión y los derechos y obligaciones de los miembros, y las normas para la suspensión y exclusión del mercado.

En segundo lugar, en el principio de autorregulación del propio Mercado a través de sus propios órganos internos, quedando circunscritas las funciones de supervisión e inspección de la C.N.M.V. a garantizar, en un segundo nivel, un grado mínimo de control que asegure el buen funcionamiento del Mercado.

En tercer lugar, en una estructura jurídica flexible, integrada por el acuerdo entre los miembros fundadores del Mercado, un reglamento interno y unas circulares e instrucciones operativas emitidas por sus propios órganos internos.

El régimen jurídico del Mercado está basado a su vez en dos grandes grupos normativos:

Por una parte, nos encontramos con las normas internas propias de este Mercado:

i. El Reglamento del Mercado, aprobado por el Gobierno español el día 29 de octubre de 1999.

ii. las circulares aprobadas por el Consejo Rector y las instrucciones operativas de la Comisión de Supervisión. Estas circulares e instrucciones operativas deberán ser comunicadas a la C.N.M.V., con el fin de verificar la adecuación a la legislación española del Mercado de Valores.

iii. las circulares elaboradas por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (S.C.L.V.) y autorizadas por la C.N.M.V., en relación con la compensación y liquidación de operaciones y el registro de los valores incorporados al mercado.

Por otra parte, serán aplicables al Mercado de Valores Latinoamericanos las disposiciones relativas a los mercados o sistemas organizados de negociación de valores, y del régimen y principios derivados del articulo 31.4 LMV.

De esta forma, la legislación española sobre ofertas públicas de adquisición de acciones (Real Decreto 1197/1991 del 26 de julio), la obligación de comunicación de la adquisición de participaciones significativas contenidas en el Real Decreto 377/ 1991, del 15 de marzo, y las normas de conductas españolas que prohiben el uso de información privilegiada y la manipulación de cotizaciones, continuarán siendo también aplicables a las empresas extranjeras que coticen en este Mercado especial.

Por su parte, los intermediarios que, en su condición de miembros del Mercado, efectúen operaciones en el mismo, quedarán sujetos al Reglamento del Mercado y a las demás normas que sean aprobadas, incluyendo las normas de conducta vigentes en el Mercado español de Valores y al propio reglamento interno de conducta que el intermediario deberá elaborar. Deberá así mismo cumplir las decisiones que puedan adoptar los órganos del Mercado y la C.N.M.V.

3.2. Órganos de Gobierno del Mercado

El Mercado de Valores Latinoamericanos contará con cuatro órganos encargados de la dirección, gestión, inspección, y supervisión del Mercado y coordinación con las bolsas de origen.

Estos órganos son el Consejo Rector, el Director Gerente, la Comisión de Supervisión y el Comité de Coordinación.

En primer lugar, la dirección y gestión del Mercado, y la fijación de las líneas generales sobre su estrategia y desenvolvimiento del Mercado, corresponden al Consejo Rector.

Para ello, el Consejo Rector ha sido el encargado de elaborar el Reglamento General del Mercado, aprobado por el Gobierno Español, y deberá aprobar las circulares que lo complementen y desarrollen.

Con fecha 26 de noviembre de 1999, se publicaron en el Boletín de Cotización de la Bolsa de Madrid las siguientes Circulares del Consejo Rector:

1. Circular 1/1999 de miembros del Mercado de Valores Latinoamericanos.

2. Circular 2/1999 de normas de procedimiento del servicio de reclamaciones del Mercado de Valores Latinoamericanos.

3. Circular 3/1999, por la que se aprueba el Reglamento Interno de Conducta del Mercado de Valores Latinoamericanos.

4. Circular 4/1999, por la que se aprueba el Reglamento General de Conducta del Mercado de Valores Latinoamericanos.

5. Circular 5/1999 sobre requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación de valores al Mercado de Valores Latinoamericanos.

6. Circular 6/1999 sobre normas de contratación del Mercado de Valores Latinoamericanos.

7. Circular 7/1999 sobre registro contable de los valores, y compensación y liquidación de opera-

ciones en el Mercado de Valores Latinoamericanos.

Asimismo, deberá aprobar el presupuesto anual del Mercado, las tarifas que se vayan a aplicar, y suscribir los acuerdos de coordinación con las bolsas de origen.

El Consejo Rector es también el órgano competente para acordar la incorporación y exclusión de valores del Mercado, y de la admisión, suspensión y exclusión de las entidades que actúen como miembros del mismo, la designación del Director Gerente, del Director del Servicio de Reclamaciones, de los miembros de la Comisión de Supervisión, y de los miembros de la Comisión de Arbitraje.

En un principio, el Consejo Rector estará integrado por un representante designado por cada una de las bolsas de valores españolas. No obstante, se prevé que puedan asistir también representantes de las bolsas de origen que hayan suscrito un acuerdo de coordinación.

En segundo lugar, la gestión diaria del Mercado viene atribuida al Director Gerente designado por el Consejo Rector.

El Director Gerente tendrá las funciones de organización y coordinación de los servicios del Mercado, dirección y supervisión de las actuaciones de quienes presten sus servicios en él, y gestión del régimen económico y de sus medios técnicos. Asimismo, presidirán los Comités de Coordinación y de Supervisión.

En tercer lugar, la inspección y supervisión del funcionamiento del Mercado están atribuidas a la Comisión de Supervisión.

Esta comisión, presidida por el Director Gerente del Mercado, estará integrada por personas de reconocida competencia y experiencia en el Mercado de Valores, designadas por el Consejo Rector.

Esta comisión deberá verificar que la contratación en el Mercado y la actuación de sus miembros se realiza de acuerdo con las normas aplicables, y tendrá competencia para suspender la contratación de valores y para suspender de manera cautelar la actuación de los operadores y de los miembros del Mercado.

Finalmente, el Comité de Coordinación será el órgano encargado de las relaciones del Mercado con las bolsas de origen.

Para asegurar esta relación, el comité estará integrado por un representante de cada una de las bolsas de valores españolas y de cada una de las bolsas de origen que hayan suscrito un Acuerdo de Coordinación.

Además de las relaciones y contactos con las bolsas de origen, este comité deberá establecer los criterios de selección de valores susceptibles de ser incorporados al Mercado y de examinar las propuestas de incorporaciones que hagan los miembros del Mercado.

La actuación de estos cuatro órganos, así como la de las personas que desempeñen actividades y funciones en el Mercado, se encuentra regulada por la Circular 3/1999 en la que se aprueba el Reglamento Interno de Conducta, en donde se establecen las normas relativas a los conflictos de intereses, reglas especiales en materia de información privilegiada, realización de operaciones, e infracciones.

3.3. Requisitos para la admisión a negociación en el Mercado Latinoamericano de Valores

El principio antes mencionado, sobre el reconocimiento de la normativa del país de origen, implica que la admisión a negociación de los valores en este Mercado especial no precisará del cumplimiento de las obligaciones establecidas en el Derecho Español para la admisión a negociación de valores en las bolsas españolas, consistentes básicamente en la verificación del correspondiente Folleto Informativo por la C.N.M.V.

Por el contrario, el procedimiento de admisión a negociación será mucho más rápido y sencillo, siendo únicamente necesario que la empresa emisora de los valores cumpla con los siguientes requisitos:

i. Que los valores que vayan a ser admitidos a negociación coticen previamente en alguna de las bolsas iberoamericanas. Dicha bolsa deberá encontrarse homologada por el Comité de Supervisión del Mercado.

   Los criterios para llevar a cabo esta homologación estarán basados tanto en que el régimen de admisión a negociación de valores, como en que las normas de supervisión y difusión de información se ajusten a unos criterios equiparables a los que rigen en el Mercado español de Valores.

   Los valores e instrumentos financieros admitidos a negociación en el Mercado estarán representados mediante anotaciones en cuenta. Para su

registro como tales anotaciones en cuenta, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores deberá establecer y gestionar un procedimiento especial, el cual deberá ser previamente aprobado por la CNMV, y que deberá respetar los procedimientos establecidos con carácter general para los valores extranjeros.

ii. Que la sociedad emisora tenga una capitalización superior a 300 millones de euros (unos 50.000 millones de pesetas).

iii. Que acredite el cumplimiento habitual de las obligaciones establecidas en la bolsa de origen.

iv. Que presente una solicitud formal de admisión a negociación en este Mercado especial. Esta solicitud de admisión podrá ser también presentada por un accionista principal de la sociedad emisora.

v. Que se verifique que toda la información que el emisor haya facilitado y difundido en su bolsa de origen esté inmediatamente disponible en el Mercado.

Para ello, será necesario que se concierte con la bolsa de origen un Acuerdo de Coordinación que tendrá por objeto coordinar los mecanismos de supervisión del Mercado de Valores Latinoamericanos con dicha bolsa de origen, y asegurar el régimen de difusión de información que el emisor facilite en dicha bolsa.

Cuando no exista tal Acuerdo de Coordinación con la bolsa de origen, el órgano rector del Mercado deberá establecer otros medios que garanticen la disponibilidad de tal información.

Todos estos requisitos han sido desarrollados por el Consejo Rector en la Circular 5/1999 del 24 de noviembre, sobre requisitos y procedimiento aplicable a la incorporación de valores al Mercado de Valores Latinoamericanos.

3.4. Normas sobre contratación de valores

Con carácter general, la contratación de valores en este Mercado se ajustará a las normas aplicables en el Mercado español de Valores.

Ello implica, en primer lugar, que la contratación deberá llevarse a cabo con la participación de una entidad (Sociedad o Agencia de Valores) que tenga la condición de miembro del Mercado.

Además, la contratación deberá realizarse a través de los procedimientos y modalidades existentes en el Mercado español de Valores.

Ahora bien, dadas las peculiaridades que puede llegar a revestir este Mercado, las normas específicas relativas a las clases o modalidades de operaciones, precios aplicables, la forma de las propuestas de contratación, los límites cuantitativos y temporales aplicables, y las cuantías mínimas y máximas exigibles, deberán ser detalladas mediante las circulares y las instrucciones operativas aprobadas respectivamente por el Consejo Rector y por la Comisión de Supervisión.

La primera circular aprobada sobre este aspecto ha sido la Circular 6/1999, del 24 de noviembre, en la que se recogen las normas específicas de contratación en este Mercado y que vienen referidas al régimen de operaciones, sesiones y horarios de contratación, parada y suspensión por noticias o acontecimientos importantes o incidencias singulares en el desarrollo de una sesión, propuestas de compra o venta y aplicaciones. Asimismo, se regulan los precios y sus variaciones (precio de cierre, precio de referencia para la sesión, y variaciones máximas y mínimas para cada sesión), y se establecen las normas generales de contratación, contratación de bloques y contratación de derechos de suscripción.

3.5. Suspensión y exclusión de la contratación de valores

El Órgano Rector del Mercado podrá suspender la contratación de valores cuando lo considere conveniente para el buen funcionamiento del Mercado o para evitar perjuicios a todos los que intervengan en él.

También podrán ser excluidos del Mercado los valores en los siguientes casos:

- Exclusión de negociación en la correspondiente bolsa de origen.

- Resolución del Acuerdo de Coordinación o del medio alternativo concertado por el Mercado.

- Incumplimiento grave y reiterado de las obligaciones de información por parte de su entidad emisora.

- Alteración prolongada y estable de los volúmenes y frecuencia de contratación, y de la difusión, que se tuvieron en cuenta para incorporarlos al Mercado, y de los que estén en él establecidos.

Tanto la suspensión de la contratación de un valor

como la exclusión del Mercado deberán ser comunicados a la C.N.M.V.

A nuestro juicio, y teniendo en cuenta que la legislación española sobre Ofertas Públicas de Adquisición de Valores contenida en el Real Decreto 1197/1991 es aplicable a este Mercado, la C.N.M.V. podría, de acuerdo con el artículo 7 de dicho Real Decreto, condicionar la exclusión a la formulación de una Oferta Pública de Adquisición dirigida a todas las acciones afectadas por la exclusión.[4]

3.6. Normas relativas a la difusión de información

Por lo que se refiere a la difusión de información, uno de los aspectos fundamentales es que la sociedad emisora extranjera no quedará sometida a la normativa sobre principios contables y a las exigencias de información periódica de la legislación española. Al contrario, la sociedad emisora continuará sujeta a las normas contables y a las obligaciones de transparencia e información periódica, aplicables en su país de origen. Ello implica que estas empresas únicamente deberán facilitar periódicamente a este Mercado la misma información que facilitan en sus bolsas de origen. Ello tiene a su vez dos consecuencias:

Primera: para la incorporación de un valor al Mercado, la sociedad emisora deberá poner a disposición de éste la misma información que ya hubiere puesto a disposición de su bolsa de origen.

Segunda: una vez incorporada al Mercado, la bolsa de origen, a través del Acuerdo de Coordinación suscrito con el Mercado o a través de cualquier otro medio que se establezca, deberá comunicar al Mercado de forma inmediata toda la información relativa a las entidades emisoras que le vaya siendo facilitada por éstas.

Esta información será difundida por el órgano supervisor del Mercado a través de un boletín diario. En este boletín se publicarán además, las circulares e instrucciones operativas aprobadas por los órganos del Mercado, los precios de las operaciones y los volúmenes de contratación.

Lo anterior implica que todos los inversionistas dispondrán del mismo nivel de información sobre la sociedad emisora que los inversionistas en el país de origen de ésta.

3.7. Compensación y liquidación de operaciones

El órgano competente para la liquidación y compensación de las operaciones que se realicen en este Mercado será el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores S.A. (S.C.L.V.).

Para ello, el S.C.L.V, mediante la Circular 7/1999 de 25 de noviembre, ha definido el sistema de registro contable de los valores que en él sean admitidos a negociación así como los procedimientos operativos a través de los cuales serán liquidadas y compensadas las operaciones negociadas en dicho Mercado.

Aunque la mencionada Circular establece las correspondientes especialidades derivadas de las diferencias existentes entre ambos mercados, tanto en la regulación como en la operativa, el procedimiento está basado en gran medida en los principios aplicados por el S.C.L.V. en el Mercado Bursátil español.

3.8. Funciones de la C.N.M.V.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (C.N.M.V.) no ejercerá sus funciones reguladoras y supervisoras en este mercado de una forma directa. Como hemos explicado, este mercado estará regulado y supervisado por sus propios órganos internos. Sin embargo, ello no significa que el papel de la C.N.M.V. quede totalmente relegado. Por una parte, la C.N.M.V. conservará sus competencias como órgano de supervisión de la actuación realizada por dicho Comité Especial.[5] Dentro de estas facultades de supervisión, el Reglamento del MLV atribuye a la C.N.M.V. las siguientes competencias[6]:

---

[4] Según el párrafo 1 del artículo 7, cuando «una sociedad que tenga valores admitidos a negociación en Bolsa acuerde su exclusión de la misma, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, si, examinados los eventuales procedimientos que la sociedad hubiera establecido para proteger los intereses de los titulares de los valores, considerara que la exclusión puede lesionar los legítimos intereses de dichos titulares, podrá condicionarla a que por la sociedad se promueva una oferta pública de adquisición en los términos previstos en este artículo, para proceder a su amortización, salvo que, por concurrir los requisitos contemplados en el artículo 75 de la Ley de Sociedades Anónimas, esta amortización no sea necesaria.»

[5] Según puso de manifiesto D. Juan Fernández-Armesto, Presidente de la CNMV en la Conferencia de Clausura del I Foro Europeo de Empresas Latinoamericanas «La Comisión será el segundo escalón en la supervisión de este mercado. La Supervisión directa, las decisiones sobre admisión, suspensión y exclusión del valor, la garantía de que la información disponible sea suficiente y de calidad contrastada, de que las cuentas arrojen la imagen fiel de los emisores, todas estas decisiones y responsabilidades corresponden al propio mercado».

[6] Según el Acuerdo de 10 de noviembre de 1999, el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha delegado estas competencias en el Presidente y en el Vicepresidente de dicho organismo.

1. Posibilidad de suspender o dejar sin efecto las circulares aprobadas por su Consejo Rector y las instrucciones operativas de la Comisión de Supervisión cuando la CNMV considere que infringen la legislación española del Mercado de Valores, o perjudican la corrección y transparencia de la negociación y del proceso de formación de precios o la protección de los inversores (artículo 6 del Reglamento).

2. Autorizar el procedimiento que establezca el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores para el registro de los valores e instrumentos financieros extranjeros que se admitan a negociación en el Mercado (artículo 24.2 del Reglamento).

3. Posibilidad de suspensión o anulación de los acuerdos de incorporación o de exclusión de valores del Mercado cuando entienda que dichos valores no se ajustan a los requisitos previstos en el Reglamento del Mercado o a las demás normas aplicables (artículos 9.3 y 11 del Reglamento).

4. Posibilidad de suspensión o anulación de los Acuerdos de Coordinación que se formalicen entre el Comité de Coordinación del Mercado y la bolsa de origen cuando dichos acuerdos no se ajusten a los requisitos del Reglamento del Mercado o demás normas aplicables (artículo 9.4. del Reglamento).

5. Autorización del nombramiento de los miembros integrantes del Consejo Rector del Mercado (artículo 12.4 del Reglamento).

6. Autorización del procedimiento especial que establezca el S.C.L.V. para la compensación y liquidación de las operaciones que se realicen en el Mercado (artículo 23 del Reglamento).

7. Designar a un representante para que asista a reuniones de la Comisión de Supervisión en calidad de observador (artículo 14 del Reglamento).

8. Oponerse al nombramiento de Director Gerente del Mercado (artículo 5 del Reglamento).

9. Aprobar el presupuesto, los precios y comisiones.

10. Suspender o dejar sin efecto los acuerdos a celebrar entre el S.C.L.V. y otros depositarios centrales de valores u organismos similares, así como establecer los requisitos técnicos y operativos que deban reunir las entidades con las que el S.C.L.V. concierte dichos acuerdos (artículo 24 del Reglamento).

En segundo lugar, conservará sus actuales competencias de investigación de las actuaciones realizadas por los sujetos del mercado, así como de sanción de las conductas que infrinjan la normativa española que resulte de aplicación o la normativa del país de origen. En tercer lugar, la C.N.M.V. será el organismo encargado de difundir en el mercado la información facilitada por los emisores en sus respectivos países de origen.

3.9. Resolución de controversias

El Reglamento prevé dos sistemas específicos de resolución de controversias que se produzcan dentro del Mercado:

Por una parte, las entidades que tengan la condición de miembros del Mercado están obligadas a someter a arbitraje tanto las controversias que puedan surgir entre los propios miembros en su actuación en el Mercado, como las reclamaciones que puedan dirigir contra ellos sus clientes.

En la medida en que los clientes tienen también abierta la vía judicial ordinaria para presentar sus reclamaciones, el procedimiento arbitral sólo vinculará al miembro del Mercado cuando el cliente haya formulado su reclamación por esta vía.

Evidentemente, y quizá por influencia del artículo 5 de la Ley de Arbitraje española, del 5 de diciembre de 1988, la obligación se extiende a la aceptación, cumplimiento y ejecución del laudo.[7]

El arbitraje será administrado por una comisión especial, que tendrá facultades para decidir un procedimiento rápido y flexible, que no podrá exceder de tres meses (frente al plazo máximo de seis meses de la Ley de Arbitraje española), con la posibilidad de acordar una prórroga de un mes (frente a la posibilidad de prórroga indefinida de la Ley española).

Por otra parte, se ha creado un Servicio de Reclamaciones con el fin de atender las quejas de los inversores y clientes del Mercado y demás entidades interesadas. Para ello, el servicio deberá emitir una opinión funda-

[7] El artículo 5 del la Ley de Arbitraje exige para la validez del convenio arbitral no sólo la expresión de la voluntad inequívoca de someter al arbitraje, sino también la expresión de la obligación de cumplir el laudo, requisito que, por obvio, ha sido considerado innecesario por numerosas sentencias.

da sobre la reclamación, y podrá además, cuando aprecie la infracción de las normas del Mercado, informar de la queja a la Comisión de Supervisión y a la C.N.M.V.

Las Normas de Procedimiento del Servicio de Reclamaciones han sido establecidas en la Circular 2/1999 en donde se regulan las normas generales de actuación en el procedimiento (confidencialidad de la información suministrada, carácter sumario del procedimiento, calificación de las reclamaciones en cuanto al fondo, cómputo de plazos, carácter escrito y rogado del procedimiento), procedimiento para la tramitación de la reclamación (alegaciones de las partes, ampliación de documentos) y emisión de informe final por el Servicio de Reclamaciones.

NUEVA COLECCION CODIGOS BASICOS

GACETA JURIDICA

¿Qué esperas de un buen Código (aparte de que no se te deshoje)?

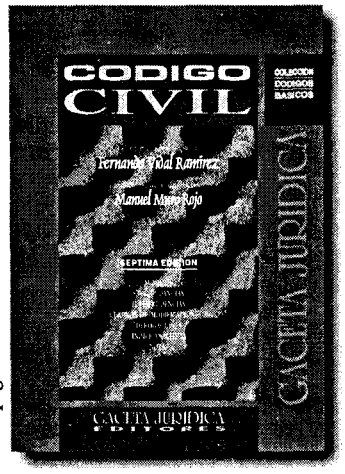
Códigos normativos en formato de bolsillo los hay de todo tipo, pero raramente con la reconocida calidad de la *colección de Códigos básicos* de Gaceta Jurídica.

Cada uno de los cuatro Códigos de que consta la presente colección ha pasado por una exhaustiva y minuciosa revisión por parte de un calificado equipo de abogados, a efectos de reducir posibles errores materiales (en la transcripción de los textos oficiales) y, sobre todo, errores de técnica jurídica. De este modo, cada nueva edición o reimpresión es una nueva oportunidad para hacer más perfectible el producto. Caracterizan a esta labor de revisión: a) el rigor en la actualización de los textos normativos; b) la permanente corrección de cada una de las *sumillas* (¿sintetizan de modo cabal el contenido de los textos normativos?) y de las *concordancias* (¿son pertinentes?); y c) la inclusión de más *valores agregados* (normas complementarias y conexas y –en la presente colección– jurisprudencias).

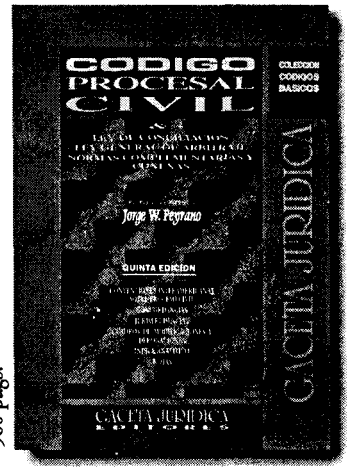
La *nueva* colección de Códigos básicos trae una novedad: Cada uno de los Códigos contienen numerosas jurisprudencias, las cuales han sido seleccionadas en función de: a) su valor interpretativo; b) que completan lo dispuesto por la ley; y c) que, en algunos casos, contradicen aparentemente la literalidad del texto legal. El lector podrá así confrontar el texto de la ley en relación a cada caso concreto.

Así, el Código Civil incluye 1,000 jurisprudencias; el Código Procesal Civil, 600 jurisprudencias; el Código Penal, 250 jurisprudencias; y el Código de Procedimientos Penales, 500 jurisprudencias.

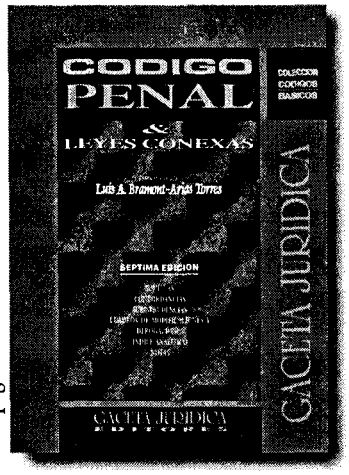
¡Con numerosas jurisprudencias!



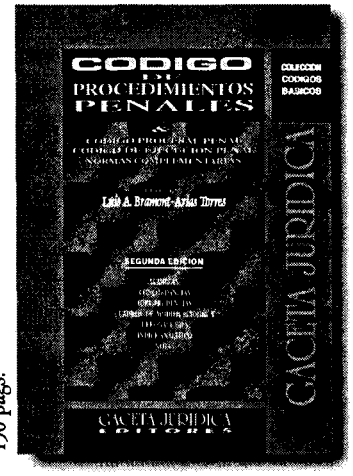
640 págs.



560 págs.



416 págs.



450 págs.

CODIGOS COSIDOS
PARA USO COMODO Y FRECUENTE

NATURALEZA JURÍDICA DEL CONTRATO DE REPORTE

Carlos Enrique Arata Delgado*

En el Derecho, como en toda disciplina que se estructura sobre la base de conceptos e instituciones, es de suma importancia conocer las razones teóricas que fundamentan la aplicación de determinadas reglas. En ese sentido, es fundamental para la actividad diaria de los abogados tener una base conceptual que les permita analizar las distintas situaciones que se presentan en la realidad y otorgarles el tratamiento adecuado.

En el presente artículo, el autor intenta descubrir la naturaleza jurídica de la operación de reporte. Para ello, hace un breve recorrido por las distintas teorías que se han construido al respecto, para, finalmente, sostener aquélla que le parece describe mejor la operación referida.

INTRODUCCIÓN

La actividad bursátil se ha visto incrementada en nuestro país, de tal manera que cada día existen más medios alternativos de financiamiento. Por ello, es necesario que los operadores conozcan los instrumentos con los que cuentan para obtener recursos. Así, surge el Mercado de Valores como aquel sector que permite lograr tal financiamiento con una expectativa de ganancia mayor que la que se obtendría en el sistema bancario.

Uno de los medios más empleados por los inversionistas bursátiles para obtener recursos, debido a su especial configuración, es la operación de reporte. Sin embargo, su parecido con otras figuras jurídicas ha generado amplias discusiones respecto a su naturaleza.

Por este motivo, el presente trabajo buscará definir de la manera más precisa posible la naturaleza jurídica de la operación de reporte, tomando en cuenta las principales teorías que se han planteado al respecto, para luego sustentar aquélla que responde de manera más adecuada a las características propias de esta operación bursátil.

Así, en principio intentaremos dar al lector una visión general de lo que es el Mercado de Valores, para luego pasar a definir la operación de reporte. En un tercer momento daremos repaso a las principales teorías que se han formulado sobre su naturaleza jurídica. Finalmente, y tomando en cuenta todo lo anterior, presentaremos nuestra tesis y rebatiremos las críticas que respecto de ella se puedan plantear.

* Alumno de Sexto Ciclo de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

I. EL MERCADO DE VALORES

Antes de poder determinar las principales características de la operación de reporte, resulta necesario analizar primero qué es el Mercado de Valores y, principalmente, qué función cumple en el mundo de las finanzas.

El Mercado de Valores es entendido como un segmento del mercado de capitales donde se realizan operaciones relativas a títulos libremente transferibles que confieren a sus titulares ciertos derechos crediticios o de participación en el capital, patrimonio o utilidades del emisor. José Delmar[1] define al Mercado de Valores como un ente situado dentro del mercado financiero (por lo tanto dentro del sistema financiero) que "incluye relaciones de crédito y financiamiento entre una entidad demandante de financiación y un número elevado de ahorristas a través de unos valores negociables de carácter homogéneo y fungible", teniendo básicamente tres funciones: a) canalizar el ahorro; b) proporcionar liquidez a activos negociados; y, c) facilitar la asignación de recursos.

La existencia de un Mercado de Valores permite a los inversionistas contar con una alternativa para obtener mayores rentas que las ofrecidas por el sistema bancario. Así, de la definición antes dada podemos observar que el Mercado de Valores es básicamente un sistema por medio del cual las personas pueden invertir capitales, de tal manera que al hacerlo obtengan rentas a corto plazo dada la fluctuación del precio de los valores negociados. Ésta sería la razón principal por la cual un inversionista prefiere colocar sus capitales en la Bolsa de Valores antes que en un banco, aunque definitivamente se corren mucho más riesgos.

Este financiamiento a través del Mercado de Valores se lleva a cabo empleando las llamadas operaciones de bolsa, que en general se pueden definir de la siguiente manera: "... se trata de actos jurídicos complejos en los que los objetos son valores que se ofrecen *in genere* y deben realizarse conforme a las normas que las rigen y a las prácticas bursátiles."[2] Con el fin de estructurar estas operaciones, se crean entidades como las bolsas de valores[3], que serán los lugares donde se llevarán a cabo las operaciones de bolsa entre las cuales está, precisamente, la operación de reporte.

En tal sentido, a través del Mercado de Valores una empresa carente de recursos emite valores mobiliarios con el fin de cubrir sus necesidades financieras y, por otro lado, un agente que desea obtener beneficios económicos coloca sus capitales en dichas emisiones con el fin de obtener una mayor rentabilidad.

II. EL CONTRATO U OPERACIÓN DE REPORTE

a) Definición

De acuerdo al artículo 34 del Reglamento de Operaciones de Bolsa (Resolución CONASEV 021-99-EF94.10) la operación de reporte "Es aquélla que comprende una venta de valores, a ser liquidada dentro del plazo establecido para las operaciones al contado o a plazos, y una simultánea compra a ser liquidada dentro del plazo pactado (...). Es característica de las operaciones de reporte que los valores que se transfieren en propiedad, queden como margen de garantía del reportante para el cumplimiento de la liquidación de la última venta a plazo...»[4]. El primer vendedor será llamado reportado y el segundo reportante.

De acuerdo a esta definición, podemos afirmar que la operación de reporte es una operación bursátil que involucra dos operaciones: la primera es una operación de compraventa al contado de valores, y la segunda es la operación inversa, es decir, la reventa (o recompra) de los mismos valores en un plazo determinado y a un precio previamente pactado, instrumentándose ambas operaciones en un mismo documento. Estos valores inicialmente transferidos mediante la primera operación son retransmitidos en virtud de la segunda, lo que determina que el enajenante inicial de los valores vuelva a ser titular de los mismos mediante su readquisición. Explicado de otro modo, la operación de reporte implica la celebración de dos ventas de bienes fungibles (valores mobiliarios) de la siguiente forma: a) el reportante se obliga a pagar un

[1] DELMAR, José A. "Algunas Ideas Acerca de la Autorregulación Bursátil" En: Ius Et Veritas 16. 1998. P. 56-57

[2] VIDAL RAMÍREZ, Fernando "La Bolsa en el Perú". Cultural Cuzco, Lima, 1988. P. 384.

[3] El Decreto Legislativo 861 - Ley de Mercado de Valores - define en su artículo 130 a las Bolsas de Valores: "Artículo 130.- Definición y Finalidad.- Las bolsas de valores son asociaciones civiles de servicio al público y de especiales características, conformadas por sociedades agentes, que tienen por finalidad facilitar la negociación de valores inscritos, proveyendo los servicios, sistemas y mecanismos adecuados para la intermediación de valores de oferta pública en forma justa, competitiva, ordenada, continua y transparente."

[4] De acuerdo al anterior Reglamento (Resolución CONASEV 130-83-EFC/94.10) la operación de reporte, en el artículo 23 era definida como «... aquella que resulta de la aceptación de una propuesta que comprende una compra o venta de valores al contado o a plazo fijo con el compromiso de una simultánea operación inversa de venta o compra de la misma cantidad y especie de valores a plazo fijo y a un precio determinado.»

precio por determinado número de valores, a comprarlos, y el reportado a transferir su propiedad; b) en un segundo momento (luego del plazo estipulado en el contrato) el reportante se obliga a transferir a favor del reportado igual cantidad de valores de la misma especie a los transferidos en el primer momento, y el reportado se obliga a pagar un precio por ellos (que incluye un "*plus*" que será la ganancia del reportante). Es decir, se venden títulos asumiendo inmediatamente la obligación de revenderlos luego de un plazo establecido (siempre entre las mismas partes de la venta original), a un precio superior previamente pactado.

Pongamos un ejemplo: el sujeto "X" es propietario de 1000 acciones de la empresa "Y", pero necesita dinero y desea obtenerlo sin necesidad de desprenderse para siempre de sus acciones. Así, decide realizar una operación de reporte poniéndose en contacto con su agente. Se transfieren las acciones a "Z" por un determinado monto. Transcurrido el plazo estipulado en la operación, "Z" le vende la misma cantidad de acciones de la mencionada empresa "Y" por otro monto previamente determinado, que incluye la ganancia que "Z" esperaba obtener. De esta manera, "Z" obtiene una ganancia por ese "*plus*", y "X" obtiene el financiamiento deseado sin desprenderse definitivamente de sus aciones.

Como es característica de todas las operaciones de bolsa, mediante el reporte se transfiere la propiedad de los títulos de crédito, siendo necesaria para su validez la tradición real de éstos, motivo por el cual el reportado no puede ejercer ni alegar sobre los títulos materia del contrato ningún derecho real aunque, como veremos luego, ciertos beneficios derivados de estos valores le corresponden, por lo que el reportante debe informarle si desea o no ejercer estos derechos. Por este motivo, la propiedad de los títulos que adquiere el reportante tiene restricciones, haciendo ello más difícil la definición de su naturaleza jurídica.

Una forma alternativa de llevar a cabo la operación de reporte, y que tiene como finalidad ya no una ganancia por parte del reportante, sino posibilitar que éste se beneficie del derecho a voto que otorgan los títulos materia de la operación, es el denominado deporto. Mediante esta operación, el reportante adquiere una cantidad determinada de títulos que le permita tener una posición dominante dentro de determinada empresa, con el fin de tomar decisiones en ésta (o en la asamblea de obligacionistas si la operación versase sobre bonos) ejerciendo el derecho a voto correspondiente a los títulos adquiridos. Consideramos que esta operación está regulada por el Capítulo IV del Reglamento de Operaciones de Bolsa bajo el nombre de Préstamo de Valores.

Adicionalmente, existe el llamado reporte secundario. Por él, el reportante, en un afán de obtener liquidez antes del vencimiento de la operación, transfiere su posición de reportante a un tercero, quedando la segunda fase de la operación intacta. Es decir, lo único que sucede es que hay un cambio en la persona del reportante mediante una operación al contado. De acuerdo a José Tola[5] el beneficio del nuevo reportante se da en tanto el precio de venta se fija de acuerdo al precio pactado en la operación inicial, y el tiempo que falta para su vencimiento acorde con el mercado.

Finalmente, existe el llamado reporte bancario[6] que, si bien no se encuentra regulado por nuestra legislación, podría pactarse en virtud del artículo 1354 del Código Civil. Este tipo de operación tiene como finalidad la obtención del crédito, por lo que es evidente que su naturaleza jurídica es la del mutuo con garantía prendaria (que es su principal atractivo), aunque debe vencer siempre el impedimento del pacto comisorio[7].

Un punto de suma importancia para el presente trabajo es la constitución de los márgenes de garantía. El margen de garantía es el número de valores o sumas de dinero pre-establecidas que los operadores deben depositar con el fin de asegurar el cumplimiento de las operaciones de bolsa en general (artículo 2, literal n del Reglamento de Operaciones de Bolsa) . Para el caso especial de las operaciones de reporte, el reportante debe hacer un depósito correspondiente al 100% de los valores transados o los valores mismos, eliminando el riesgo de incumplimiento en la venta a plazo. Como hemos visto, el artículo 34 del Reglamento de Operaciones de Bolsa antes transcrito señala que es característica de las operaciones de reporte que los valores materia del contrato sean depositados como margen de garantía. Por otro lado, el reportado

[5] TOLA NOSIGLIA, José. "El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú". Mass Comunicación. Lima, 1994. P. 398

[6] ESCOBAR ROZAS, Freddy. «Cuestiones Esenciales sobre el Contrato de Reporte" En: Informe Legal del Estudio Benites, Mercado & Ugaz 12, diciembre de 1995. P. 7

[7] Como veremos más adelante, la función económica de la operación del reporte constituye también la obtención de una renta por la colocación de capitales para el reportante, mientras que para el reportado será la obtención de capital sin desprenderse perennemente de sus acciones, por lo que su finalidad evidentemente constituye también la obtención de un crédito. Sin embargo, Escobar no considera que la naturaleza jurídica del reporte bursátil también sea la del mutuo con garantía prendaria.

deberá depositar el monto correspondiente a la diferencia que existe entre ambas operaciones. De acuerdo al artículo 50 del Reglamento de Operaciones de Bolsa, en el caso de que se produzca un incumplimiento, la operación quedará sin efectos, extinguiéndose las obligaciones de las sociedades (sociedades agentes de bolsa) intervinientes. Esto implica que se abandona la operación, restituyéndose, de acuerdo al artículo 51, el margen de garantía. Es decir, de incumplir el reportado, el reportante se quedará con las acciones transferidas en virtud de la operación, las que depositó como margen de garantía. Siguiendo lo señalado por la norma, José Tola afirma que «... si el reportado no cumpliera con reponer las garantías a que estuviere obligado, el reportante podrá optar por el cumplimiento de la operación ejecutando la garantía o por la resolución del contrato, en cuyo caso el reportante se queda con los valores reportados, dándose por concluida la operación.»[8] Como se habrá podido apreciar, el tema del margen de garantía constituye un punto esencial para determinar la función que cumple la operación de reporte y su naturaleza jurídica. Este punto lo trataremos más adelante.

b) Función económica

Por medio de la operación de reporte, los ahorristas pueden invertir su dinero en la compra de valores en bolsa, con la seguridad de que los revenderán en un determinado plazo y a mayor precio, obteniendo así una ganancia prefijada, es decir, que el reportante no gana sólo por la inversión, sino también por el "*plus*" pagado por el reportado al devolver los valores. Otra ventaja evidente para el reportante es que, como hemos señalado anteriormente, al poder resolver el contrato ante el incumplimiento del reportado, puede quedarse con las acciones materia de la operación; así, se permite una recuperación rápida del dinero invertido, evitando que tenga que recurrir a procedimientos engorrosos para lograr la ejecución del bien.

Por el lado del reportado, la operación de reporte constituye un interesante flujo para aquéllos que demandan dinero que no puede ser obtenido en el mercado tradicional debido a la inflación, las elevadas tasas de interés y las excesivas garantías que exigen los agentes financieros[9]. Así, el reportado, deficitario de recursos y poseedor de valores, puede obtener un crédito a corto plazo, dejando como garantía estos valores.

Estas características de la función económica de la operación de reporte pueden ser resumidas de la siguiente manera: "Su función económica es la de permitir a quien posee títulos de crédito (reportado), procurarse dinero por un cierto tiempo, sin enajenarlos definitivamente, y a quien tenga dinero disponible (reportador) hacer de él un seguro y productivo empleo a término breve, o sea, con la posibilidad de recuperar pronto, en restitución, el dinero..."[10]; o de esta otra: "...este esquema negocial (...) constituye uno de los instrumentos o mecanismos contractuales más idóneos para obtener inmediato financiamiento - crédito - y para realizar inversiones con alto grado de rentabilidad y seguridad."[11]

Entonces, como se habrá podido observar de todo lo dicho, la operación de reporte constituye una operación bursátil distinta a cualquier otra. En la operación de reporte ninguna de las partes pretende permanecer en esa posición jurídica por mucho tiempo, uno simplemente quiere dinero para lo cual da en garantía sus acciones, y el otro quiere obtener una ganancia colocando su dinero en la bolsa, sabiendo que revenderá las acciones adquiridas, y que obtendrá la ganancia esperada.

c) Beneficios durante el reporte

Un punto de suma importancia para determinar la naturaleza jurídica de la operación de reporte es quién se beneficia con los derechos que derivan de las acciones materia de la operación de reporte durante la vigencia de ésta.

Como se ha señalado, la propiedad que se transfiere como consecuencia de la realización de una operación de reporte tiene una serie de restricciones. Así, por ejemplo, el artículo 36 del Reglamento de Operaciones de Bolsa señala que tratándose de dividendos, el reportante deberá entregar al reportado, al vencimiento de la operación, una compensación económica por el importe del dividendo. Para el caso en que la operación de reporte verse sobre obligaciones, si bien la ley no dice nada, siendo coherente con lo dispuesto por el mencionado artículo 36, se entiende que los intereses que de ellas se deriven corresponderán al reportado.

---

[8] TOLA NOSIGLIA, José. Op. Cit. p. 402

[9] Así señala Raúl Ernesto VILLANUEVA PASQUALE en "Naturaleza Jurídica del Contrato de Reporte" Tesis para optar por el Grado de Bachiller en Derecho. Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, 1990. P. 4.

[10] MESSINEO, Francesco "Manuel de Derecho Civil y Comercial" Tomo V. Ediciones Jurídicas Europa - América, Buenos Aires, 1979. P. 139

[11] ESCOBAR ROZAS, Freddy. Op. Cit. P.7

Respecto al derecho de voto, la doctrina se inclina por considerar que éste corresponde al reportante[12]. Igualmente, será éste quien soporte el riesgo por la pérdida o destrucción de los títulos.

De todo lo expresado podemos concluir lo siguiente:

1) La operación de reporte constituye una venta y una posterior reventa de la misma cantidad y especie de valores mobiliarios, pagándose un "*plus*" en la reventa que representará la ganancia para el reportante.

2) Su finalidad es que el reportado obtenga financiamiento mediante la venta de sus valores, y que esta venta no sea definitiva; y por el lado del reportante, la finalidad será invertir su excedente de dinero en una operación que le proporcionará un beneficio al retransferir los valores adquiridos al anterior propietario con un "*plus*", que es su ganancia.

3) En tanto los valores mobiliarios son bienes fungibles, la transferencia de éstos deberá ser en propiedad (de otra manera resulta ilógico, pues el reportante igual podrá transferirlos y comprar la misma cantidad de valores de la misma especie para vendérselos al reportado a la conclusión de la operación).

4) La propiedad que adquiere el reportante tiene una serie de limitaciones como el hecho que no es él quien se beneficia de los dividendos que se puedan repartir durante la vigencia de la operación.

Estas características hacen de la operación de reporte una operación muy especial, motivo por el cual su naturaleza jurídica ha sido materia de amplias discusiones, cuestión que pretendemos aclarar en el presente trabajo.

III. NATURALEZA JURÍDICA DE LA OPERACIÓN DE REPORTE

Como hemos apuntado anteriormente, la operación de reporte se distingue de las demás operaciones de bolsa debido a sus características únicas. Una operación de bolsa común tiene la naturaleza jurídica de una compraventa[13], sin embargo, respecto a la naturaleza jurídica de la operación de reporte, la doctrina aún no encuentra una respuesta uniforme.

Así, durante los años de existencia de la operación de reporte, distintas teorías han tratado de explicar su peculiar naturaleza jurídica, las mismas que trataremos de resumir a continuación.

a) Teoría de la venta

Esta teoría, como su propio nombre lo dice, señala que la naturaleza jurídica de la operación de reporte debe reconducirse a la de una compraventa, dada la transferencia de propiedad que opera como consecuencia de la celebración de la operación.

Dentro de esta teoría podemos encontrar dos vertientes; una que señala que la operación de reporte es una compraventa con pacto de retroventa, y otra que señala que es una doble venta.

Estas dos vertientes trataron de contrarrestar la crítica que en primer lugar se le realizó a la teoría de la venta que afirmaban que no era posible reconducir la operación de reporte a la naturaleza jurídica de una compraventa por cuanto, a diferencia de ésta, el reporte no tiene una función definitiva de cambio, es decir, que ni el reportante quiere adquirir ni el reportado desprenderse definitivamente de los títulos materia de la operación. Se señalaba también que la compraventa tiene una naturaleza consensual, mientras que en la operación de reporte es necesaria la tradición real de los títulos para su validez; una última crítica apuntaba a que la compraventa "... es un contrato conmutativo, pactado sobre la equivalencia entre la cosa y el precio. En cambio, en el contrato de doble[14] el precio de los títulos, en ambas operaciones, no se determina necesariamente sobre la estimación que de ellos hacen los contratantes, sino por la cuantía de la suma que el doblista necesita. El precio (...) no es el precio de los títulos (precio de venta), sino el precio de los servicios que un contratante hace al otro al facilitarle dinero con la garantía de los títulos, cosa incompatible con la venta, que no tiene por objeto ningún servicio."[15]

La vertiente que define a la operación de reporte como una compraventa con pacto de retroventa se basa en que, por medio de esta operación, el reportado tiene la posibilidad de recobrar lo vendido. Esta teoría ha sido objeto de una serie de críticas que no ha podido

[12] GARRIGUES, Joaquín. "Curso de Derecho Mercantil" Tomo II. Porrúa, México D.F. 1984. P. 350.
[13] Así opina Fernando VIDAL RAMÍREZ. Op. Cit. P. 371
[14] La operación de reporte adquiere en España la denominación de contrato de doble.
[15] GARRIGUES, Joaquín. Op. Cit. P. 348

salvar. La principal - con la que estamos en total acuerdo - se basa en que el pacto de retroventa confiere a su titular un derecho potestativo, y que por lo tanto puede o no ser utilizado por él. Sin embargo, en la operación de reporte, la segunda transferencia tiene carácter obligatorio, debiendo realizarse "sí o sí", es decir, que no está sujeta a la decisión del reportado de comprar los títulos materia de la operación. Además, en la compraventa con pacto de retroventa siempre se trata del mismo bien, cosa que no ocurre en la operación de reporte, donde en la segunda transferencia basta que se trate de títulos de la misma especie y calidad a los transferidos inicialmente.

La otra vertiente, que iguala la operación de reporte a una doble venta, ha sido descartada. Una de las críticas en su contra señala lo mismo que lo dicho para criticar a la teoría de la venta con pacto de retroventa: en la operación de reporte no necesariamente se transfieren los mismos títulos, sino que deben transferirse títulos de la misma calidad y especie. Otra crítica señala que no se puede hablar de una doble venta por cuanto en la operación de reporte ambas ventas son interdependientes, formando parte de un contrato unitario, en el cual la primera venta hace referencia al perfeccionamiento del contrato, y la segunda a la ejecución del mismo[16].

Como hemos podido apreciar, la operación de reporte en general no puede ser definida en función de la compraventa bajo ninguna de sus modalidades, esencialmente por cuanto la intención de las partes contratantes no es que la transferencia inicial de los títulos sea definitiva, motivo por el cual se hace la crítica que la segunda transferencia es de carácter obligatorio, ambas transferencias son interdependientes, formando parte de un contrato unitario, etc.

b) Teoría del mutuo

Esta teoría pretende explicar la naturaleza jurídica de la operación de reporte a partir de su función económica y la intención de las partes contratantes. Se sostiene así, que el precio de compra pagado por el reportante en realidad constituye el préstamo efectuado al reportado; la entrega de los títulos por parte de éste, la garantía; y el *"plus"* pagado por el reportado en la segunda transferencia, la ganancia del reportante por el préstamo efectuado.

La teoría del mutuo, de acuerdo a la mayoría de los autores[17] acierta al describir la función económica de la operación de reporte, pero no es suficiente para explicarla jurídicamente por cuanto la transferencia de los títulos es en propiedad. Otra crítica que se le ha formulado a esta teoría es que la operación de reporte constituye un contrato unitario, integral, mientras que el mutuo con garantía prendaria está conformado por dos contratos, uno principal (mutuo) y otro accesorio (prenda), suponiendo dos voluntades distintas, donde la nulidad del segundo no acarrea la nulidad del primero[18].

En nuestra opinión, esta teoría es la correcta al definir la naturaleza jurídica de la operación de reporte, por diversas razones que explicaremos en el siguiente capítulo, donde también se rebatirán las críticas formuladas a esta posición.[19]

c) El reporte como contrato autónomo

Todos aquellos autores que a nuestro entender erróneamente han considerado que la naturaleza jurídica de la operación de reporte no puede reconducirse a la del mutuo con garantía prendaria, afirman que la operación de reporte constituye un contrato autónomo.

Muchas han sido las razones para afirmar esto, entre las cuales podemos destacar:

1. La operación de reporte transfiere la propiedad de los títulos materia del contrato.
2. Se trata de un contrato real.
3. La transmisión de la propiedad provoca la inmediata asunción de la obligación de devolver al vencimiento de la operación otros tantos títulos de la misma especie contra el reembolso del precio.
4. Al ser regulada por nuestra legislación, la operación de reporte adquiere un tratamiento propio, tipificándose.

Todas estas razones, así como las que pretenden descartar la teoría del mutuo, serán analizadas en el siguiente capítulo.

[16] MESSINEO, Francesco. Op. Cit. p. 141

[17] Ver TOLA NOSIGLIA. Op. Cit. P.392-393 y VILLANUEVA PASCUALE, Raúl Ernesto. Op. Cit. p. 5-6.

[18] Así opinan la mayoría de autores. Ver: TOLA NOSIGLIA, José. Op. Cit. P- 396-395, VILLANUEVA PASCUALE, Raúl Ernesto. Op. Cit. P. 42 y, BOLLINI SHAWN y GOFFANI, Mario "Operaciones Bursátiles y Exrabursátiles". Abeledo- Perrot. Buenos Aires. 1995. P. 133-134.

[19] Otras críticas que ha recibido la teoría del mutuo afirman que ésta no puede explicar aquellos casos en las cuales el precio de reventa es inferior al de compra. Como hemos afirmado en el capítulo segundo, esta situación constituye lo que hemos llamado deporto (préstamo bursátil), la cual es una figura derivada del reporte pero con una finalidad distinta para las partes, por lo que su régimen jurídico también será distinto.

IV. LA OPERACIÓN DE REPORTE Y EL MUTUO CON GARANTÍA PRENDARIA: UNA MANERA DE EVADIR LA PROHIBICIÓN DEL PACTO COMISORIO

Ningún autor niega que la función económica de la operación de reporte es la de un préstamo con garantía prendaria. Sin embargo, la mayoría afirma que el reporte no puede ser reconducido a otra figura jurídica, constituyendo un contrato autónomo.

Pero, ¿qué es necesario determinar para definir la naturaleza jurídica de la operación de reporte? En opinión de Gerardo Serra Puente Arnao - opinión que compartimos - , "... lo que debe definir la naturaleza jurídica de esta operación, no es la funcionalidad económica, ni la supuesta intención de las partes, sino básicamente la causa o acto jurídico que da fundamento a la posición jurídica que asumen los intervinientes en la operación de reporte y cómo se relacionan estas causas."[20] Entonces, partamos de esta premisa dividiéndola en dos; la determinación de la causa de la operación (o contrato) por un lado, y la posición jurídica que asumen los intervinientes y sus relaciones, por otro.

Para explicar cuál es la causa del contrato han existido dos teorías. Por un lado la objetiva y, por otro, la subjetiva. Analizaremos ambas, y como se podrá apreciar llegaremos a la misma conclusión.

De acuerdo a la teoría objetiva de la causa, la causa de un contrato es su razón de ser, su meta inmediata y objetiva. A decir de Messineo, causa del contrato es "... aquel elemento singular del contrato que consiste en el fin objetivo (reconocido válido y digno de tutela por el ordenamiento jurídico) por el cual cada parte (o la parte sobre la cual pesa la obligación) se compromete a efectuar la prestación...".[21] De acuerdo a esta teoría, la causa del contrato no debe buscarse en la intención de las partes, en aquella finalidad subjetiva que las partes intentan conseguir por medio del contrato, sino en su finalidad objetiva, su función. Así, al explicar esta teoría, Diez- Picaso dice que "La razón del negocio es su función económico - social. El negocio, como acto de ejercicio de la autonomía privada, es ante todo un fenómeno social. Lo que hay que buscar entonces es la función típica de este fenómeno social que es lo que el Derecho valora y tutela hasta el punto de elevarlo a la categoría de fenómeno jurídico preceptivo para sus autores. La causa, razón o justificación objetiva del negocio se encuentra en su función."[22] La causa del contrato es su razón de ser, y esta razón no es otra que su función económico - social.

Todo contrato es un instrumento destinado a cumplir las finalidades de la vida económica. Cada contrato cumple una función económica especial que lo hace distinguirse del resto. De acuerdo a la teoría objetiva de la causa, la causa es esta función económica del contrato que le permite distinguirse. Esta función económica, esta razón de ser del contrato, es la que determina la existencia de tipos contractuales[23].

Tomando en cuenta estas premisas, determinemos ahora cuál es la causa de la operación de reporte. En el capítulo tercero hemos señalado que la función económica de la operación de reporte es que le permite al tenedor de valores y deficitario de capital, captar dinero dando sus acciones en garantía, y por otro lado, el agente superavitario de capital puede invertir su dinero comprando valores con la seguridad que los revenderá transcurrido un plazo y con una ganancia prefijada. De esta manera, la función económica de la operación de reporte es la misma que la del mutuo con garantía prendaria, teniendo por ello la misma causa, y por lo tanto la misma naturaleza jurídica. Sin embargo, los críticos de la teoría del mutuo señalan que ésta tiene acierto sólo al describir la función económica de la operación de reporte, pero no al definir su naturaleza jurídica. ¿Por qué? Es incomprensible.

Como hemos visto, la teoría objetiva de la causa señala que ésta es la que al fin de cuentas determinará los tipos contractuales. Pero no sólo existen contratos típicos y atípicos, existen también los llamados contratos irregulares. De acuerdo a Betti, son contratos irregulares "... aquellos negocios que entran de por sí, en una hipótesis legal típica de contrato, pero cuya disciplina presenta algunas modificaciones. La particular característica del objeto de estos contratos es lo que hace necesaria una diversidad de tratamiento jurídico."[24] Cuando Betti afirma que estos contratos caen en la hipótesis legal típica de un determinado

[20] SERRA PUENTE ARNAO, Gerardo. "El Mercado de Valores en el Perú" Cultural Cuzco, Lima, 1999. P. 393
[21] MESSINEO, Francesco. "Doctrina General del Contrato" Tomo I. Ediciones Jurídicas Europa- América. Buenos Aires, 1979. P. 394
[22] DIEZ PICASO, Luis. "Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial". Vol I "Introducción a la Teoría del Contrato" 5ª Edición. Civitas. Madrid, 1996. P. 228
[23] Tipo contractual es la abstracción de aquellos rasgos que presenta un contrato en la práctica que realiza el legislador con la finalidad de estructurarlos, de una manera ordenada y generalmente no forzosa para los contratantes.
[24] BETTI. "Teoría General de las Obligaciones" Tomo II. Editora Revista de Derecho Privado. Madrid, 1970. P. 70

tipo contractual, quiere decir que conservan su función económica, y por lo tanto su causa (Betti es de aquellos partidarios de la teoría objetiva de la causa); como consecuencia, deberán conservar también su naturaleza jurídica. Pero estas modificaciones hacen necesario que el legislador le dé otro tratamiento jurídico, sin desnaturalizarlo. Así, como ejemplo de contratos irregulares Betti[25] pone a la prenda y al depósito irregular. En un caso normal de prenda o depósito, se exige la restitución del mismo bien que fue entregado, pero en estos casos particulares, por tratarse de la entrega de bienes fungibles, la ley ha señalado que éstos se transfieren en propiedad, variando la obligación por la de restituir bienes de la misma naturaleza y calidad. ¿Acaso la operación de reporte no vendría a constituir un caso de mutuo con prenda irregular? Creemos que sí. Entonces no es que el problema de la naturaleza jurídica del contrato de reporte se solucione cuando el legislador le da un tratamiento autónomo, tipificándolo, como afirma Escobar[26], sino que este tratamiento autónomo se da por dos motivos: por un lado que los valores son transmitidos en propiedad[27], y por otro, que la actividad bursátil tiene una serie de características encaminadas a facilitar el tráfico bursátil que hacen necesario un tratamiento legislativo autónomo de la operación de reporte.

Por lo tanto, de acuerdo a la teoría objetiva de la causa, la causa de la operación de reporte será su función económica, la misma que coincide con la del mutuo con garantía prendaria. La razón de un tratamiento legislativo autónomo no radica en una distinta naturaleza jurídica, sino en que los valores se transfieren en propiedad por tratarse de bienes fungibles, y en que la operación de reporte forma parte de la actividad bursátil. Así, tomando en cuenta esta teoría, debemos admitir que la naturaleza jurídica de la operación de reporte es la del mutuo con garantía prendaria.

Pasemos entonces a analizar la teoría subjetiva de la causa contractual.

De acuerdo a esta teoría, la causa del contrato es aquel propósito empírico o práctico que las partes pretenden alcanzar con la celebración del negocio, es la razón valedera por la cual se contrae una obligación. De acuerdo a Alberto Spota, causa del contrato es "... aquel elemento de la convención que significa el fin individual que se propone alcanzar cada contratante conforme al tipo de negocio jurídico de que se trate, así como el móvil que los contratantes persiguen...".[28] En pocas palabras, ésta teoría le da tal fuerza a la voluntad de los contratantes, que considera que la causa del negocio es justamente esta voluntad. Ahora, esta voluntad no puede ser cualquier voluntad, sólo será causa del negocio aquella voluntad que haya penetrado en el campo contractual.

Pero la verdad es que esta teoría simplemente complementa lo dicho por la teoría objetiva. Nos explicamos. A decir de Josserand, "La voluntad debe perseguir un fin jurídico, sin lo cual estaría desprovista de toda fuerza obligatoria."[29] Es decir, las partes deben manifestar su voluntad con ánimo de realizar un negocio determinado, que es el fin jurídico de la declaración de voluntad. Ahora, si esta voluntad está dirigida a realizar un negocio, y el negocio cumple una función económica (en especial en contratos como el de reporte), la causa del contrato deberá ser la intención (en tanto manifestación de voluntad dirigida a llevar a cabo un negocio) de las partes para lograr esa función económico - social del contrato. Esto es lo que afirma una posición intermedia entre ambas teorías. Así, a decir de Guillermo Lohman, "... desde un correcto punto de vista, la causa subjetiva, o finalidad común y compartida por las partes en un determinado negocio, siempre habrá de coincidir con una causa objetiva o legal con determinadas consecuencias de Derecho. Es decir, que la finalidad de los intereses que las partes regulan al obligarse, encuentre su cauce y marco adecuado en una causa legal que la recoge y regula."[30]

Entonces, lo señalado anteriormente quiere decir que volvemos a lo apuntado para determinar la causa de la operación de reporte desde la óptica de la teoría objetiva de la causa. Es decir, que si de acuerdo a la teoría subjetiva, la causa del contrato será aquella finalidad que las partes desean buscar mediante la realización del negocio, y como esta finalidad coincide con la función económica del contrato objetivamente hablando, podemos afirmar que la causa de la operación de reporte desde la perspectiva de la teoría subjetiva, será también la del mutuo con garantía

[25] Ibid. P. 70-71
[26] ESCOBAR ROZAS, Freddy. Op. Cit. P. 8
[27] Sin embargo, como hemos visto, la propiedad de los valores que adquiere el reportante tiene una serie de restricciones. Este tema será tratado también más adelante cuando se expliquen las similitudes entre la prenda y el reporte.
[28] SPOTA, Alberto G. «Instituciones de Derecho Civil- Contratos" Depalma. Buenos Aires, 1983. P.1
[29] JOSSERAND, Louis "Derecho Civil" Tomo I. Vol I. Ediciones Jurídicas Europa - América. Buenos Aires, 1950. P. 124
[30] LOHMAN LUCA DE TENA, Guillermo. "El Negocio Jurídico" Grijley, Lima, 1997, P. 95

prendaria. La razón es muy sencilla: el reportado, por un lado, busca obtener dinero, pero tiene valores; mientras que el reportante quiere obtener una renta con el excedente de capital que tiene. En tanto el primero no se quiere desprender de los valores definitivamente, los da en garantía al reportante, quien le da una suma de dinero por ellos. Como ambas partes no quieren que la transferencia de las acciones sea para siempre, inmediatamente se asume la obligación de retransferir los valores dentro del plazo pactado, para lo cual el reportado deberá pagar al reportante una suma previamente estipulada que corresponde al precio de los valores más el "*plus*" que corresponde a la ganancia del reportante. Esta afirmación es sostenida por el grueso de la doctrina, como por ejemplo Domenico Barbero, quien señala que "... su función económica, que parte, en definitiva, de la consideración de que quien da a reporto, no quiere despojarse definitivamente de los títulos negociados, sino que realiza más que nada una operación de financiamiento."[31] Es decir, la intención de las partes es realizar una operación de financiamiento mediante un préstamo garantizado con valores, y esa es justamente la función económica de la operación de reporte y del mutuo con garantía prendaria.

Una clara muestra que la intención de las partes no es transferir valores, sino realizar un préstamo garantizado con valores, es que el reportado (que actúa como mutuatario) puede liquidar la operación de manera anticipada sin que se requiera conformidad del reportante, de acuerdo con el artículo 39 del Reglamento de Operaciones de Bolsa. Si la razón por la cual el reportado transfirió los valores es que deseaba obtener liquidez, deseaba obtener un capital del cual no disponía, entonces no hay ninguna razón para que no pueda cancelar su deuda con anticipación al precio estipulado para la última (segunda) venta, recuperando de esa manera sus títulos dados en garantía.

Estando en este punto de nuestro análisis debemos pasar a revisar aquel segundo aspecto, que de acuerdo a José Tola debemos tomar en cuenta para determinar la naturaleza jurídica de la operación de reporte. Así, sólo cabe preguntarnos si las relaciones que se dan entre las partes de la operación de reporte y entre éstas y los valores transmitidos como consecuencia de la operación, desnaturalizan de tal manera al mutuo con garantía prendaria que no pueden tener la misma naturaleza jurídica.

El mutuo es tal vez el contrato más común por medio del cual se obtiene financiamiento. Por medio de él, una de las partes entrega a la otra una cantidad determinada de dinero (o en general bienes fungibles), transmitiéndose su dominio. La otra parte está obligada a restituir igual cantidad de cosas de la misma especie y calidad dentro del plazo pactado. Lo normal es que las partes acuerden que se restituye mayor cantidad que la entregada inicialmente. Es la figura común del préstamo dinerario.

Nadie podrá negar la evidente similitud existente entre la operación de reporte y el mutuo, ni que cumplen la misma función económica; Pero aquí no está el problema. El punto central de la discusión se centra en los valores entregados materia del contrato de reporte. Para la teoría del mutuo, estos valores serán la garantía de que la restitución se llevará a cabo.

En efecto, las partes contratantes en un mutuo pueden pactar la constitución de una garantía que asegure el cumplimiento de la contraprestación del mutuatario de restituir el dinero prestado. Dentro de la infinidad de garantías que se pueden otorgar a favor del acreedor están las garantías reales, que le permiten a éste dirigirse contra la cosa y realizar su valor en caso de incumplimiento, y de esta manera satisfacer su interés. Dentro de las garantías reales encontramos a la prenda.

La prenda es aquella garantía real que recae sobre bienes muebles y que tiene como característica básica que la cosa es entregada al acreedor o a un tercero. Hagamos ahora una enumeración de las características de la prenda y su similitud con la entrega de valores en la operación de reporte:

a) De acuerdo al artículo 1057 del Código Civil, los frutos y aumentos del bien prendado pertenecen al propietario. La razón de esta norma es que "... la entrega de un bien en prenda no significa un desmembramiento de la propiedad como el usufructo, habitación o superficie, es así que no se pierde ni el *frutti* ni el *abutti* ..."[32].

En el caso de la operación de reporte, como hemos señalado anteriormente, los dividendos o intereses (que son los frutos de las acciones o bonos, respectivamente) que se repartan durante la ejecución del contrato, corresponderán al reportado. Ésta es una clara muestra de que el bien se da en garantía y no en propiedad. Por dicho motivo es que los valores trans-

[31] BARBERO, Domenico. «Sistema de Derecho Privado» Tomo IV. Ediciones Jurídicas Europa América. 1967. P. 77

[32] MAISCH VON HUMBOLT, Lucrecia. Exposición de Motivos. En: REVOREDO DE DEBAKEY, Delia «Código Civil: Exposición de Motivos y Comentarios» Tomo V. Okura, Lima, 1985. P. 250

feridos serán constituidos como margen de garantía para el cumplimiento de la operación.

b) La única manera de impedir que el deudor transfiera el bien, o constituya otra garantía sobre el mismo bien, es darle la posesión del mismo al acreedor.

Para el caso del reporte, la entrega al reportante de los valores materia del contrato, dada la calidad de garantía que éstos tienen, también se realiza. En este sentido se pronuncia Messineo cuando dice que "Debe excluirse, por tanto, que pueda darse un reporto consensual; cuando se habla de la posibilidad del reporto, como contrato consensual, no se puede entender otra cosa que ésta: que el reporto, aún teniendo por objeto títulos en concreto, pueda perfeccionarse sin que el reportador reciba; ahora bien, esto debe excluirse sin más, en cuanto de ese modo faltaría toda especie de entrega, generadora de posesión; y la ley quiere asegurar al reportador la posesión, en cuanto efecto de la entrega, dada la función de garantía (en sentido económico) que los títulos ejercitan, por el hecho de encontrarse en poder del reportador..."[33] Como se puede apreciar, si en la operación de reporte se entregan los títulos materia de la operación al reportante, es simplemente por la función económica que éstos cumplen, que es darle al reportante la garantía necesaria de que el reportado cumplirá con el pago de la suma prestada.[34] Ahora, analizando esta situación desde la perspectiva de la teoría subjetiva de la causa del contrato, queda claro que la intención de las partes no es que se transfiera la propiedad de los valores materia del contrato, sino que estos constituyan una garantía del pago de la suma prestada por el reportante al reportado.

Habiendo analizado las similitudes entre la constitución de la prenda y la entrega de los valores materia de la operación de reporte nos quedan por analizar los siguientes puntos: a) los bienes prendados no se dan en propiedad, a diferencia de los valores entregados en una operación de reporte; b) el hecho que la prenda constituye un contrato accesorio a otro principal, a diferencia de la operación de reporte, que es un contrato unitario; c) la prohibición del pacto comisorio en materia de garantías reales.

a) Conforme hemos apuntado al describir las críticas que se le formularon a la teoría del mutuo, los valores materia de una operación de reporte se transfieren en propiedad, mientras que los bienes prendados sólo son entregados en posesión.

Creemos que esta crítica ya ha sido salvada de dos maneras: una, aceptando la transmisión en propiedad de los títulos, y otra, que niega que en realidad se transfiera la propiedad.

En el primer caso, la crítica se salva mediante la llamada prenda irregular a la que hemos hecho referencia. En este caso, como la prenda se constituye sobre bienes fungibles (como son los valores mobiliarios), es lógico que junto con la entrega de los mismos, se transfiera su propiedad. En efecto, por más que no se transfiera la propiedad de los bienes prendados, el poseedor (acreedor) podrá transferirlos y al momento del pago estará obligado a devolver un bien de la misma especie y calidad. Esto es justamente lo que sucede con los bienes materia de una operación de reporte, pues entre los contratantes se realiza una venta, transfiriéndose la propiedad de los valores de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 34 del Reglamento de Operaciones de Bolsa, pero se transfiere la propiedad por una cuestión de facilitar las transacciones o el ejercicio de los derechos del propietario que puedan presentarse durante la vigencia de la operación, porque lo que realmente hacen es garantizar una deuda.

En el segundo caso, la respuesta a la crítica se basa fundamentalmente en que los valores entregados al reportante no le confieren a éste derechos sobre los frutos de los valores, pues como hemos señalado, los dividendos o intereses corresponden al reportado, así como otras prerrogativas que tiene todo propietario de valores. Así, Messineo afirma que "El reporto una vez realizado (además de perfeccionado), es, más bien que un contrato traslativo, el medio por el cual se restablece, para el reportado, el *status quo*, respecto de la propiedad de los títulos; en definitiva, nada se transfiere..."[35] En efecto, el reportado simplemente recupera los títulos entregados al reportante y más aún, recibe lo que éste hubiere recibido como consecuencia de un eventual reparto de dividendos que se realice durante la vigencia de la operación.

¿Cómo se puede afirmar que la propiedad de los títulos se transfiere cuando el reportante no puede ejercer todos los derechos que le corresponderían como propietario? Más aún, debemos tener en cuenta que de acuerdo al citado artículo 34 del Reglamento

[33] MESSINEO, Francesco. Op. Cit. P. 142.
[34] Esta afirmación concuerda con lo antes señalado respecto a la función económica de la operación de reporte.
[35] Ibid. P. 141

de Operaciones de Bolsa, es costumbre en las operaciones de reporte que los títulos entregados sean constituidos como márgenes de garantía para el cumplimiento de la operación, lo que indica el carácter de garantía que tienen los valores entregados y no que las partes tengan intención de transferir su propiedad.

b) La constitución de una garantía implica una manifestación de voluntad accesoria a una principal, dado que la garantía tiene como finalidad, como su mismo nombre lo dice, garantizar el cumplimiento de otra obligación. En ese sentido, de extinguirse la obligación principal, por el pago por ejemplo, la garantía también se extingue. Asimismo, el hecho que la garantía constituya una manifestación de voluntad accesoria a otra principal implica también que de declararse nula la principal, la accesoria también deviene en nula, cosa que no sucede en sentido contrario.

Pero, ¿cuál es el interés del acreedor en que se constituya una garantía sobre la obligación a su favor? El interés del acreedor al constituir un mutuo con garantía prendaria (o cualquier otra garantía) no es sólo obtener una ganancia por medio de los intereses derivados de la suma prestada, sino que el cumplimiento de la prestación del deudor se encuentre garantizado. Así, por ejemplo, puede darse la situación que un individuo le preste dinero a otro con la condición que éste le otorgue en su favor alguna garantía, pues de lo contrario no le prestaría nada. En este caso, si se pierde la prenda, ¿no se le perjudica al acreedor de tal manera que pueda declarar nula la obligación principal o que en todo caso pueda compeler al deudor para que se le otorgue una garantía nueva? Creemos que sí. Una clara muestra de lo dicho es lo señalado por el artículo 1071 del Código Civil: "Si el deudor no entrega el bien ofrecido en prenda (...), el acreedor puede exigir el cumplimiento de la obligación principal aunque el plazo no esté vencido." Más aún, creemos que esta norma también debería hacerse extensiva aplicándose a los casos en que el bien se pierde sin culpa de las partes, debiendo demostrarse que el bien no se ha perdido cuando se ha abusado de él. En ese sentido, si el deudor no entrega el bien, o habiéndolo entregado se pierde, el acreedor podrá exigir el inmediato cumplimiento de la obligación principal, pues ahora ve reducidas sus posibilidades de cobro. Otra muestra de que la prenda no es tan accesoria a la obligación principal como los detractores de la teoría del mutuo pretenden que sea, es que el acreedor tiene derecho a exigir la sustitución del bien prendado en caso que éste se deteriore de tal manera que pueda resultar insuficiente para garantizar la obligación. La razón de estas normas es sencilla: **de no existir la garantía, el acreedor no hubiese cumplido con su prestación** (que en el caso del mutuo sería prestar dinero al deudor).

Como se ha podido observar, si bien la garantía constituye una obligación accesoria (característica que no pretendemos negar), hay situaciones donde la importancia que tiene la existencia de la garantía es tal, que de no existir, el acreedor nunca hubiese prestado el dinero al deudor. Tal es el caso de la operación de reporte. En efecto, cuando el reportante paga al reportado la suma pactada por los valores y recibe éstos, lo que en realidad hace es prestarle dinero al reportado bajo la condición que éste le entregue una garantía constituida por los valores. Así, el artículo 50 del Reglamento de Operaciones de Bolsa cumple la misma función que la del artículo 1071 del Código Civil antes mencionado, pues dispone que: "En el caso que en la primera compra o venta de una operación de reporte o un préstamo de valores respectivamente, se produzca un incumplimiento, la operación quedará sin efecto extinguiéndose las obligaciones de las sociedades intervinientes." En aplicación de este artículo, si el reportante paga el precio de los valores materia de la operación, y si el reportado no cumple con transferirlos, el reportante puede solicitar que la operación quede sin efectos, debiendo el reportado devolver la cantidad pagada por los valores no entregados. Aquí queda claro la importancia que tiene la entrega de los valores para el reportante, en tanto constituyen para éste una garantía al cumplimiento de la compra de los valores por parte del reportado en la segunda fase de la operación (etapa de ejecución).

Asimismo, el carácter accesorio que tiene la constitución de la garantía también puede encontrarse en la operación de reporte. Así, el artículo 39 del Reglamento de Operaciones de Bolsa dispone que el reportado puede liquidar anticipadamente la operación; la razón: el reportado ha recibido dinero en préstamo y si lo puede pagar antes no hay razón para impedirlo. Pero una vez pagado recupera los valores, demostrándose una vez más que su intención no era transferir la propiedad de los valores sino entregarlos en garantía.

c) Ya anteriormente hemos mencionado los márgenes de garantía que se deben constituir como - valga la redundancia - garantía del cumplimiento de las obligaciones nacidas de las operaciones de bolsa. Para el caso de la operación de reporte, como margen de garantía el reportante puede colocar o los valores materia de la operación, o el 100% de su valor. Lo normal es que se produzca lo primero.

Ahora, ¿qué sucede si el reportado no cumple con pagar el valor de los títulos en la segunda transferencia? De acuerdo al artículo 51 del Reglamento de Operaciones de Bolsa, el reportante podrá optar entre el abandono de la operación o su ejecución forzosa. En el segundo caso lo que se hace es ejecutar el margen de garantía constituido por el reportado, que en realidad constituiría casi lo mismo que terminar exigiendo judicialmente el pago de una obligación común, sólo que por un mecanismo mucho más rápido y efectivo. Así, el literal b) del mencionado artículo, dispone que de optarse por la ejecución forzosa, el margen de garantía será destinado a dicha ejecución. Grafiquémoslo con un ejemplo: "X" realiza una operación de reporte con "Y", para lo cual éste le compra sus acciones en la empresa "Z", pero al momento de ejecución de la segunda transferencia, "X" no cumple con pagar el precio de las acciones transferidas. Como "Y" no tiene ningún interés en quedarse con las acciones, decide optar por la ejecución forzosa de la operación, por lo cual ejecuta el margen de garantía depositado por el reportado ("X"), que está constituido por la diferencia entre ambas operaciones. Así, el reportante devolverá los valores, recibirá el margen de garantía y deberá esperar que se le pague la suma pactada (la sociedad agente que actúa como reportante debe hacerlo con la mayor rapidez posible pues mientras no lo haga estará suspendida en sus actividades).

Pero es el primer caso el que realmente importa. El literal a) del artículo 51 señala que en caso de incumplimiento y de optarse por el abandono de la operación, el margen de garantía será restituido a aquél que lo hubiera constituido. Hay que tener en cuenta que (como ya lo hemos mencionado en repetidas oportunidades) conforme al artículo 34 del Reglamento de Operaciones de Bolsa, es costumbre en las operaciones de reporte que los valores materia de la operación sean constituidos como margen de garantía por el reportante. Entonces, en el caso de incumplimiento del reportado, el reportante se puede apropiar de los valores de manera definitiva, de aquellos valores que constituyen la garantía para el pago de la obligación del reportado, ¿esto no significa que el reportante está haciendo uso del llamado pacto comisorio? Creemos que sí.

El pacto comisorio, prohibido en nuestro país en el artículo 1066 del Código Civil, consiste en que ante el incumplimiento del deudor, el acreedor se apropie del bien prendado por la cantidad prestada. En el caso de la operación de reporte el pacto comisorio estaría permitido por cuanto el reportante puede apropiarse de los valores materia de la operación en caso de incumplimiento del reportado al realizar el pago correspondiente a la segunda transferencia. Esta disposición es común en todas las legislaciones, por lo que autores como Messineo comentan: «Es posible que ambas partes se abstengan de cumplir las respectivas obligaciones dentro del término establecido; en tal caso, el reporto deja de tener efectos y cada parte retiene lo que ha recibido, al tiempo de la estipulación del contrato, o sea, que no tiene lugar la segunda transferencia (retransferencia) de los títulos, contra restitución del precio.»[36]

La razón del mencionado artículo 51 del Reglamento de Operaciones de Bolsa es evitar que el reportante deba realizar un procedimiento ante el órgano jurisdiccional competente de ejecución de garantía, con los costos y demoras que esto implica, obteniendo la satisfacción de la obligación de una manera inmediata. En el Mercado de Valores se entiende que se admita el pacto comisorio por la agilidad que deben tener las transacciones y por la necesidad de fomentar las inversiones. De no permitirse el pacto comisorio, las transacciones se volverían más engorrosas y los inversionistas perderían la confianza en sus inversiones, pues en caso de incumplimiento se les obligaría a buscar la restitución de la suma pagada por los valores por la vía judicial[37]. Es evidente que si una persona no pudo cancelar una deuda, tampoco podrá hacerlo si se le inicia un proceso de obligación de dar suma de dinero en busca de la ejecución de la deuda. Se podría afirmar que podría ejecutar la garantía por la vía judicial o embargar los valores materia de la operación, pero se corre el peligro que durante la tramitación del proceso el valor de los títulos descienda considerablemente perdiendo el reportante la posibilidad de recuperar la totalidad de su inversión.

Pero el hecho que se permita el pacto comisorio en las operaciones de reporte no significa que los valores pierdan su calidad de garantía. Por el contrario, ésta es una clara muestra que lo son. El reportante nunca ha tenido la intención de adquirir los valores, y de igual manera, el reportado nunca ha querido transferirlos permanentemente. Por dicho motivo, el hecho que el reportante se apropie de ellos en caso de incumplimiento del reportado, no significa que siempre haya

[36] Ibid. p. 140

[37] Hay que tener en cuenta que quien realiza el pago en la segunda trasferencia es la sociedad agente, por lo que no es el reportante quien debe acudir a la vía judicial, sino este agente en contra de su cliente si éste ha incumplido con ella.

querido adquirirlos, sino que al ver que las posibilidades de recuperación de la suma invertida son casi nulas, opta por la apropiación de los valores materia de la operación, adquiriéndolos de manera definitiva como si se tratase de una compra de valores.

Como conclusión del presente capítulo podemos afirmar que la operación de reporte constituye realmente un mutuo con garantía prendaria por cuanto esa es la función económica que cumple, esa es la intención de las partes al contratar, esa es la causa de la operación; las relaciones entre las partes contratantes son muy similares (por no decir idénticas) a las existentes en un mutuo con garantía prendaria; la propiedad de los valores materia de la operación en realidad no se transfiere, y si aceptamos que eso sucede, existe la figura de la prenda irregular; si bien la prenda es accesoria al mutuo y la operación de reporte constituye un contrato unitario, existen una serie de mecanismos que nos indican que la pérdida o deterioro de la prenda también pueden significar la ejecución de la obligación principal. Finalmente debemos señalar que en la operación de reporte se permite el pacto comisorio como una medida para agilizar las transacciones e incentivar las inversiones en el Mercado de Valores.

CONCLUSIONES

1) El Mercado de Valores es un lugar donde los operadores buscan obtener un medio de financiamiento más beneficioso que el otorgado por el sistema bancario, o quieren obtener un beneficio económico con la colocación de su capital de manera más rentable.

2) La operación de reporte constituye un medio de financiamiento ideal adecuado a la necesidad del Mercado de Valores de proporcionar al inversionista más seguridad y agilidad en las transacciones. Su especial configuración hace difícil la definición de su naturaleza jurídica.

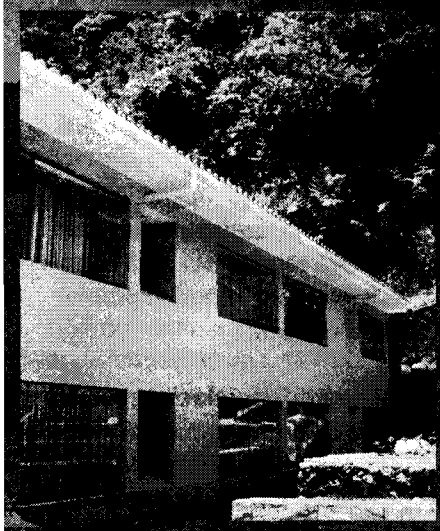
3) Tanto la función económica de la operación de reporte como la intención de las partes intervinientes en ella, que no desean transferir de manera permanente los valores materia de la operación, es facilitar liquidez al tenedor de valores; lo que busca el reportado es financiamiento, y el reportante le da tal servicio obteniendo una ganancia segura.

4) La especial configuración de la operación de reporte es muy similar a la de un mutuo con garantía prendaria, donde esta prenda está constituida por bienes fungibles, por lo que su propiedad se transfiere con la entrega.

5) Siendo la causa del contrato, y las relaciones entre las partes intervinientes la que determina la naturaleza jurídica de un contrato, nada obsta para que la operación de reporte pueda equipararse a un mutuo con garantía prendaria.

6) La operación de reporte (así como en sus inicios constituyó un medio para evadir la usura) en realidad constituye un medio ideado por los operadores de bolsa para evadir la prohibición del pacto comisorio que existe en el Derecho Común. La razón se encuentra en que el Mercado de Valores requiere que las transacciones sean lo más ágiles posible, fomentando de esa manera la inversión; igualmente, permitir el pacto comisorio resulta un medio adecuado para facilitar la colocación de capitales y el financiamiento requerido, pues es una manera de recuperar la inversión rápidamente que no existe en el Derecho Común.

MACHU PICCHU INN



Reservas Lima (51-1) 221-0826
Fax (51-1) 421-8283
Reservas Cusco (51-84) 23-1709
Fax (51-84) 22-8948

PLAZA D ARMAS
CUSCO HOSTAL ★★★



Reservas Lima (51-1) 221-0826
Fax (51-1) 421-8283
Reservas Cusco (51-84) 22-2351
Fax (51-84) 22-8948

Los mejores hoteles en la mejor ubicación

PERU HOTEL
Unique Places

ESTUDIO
DE TRAZEGNIES & URÍA
ABOGADOS

AV. VÍCTOR ANDRÉS BELAÚNDE 147
EDIFICIO REAL 3, PISO 12
LIMA 27 - PERÚ

TELÉFONO (51 1) 222 3202
(51 1) 222 3159
FACSÍMIL (51 1) 222 1573
HTTP://www.tyu.com.pe

ESTUDIO ASOCIADO CON URÍA Y MENÉNDEZ
MADRID, BARCELONA, VALENCIA, BRUSELAS, LISBOA, LONDRES, NUEVA YORK, BUENOS AIRES, SANTIAGO DE CHILE

CARGOS DE INTERCONEXIÓN: ¿MENSUALES POR CAPACIDAD O POR MINUTOS DE USO?

Roberto C. Door*

Las telecomunicaciones en los últimos años han tenido un importante desarrollo. Sin embargo, en dicho campo se utilizan conceptos que no han sido razonablemente explicados, y que por el contrario los agentes económicos han aceptado sin cuestionamiento alguno.

En el presente artículo, el autor realiza un análisis crítico de la forma como se estipula el cargo de Interconexión -valores que debe pagar un operador a otro por la Interconexión-, determinando su falta de sustento.

INTRODUCCIÓN

La Interconexión está de moda y todos tratamos de ser los protagonistas en explicarla y aplicarla, extrapolando para un mercado en competencia los conceptos que, más a fuerza de negociaciones que de raciocinio, tuvieron que ser considerados válidos para los mercados dominados por operadores monopólicos.

Todos los que actuamos como "especialistas" en Interconexión, abogados, economistas, ingenieros, y otros, sobre la base del único punto de vista de nuestras respectivas especialidades, tratamos de imponer nuestra propia versión, desde la definición misma hasta las razones que hacen necesaria la Interconexión, con el agravante que, sin trabajar en equipo, aceptamos sin mayor análisis las aplicaciones de las teorías de las especialidades a las que somos ajenos.

El mejor ejemplo de lo expuesto es que son muy pocos los "no economistas" que pueden explicar satisfactoriamente el porqué de la determinación de los cargos de Interconexión sobre la base de los Costos Incrementales a Largo Plazo (CILP). Es sin duda un tema espinoso, aun en su parte más sencilla: definir cuánto tiempo debe entenderse por ese Largo Plazo. Precisamente porque no es un tema fácil y a pesar de los altos costos que significa su implementación, se lo acepta sin mayores discusiones.

* Consultor internacional independiente, ex Director de Ingeniería de ENTel Argentina y ex miembro del Directorio de la CNT (Órgano Regulador de Argentina).

Obsérvese que difícilmente coexistan en el mundo dos órganos reguladores que hayan adoptado la misma definición de Interconexión.

En cambio, casi ningún Reglamento de Interconexión ha escapado a la moda de establecer que los cargos de Interconexión deben calcularse sobre la base de los CILP. Es decir, sobre lo que todos podemos opinar existe una lógica diferencia de matices, y en lo que la mayoría ignora, como está de moda y es poco discutible, hay unanimidad.

En el mundo de las telecomunicaciones y más específicamente en telefonía, son numerosos los casos como el expuesto donde, en tanto los plazos no permiten análisis más profundos, se aceptan nuevas modas o herencias del pasado, sin investigar a fondo el origen de su necesidad o la validez actual de su aplicación.

En lo que sigue, se tratará de explicar la sinrazón de los costos o cargos por minuto, herencia mucho más simple de explicar que la moda de los CILP y cuya eliminación simplificaría notablemente los Contratos de Interconexión.

A lo largo del presente artículo, se denominará "cargo" a los valores que debe pagar un operador a otro por la Interconexión. Con ello se quiere hacer una clara diferenciación: en Interconexión no hay lucro y, por ello, no hay tarifas. "Tarifa" es el precio que los clientes deben pagar al operador y, en tanto precio, tiene incluido el lógico lucro de toda actividad comercial.

La tasa de retorno que se aplica en Interconexión para determinar el cargo, es un gasto resarcitorio del costo del capital, el que no debe confundirse con la Utilidad o Beneficio de las actividades con fines de lucro.

Como es sabido, los cargos de Interconexión se estipulan en centavos por minuto. ¿Por qué? La respuesta es muy poco profesional: ¿Por qué no? Siempre se hizo así y hay consenso en que es justo que se pague por el tiempo de uso.

Pero si se profundiza un poco, aparecen las sinrazones. En primer lugar, la incongruencia entre cómo se comienza calculando de manera correcta para luego aplicar la tradición y obtener un resultado que no corresponde aplicar entre operadores.

Veamos cómo se calculan actualmente los cargos de Interconexión:

Primero, sobre la base de los costos anuales de Inversión y de los gastos mensuales de Operación y Mantenimiento, se determina el gasto necesario para implementar la capacidad, en equipos y servicios, que las partes requieren para la Interconexión. Supongamos que todo eso conforma un monto anual, "M" (en rigor, el cálculo es anual, pero en la práctica los cargos son mensuales).

Luego, se divide "M" por la cantidad de minutos que, se supone, se cursarán en el año bajo análisis.

No queda claro ni resulta fácil explicar por qué, teniendo el valor de "M" que, en sí, es una perfecta base de acuerdo económico, se complique el tratamiento y control del Contrato de Interconexión dividiendo a "M" por una cantidad de minutos cuyo valor es supuesto y polémico.

Fuera del hecho que se trata de una tradición (conveniente para algunos), no hay lógica alguna que justifique las complicaciones que significa pagar por minuto de uso cuando es más directo no dividir por un supuesto y pagar por la ya calculada capacidad necesaria, anualmente o mensualmente.

Si a ello agregamos que ese total de minutos, por los que se divide "M", no tiene nada que ver con el cálculo de la capacidad necesaria para cursar correctamente el tráfico de Interconexión, veremos que la incongruencia de cotizar los cargos por minuto de uso es aún mayor.

En efecto, la capacidad necesaria para que los equipos manejen correctamente el tráfico de Interconexión, no se calcula para todos esos minutos, anuales o mensuales, sino para el valor máximo de tráfico computado en una sola hora: la de máximo tráfico.

A estos sesenta minutos de máximo tráfico se los denomina la "peor" hora u hora "pico".

Aunque parezca difícil de aceptar, los cargos de Interconexión por minuto de uso que actualmente aplicamos no sólo son una ficción heredada, sino que su cálculo es incorrecto y conduce a estructuras de valores económicamente ineficientes.

El objeto de este análisis es demostrar que esta herencia del cargo por minuto de uso es una mala extrapolación del cálculo de tarifas baratas para el común de los usuarios, al cálculo de los cargos de Interconexión entre operadores.

A tal fin, previamente es conveniente analizar los orígenes y conveniencias de las tasaciones y factura-

ciones por duración de llamadas y luego, sobre la base de los objetivos y la definición de la Interconexión, se verá que no es razonable tasar la duración de las comunicaciones para los pagos mutuos entre los operadores interconectados.

Comprobaremos así que lo que se aceptó como válido para tarifas monopólicas no lo es para cargos de Interconexión en un mercado abierto a la competencia.

TARIFAS: SUS COSTOS, SUBSIDIOS Y LA TASACIÓN POR MINUTOS DE USO

Desde sus orígenes, los operadores del Servicio Telefónico Local tuvieron que recurrir a subsidios, sea promediando costos o exagerando las diferencias de uso, a fin que las tarifas sean accesibles para la mayor cantidad posible de usuarios a servir. Con ello se aseguraba un buen nivel de ingresos mensuales debido a la gran base de abonados que, además, hacían aceptable el costo por usuario de la red. A estos promedios no eran ajenos los lógicos requerimientos de las Autoridades de Aplicación que, como condición de otorgamiento de la Concesión, obligaban a brindar el servicio a todo solicitante dentro del área asignada, con la misma tarifa, independientemente de la distancia que lo separaba de la Central.

A ese lógico primer subsidio geográfico se agregó un subsidio de uso: como los comerciantes e industriales eran lógicamente grandes usuarios, pero fundamentalmente porque podían incluir los costos del servicio telefónico en los precios de venta de sus productos, a pesar de que no siempre eran tan grandes las diferencias de costos por el supuesto mayor uso, se permitió que la Renta Mensual (o abono) de los usuarios comerciales fuera bastante mayor que la de los usuarios residenciales.

Del mismo modo, como el usuario comercial hacía mayor uso y podía recuperar en sus precios los costos de los Servicios Telefónicos de Larga Distancia (LD), las tarifas de LD eran mayores que lo que deberían haber sido si se las calculaba sobre la base de los costos del servicio LD, más los de originar y terminar las llamadas LD en la red Local.

Lo expuesto hasta aquí nació con la Telefonía Manual, se mantuvo con la Telefonía Automática Electromecánica, sin y con servicio medido y aún hoy, en las modernas redes actuales equipadas con Centrales Electrónicas Controladas por Programa Almacenado (CPA), se continúa utilizando tarifas que no responden a costos.

Más aún, con el advenimiento de la Telefonía Automática se pudieron dar ciertas facilidades especiales a los usuarios (líneas de alto tráfico; números únicos para una serie secuencial; entre otros) que también, para subsidiar al usuario residencial, se destinaron prácticamente para los usuarios comerciales, en tanto sus tarifas estaban muy por encima de los costos.

Pero lo abusivo es que ésos, además de otros servicios ahora denominados "suplementarios" (*follow-me, call-back*, despertador, facturación detallada, etc.), se prestan hoy en día con tarifas mensuales abusivas, varias veces superiores a los ínfimos costos incrementales que significan para las modernas Centrales CPA la prestación natural de esos servicios.

En un mercado monopólico, todos estos subsidios tenían como fin el no incrementar los costos del usuario residencial o, en otras palabras y sin eufemismos, lograr que las tarifas del grueso de los votantes se mantuvieran bajas.

Con el servicio de Larga Distancia se introdujo el concepto de tarifas dependientes del tiempo de uso y de la distancia, en tanto fue evidente que los costos eran mayores cuanto mayor fuera la cantidad de usuarios "simultáneos" y mayor la distancia.

Hoy, con la gran cantidad de circuitos que permiten las modernas redes multicanales de alta capacidad (Radioenlaces y Fibras Ópticas), la distancia, aun en LD, ya no es un factor preponderante del costo y cobra más importancia, no sólo el tráfico total, sino el valor y el momento del máximo tráfico de un día, del mes y del año.

Como en todo servicio público, la capacidad de prestarlo con calidad se calcula para ese momento "pico" que, como se computa en una hora, se denomina hora "pico". Es decir, lo mismo que la cantidad de carriles de una avenida o autopista, o las ventanillas de atención al público de un banco, también la cantidad de equipos necesarios para proveer los canales suficientes que permitan cursar fluidamente el tráfico telefónico, se calculan para la hora de máxima carga u hora "pico".

¿Cuál es entonces el costo unitario sobre la base del cual se debe calcular la tarifa en cualquier hora, de un servicio cuya inversión se calcula para la hora de máximo tráfico?

No es el objetivo de este estudio tratar de encontrar la respuesta exacta, pero es evidente que si la respuesta fuera cercana al valor máximo que resulta de dividir

la inversión por los sesenta minutos de la hora "pico", no se aplicaría por inaccesible para la mayoría de la población a servir. En rigor, la respuesta exacta no interesa en tanto, con el mismo objetivo de abaratar las tarifas y hacerlas accesibles a la mayor cantidad posible de usuarios, la tarifa estará basada en el mínimo costo unitario posible, el cual se obtiene al dividir el pago periódico de la inversión por el total de los minutos de uso en ese período de cómputo. Generalmente, el período de cómputo de la inversión es anual y los minutos de uso son pronosticados para el año bajo análisis y los años siguientes, sobre la base de las estadísticas de la cantidad y duración de las llamadas de años anteriores.

En resumen, y de manera muy simplificada, las tarifas tasadas en minutos de uso, se calculan sobre la base de:

1. Costos anuales: inversiones en activos, sus amortizaciones, tasas de retorno e intereses.
2. Gastos mensuales: fundamentalmente los gastos de operación y mantenimiento.
3. La utilidad o beneficio normal correspondiente a toda actividad comercial.
4. La cantidad de minutos de comunicaciones pronosticada para ese año.

El costo por minuto resultará de dividir por los minutos supuestos del numeral 4, la suma de las inversiones, gastos y beneficio, a que se refieren los numerales 1, 2 y 3, respectivamente.

Si en el numeral 4, en lugar de minutos, se pone la cantidad de abonados y, además, se divide entre doce, se obtiene el valor de la renta mensual o tarifa plana, igual para todos los abonados. Con ella sueñan muchos políticos, en especial, para el Internet, sin tener en cuenta que los subsidios implícitos en las tarifas por minuto de uso nacieron para beneficiar a los usuarios de menores recursos y a los que hacen poco uso del servicio telefónico.

Ello es fácil de demostrar. En números redondos, en cualquier empresa operadora de telefonía pública fija, los abonados comerciales y de alto consumo representan del 20 al 25 % del total de los abonados y son los responsables del 75 al 80% de los ingresos. No es difícil deducir que, si con la tarifa por minuto, el 75 al 80% de usuarios de bajo consumo es responsable por sólo el 20 al 25% de los ingresos del operador, si se aplicara tarifa plana, al quedar todos iguales, a esa gran masa de usuarios les correspondería la cantidad proporcional, o sea, del 75 al 80% (¡3 a 4 veces más!).

Por eso es que en los países que aplican el sistema de tarifa plana (*Flat Rate*), para abaratar el servicio al grueso de la población, la Renta Mensual para los abonados de la categoría comercial es alrededor de tres veces mayor que la residencial, sin que ninguna estructura de costos de equipos o de la red de cables lo justifique.

En síntesis, las tarifas para los usuarios no responden a los costos, y esas distorsiones son aceptadas para beneficio de los abonados de bajo consumo, como una forma primigenia de acceso universal al servicio de telefonía básica.

Pero lo más importante al objeto de este estudio es destacar que, con esa misma finalidad de hacer accesible el servicio a la mayoría, los costos de los activos y gastos anuales necesarios para cursar correctamente las comunicaciones en los sesenta minutos de la hora de máximo tráfico, se recuperan sobre la base del precio por minuto de las llamadas tomando artificialmente todos los minutos del año.

Resulta así que esos minutos "promedio" no responden a costos, ya que son más baratos que los de la hora "pico" y mucho más caros que los de las horas "no pico".

INTERCONEXIÓN: ¿POR QUÉ Y PARA QUÉ, CARGOS POR MINUTOS DE USO?

Vemos así que el cálculo de las "tarifas" de los servicios a los usuarios responde a la cuasi demagógica necesidad de promediar por todos los minutos de un período, para poder facturárselos barato por el tiempo que usan una red calculada para la hora "pico".

Debe resaltarse que lo antes señalado es aplicable a las "tarifas" de los usuarios, con el fin de indicar que no es extrapolable a otros casos sin un análisis previo. Ello es lo que se ha hecho erróneamente con los cargos de Interconexión por minutos de uso: se los extrapoló como si esos "cargos" fueran "tarifas" y como si los operadores fueran usuarios que necesitan ser captados en gran cantidad con tarifas baratas. En la Interconexión, los operadores no son usuarios uno del otro, por lo que es inútil minimizar las tarifas para captarlos en mayor cantidad. Tampoco hay necesidad alguna de dividir los costos reales para disfrazarlos de precios por minuto atrayentes.

Una de las mejores definiciones de Interconexión, basada en la de Ovum de 1994, es la siguiente:

"(La Interconexión) Es el contrato, fundamentalmente técnico y económico, que a requerimiento de parte o

de la Autoridad Competente, deben concretar dos operadores de servicios públicos de telecomunicaciones con el objeto que los usuarios de cada uno de ellos tengan acceso a los usuarios y/o servicios del otro."

De esta precisa definición hay que resaltar que:

- Su objetivo es el usuario.
- No es una conexión de redes, es un contrato entre operadores.
- No es voluntario, es obligatorio.

Es decir, la Interconexión es una herramienta administrativa con la cual el organismo regulador obliga a interrelacionarse a dos prestadores de servicios públicos de forma que sean "coprestadores" del servicio "global" que posibilita la Interconexión que deben convenir.

En esa calidad de coprestadores o socios obligados en la prestación de los servicios, ninguna de las partes es cliente ni usuario de la otra por lo que, entre ellas, en especial en sus convenios económicos, no son válidos precios, ni tarifas, ni descuentos por cantidad ni otras condiciones comerciales aplicables a sus clientes y usuarios.

Esto es muy importante destacarlo nuevamente:

- Ninguno de los operadores interconectados es cliente comercial del otro; es decir, no hay lucro y por lo tanto no hay precios ni tarifas. Hay sólo una tasa de retorno resarcitoria que no debe confundirse con beneficios o utilidades. Es más, esa tasa de retorno es un gasto.
- Ambos son socios obligados en la prestación conjunta de un servicio global a todos sus usuarios: los propios y los del otro operador.

La inmediata consecuencia es que no siendo ninguno cliente del otro, por lo expuesto anteriormente, entre ellos no exista la necesidad de establecer tarifas por minutos de uso, sino que los cargos de Interconexión deben limitarse a compensar los costos y gastos periódicos de los activos fijos necesarios para proveer la capacidad de la Interconexión.

La mayoría de los marcos regulatorios así lo establecen: "los cargos de interconexión se calcularán para cubrir los costos de provisión de la Interconexión, incluyendo una tasa de retorno razonable sobre los activos fijos sujetos a explotación empleados".

Es decir, de los cuatro numerales que hemos señalado para el cálculo de las tarifas, con el fin de determinar los cargos de Interconexión, sólo son necesarios los dos primeros, es decir, los costos anuales: inversiones en activos, sus amortizaciones, tasas de retorno e intereses y los gastos mensuales, fundamentalmente los de operación y mantenimiento.

Es decir que al no ser tarifas ni ser para usuarios de bajos recursos, los cargos de Interconexión no deben incluir lucros ni tienen razón alguna para ser computados por minuto. Evidentemente los cargos de Interconexión deben compensar los costos y gastos en que incurre cada uno de los operadores para proveer la Interconexión al otro.

Como éstos son mensuales o anuales, los cargos de Interconexión también lo deben ser, calculados sobre la base de esos costos de los equipos y servicios necesarios para que, en la hora "pico", haya la suficiente cantidad de canales para cursar con calidad el tráfico debido a la Interconexión.

Nótese que no se menciona para nada con cuál tipo o teoría de costos debemos calcular los cargos. El objetivo de este estudio es demostrar que no es necesario calcular los cargos de Interconexión por minuto de uso, independientemente de si los costos se computan como históricos, de reposición, incrementales u otros.

Resumiendo, aun si, erróneamente, se los consideraron como tarifas, no hay razón valedera alguna para calcular los cargos de Interconexión por minuto de uso. Asombra ver que, "porque siempre se hizo así" y conviene al operador dominante, se sigue con esta práctica del minuto de uso que sólo sirve para complicar inútilmente un proceso tan importante como es la Interconexión.

Si, como hemos visto hasta ahora, es suficiente que los cargos de Interconexión se calculen y paguen mensualmente sobre la base de los costos de la capacidad necesaria para cursar y encaminar el tráfico de la hora "pico", realmente no hay justificación alguna para introducir un factor adicional de discusión e indeterminación, dividiendo ese valor concreto y utilizable por una cantidad de minutos supuesta.

Aún más, si realmente el fijar los cargos de Interconexión por minutos de uso tuviera alguna razón más o menos valedera, ésta debería ser desechada frente a las grandes ventajas que tiene el computar y pagar los cargos de Interconexión por la capacidad necesaria de vínculos y servicios para dar una correcta Interconexión a la hora "pico".

CONCLUSIONES

Como se mencionó al principio, este es un claro ejemplo de como los "especialistas" aceptamos herencias del pasado monopólico sin tiempo para detenernos a analizar las sinrazones de su extrapolación y, lo que es peor, sin descubrir las ventajas de no seguir con esa "moda".

Hoy más que nunca, el costo por minuto es una ficción. En los modernos equipos electrónicos las comunicaciones no "desgastan" a los equipos: ¡No hay costo por uso! Cuando los usuarios simultáneamente hacen uso de la red, ese "mayor uso" es el que genera el cálculo de la capacidad de la red para ese valor "pico" del tráfico. Es decir, se calcula técnicamente una capacidad necesaria para la Interconexión, que precisa de inversiones y gastos acordes a su magnitud.

Sobre la base de ellos y de una razonable tasa de retorno, los operadores determinan el monto global de los cargos de acceso y proceden a cotizarlos, o erróneamente, como hasta ahora, por minuto de uso, dividiendo el monto global por todos los minutos supuestos de uso, o correctamente, por la capacidad necesaria, pagando ese mismo monto global en los períodos mensuales o anuales, con la misma o parecida periodicidad con que el operador que provee la Interconexión paga los activos y gastos correspondientes a la capacidad requerida.

Como vemos, el monto global de los cargos de acceso es único.

Por eso, a no ser que ése sea el objetivo, no tiene sentido complicar los Contratos de Interconexión dividiendo un valor concreto y bien fácil de consensuar, por una cantidad de minutos cuyo pronóstico genera un factor de desacuerdo adicional.

Desde antes de 1994, diversos autores han propuesto, sin mayor éxito, la eliminación de los cargos de Interconexión por minuto de uso, resaltando que son una herencia de los monopolios regulados donde eran una herramienta conveniente para establecer un precio barato por minuto, al repartir los costos por todos los minutos de consumo.

Son de mencionar los 3 artículos de G.W. Brock[1] que, en 1995, no sólo propuso los cargos por capacidad como el método administrativamente simple y económicamente correcto, sino que da ejemplos de los perniciosos efectos de los cargos de Interconexión por minuto de uso en un mercado en competencia.

En conclusión, si los cargos de Interconexión, en lugar de ser por minuto, son mensuales y se basan en el pago compensatorio de los costos de proveer la capacidad necesaria en la hora "pico", las principales ventajas serán:

- Al no tener que pronosticar los minutos supuestos de uso, se elimina un factor adicional de discusión poco verificable y por lo tanto, bastante arbitrario.

- En lugar de fijar los cargos de acceso en cuestionados centavos por minuto se usarán los montos mensuales que les sirven de base antes de esa innecesaria división por los minutos supuestos.

- Es más fácil determinar, sustentar y presupuestar cargos "macro" concretos de equipos y sistemas de existencia verificable que tener que hacer el plan de negocios con la indeterminación de aceptar valores "micro" con muchos decimales y con la incertidumbre en más o menos, de los millones de minutos pronosticados.

- Los costos responden a la realidad de los activos y gastos de la hora "pico". (Los cargos por minuto de uso son un valor promedio ineficiente ya que son mucho más baratos que los que corresponden a la hora "pico" y mucho más caros que los que corresponden a las horas "no pico").

- No habiendo cómputo de minutos, no hay necesidad de compensar, si las hubiera, las diferencias de los tráficos entrantes y salientes.

- No siendo el tráfico la variable de cobro, tampoco son necesarios los engorrosos trámites y sistemas de verificación de los equipos de tasación.

- Se eliminan las interminables e irresolubles discusiones por las diferencias mensuales de los minutos computados por ambas partes.

- Cada operador solicita la capacidad necesaria para que su tráfico "pico" sea terminado y/o encaminado por el otro operador.

[1] BROCK, Gerald. *"The Economics of Interconnection"* http://www.tcg.com/tcg/abouttcg/whitepaper/econofinterconnect

- Cada operador paga por esa capacidad contratada, haya o no tráfico, y es responsable de las eventuales saturaciones o de los canales ociosos.

Todas estas ventajas representan menos discusiones y mucha mayor rapidez en la concreción y control de los Contratos de Interconexión.

Nótese que, porque se explica sola, no se ha hecho hincapié en la mayor ventaja de este método de cargos de acceso por capacidad:

"no habiendo minutos a computar, no hay tráfico alguno a medir ni a evaluar ni a discutir".

Es decir, no hay lugar para las pérdidas de tiempo debidas a los cambios de estrategias y discusiones sobre los métodos más convenientes de negociar según las relaciones de los tráficos entrantes y salientes: no interesan más los *Bill & Keep, Sender Keeps All, Fifty / Fifty,* etc. ya que con el sistema correcto que aquí se destaca, los cargos no dependen del tráfico. Aun con el tráfico en un solo sentido el cargo es aplicable.

Por lo expuesto, ya es hora de que los órganos reguladores den mejores señales a los mercados haciendo que los Reglamentos y Contratos de Interconexión se despojen de las herencias de un pasado monopólico y se ajusten más a la realidad de la competencia que sanamente quieren implementar.

Un buen primer paso para ello es eliminar los cargos de Interconexión por minutos de uso haciendo que, como debe ser, se basen en los valores de la etapa previa a la evaluación por minuto, es decir, en los cargos mensuales por la capacidad necesaria a la hora "pico". Lo expuesto ha tratado de mostrar cómo el peso de un pasado monopólico a veces impide aplicar las evidentes ventajas de cuestionarlo y fundamentalmente, no extrapolarlo a actores y situaciones diferentes. Este trabajo cumplirá con su objetivo si, en especial para los que no les ha tocado actuar en Interconexión, sirve como advertencia.

Pero el gran objetivo es llamar la atención de los órganos reguladores y aquellos de sus funcionarios que deben participar en las siempre penosas discusiones de los cargos de acceso por minuto, poniendo en evidencia cómo se les facilitará la tarea si, como debe ser, por capacidad necesaria, el grueso del cargo mensual de Interconexión se limita a la determinación de los costos y gastos de los grupos de treinta canales digitales (E1) necesarios para cursar y encaminar el tráfico de la hora "pico".



Notaría
TUCCIO

Dr. Jaime Tuccio Valverde

Notario de Lima
Abogado

Horario de Atención:
Lunes a Viernes : 9 a.m. - 7 p.m.
Sábados: 9 a.m. - 2 p.m.

Av. Nicolás Ayllón 2931 2do. piso - Lima 10 - Telefax: 362-7784 / 362-1795 / 362-5695 Cel.: 963-3818

ESTUDIO
ECHEANDIA, MANINI, RAMSEY, PADRON & ASOCIADOS

Los Castaños 335 San Isidro, Lima 27, Perú
Teléfonos 442-6283 / 442-2730 Fax 221-1688
e-mail : estuem@estuem.com.pe

ENTRE LA EXCEPCIÓN Y LA REGLA: EL DECISIONISMO JURÍDICO FRENTE A LA ESCUELA DE FRANKFURT

Eduardo Hernando Nieto*

En el presente artículo el autor analiza un problema que, aunque no reciente, es sin embargo muy actual: se trata de la dicotomía, surgida en Alemania en el intervalo entre las dos Guerras Mundiales, entre aquéllos que abogaban por el decisionismo jurídico, y quienes aún apoyaban al Estado de Derecho. El autor describe y analiza las dos posiciones, para luego contribuir con su particular visión sobre el debate en cuestión.

Durante el período de la República de Weimar,[1] entre la primera y la segunda guerra mundial y en medio de una enorme crisis del Estado de Derecho se desarrolló en Alemania un importante debate entre quienes abogaban por el decisionismo jurídico y quienes, aceptando la crisis del derecho positivo, aún consideraban relevante los aportes del *Rechtsstaat* o Estado de Derecho. Empero, lo interesante de todo esto es que ambas tendencias coincidían en un punto: el modelo del Estado de Derecho no podía por si solo superar las demandas planteadas por la sociedad y esto resultaba un síntoma evidente de que algo en él no marchaba bien.

Ante esta situación, sin embargo, las respuestas serían distintas: así mientras que los partidarios del decisionismo, - entre los que destacaba con luz propia el constitucionalista y teórico político Carl Schmitt - invocaban una superación total del racionalismo jurídico hasta que cesase el estado de emergencia,[2] los representantes de la primera generación de la llamada Escuela de Frankfurt o Teoría Crítica, en especial Otto

---

* El autor es Profesor en Teoría del Derecho y Teoría Política en la Pontificia Universidad Católica del Perú, la Universidad Nacional Mayor de San Marcos y la Academia Diplomática del Perú.

1 Inaugurado con la Constitución de 1919, era una adaptación de las tesis liberales de Wilson y se orientó hacia la necesidad de construir un nuevo orden social tras la revolución de 1918. En este propósito se intentó configurar un sistema valorativo universal; sin embargo, a pesar de los intentos de Hugo Preuss (encargado de la redacción de la carta constitucional) que trato de hacer de la Constitución un simple plan orientador y de organización, primó el pensamiento del demócrata Friedrich Neumann quien decidió elaborar a profundidad estos valores universales y esto haría bastante problemática la vigencia de tal intento dado el pluralismo político que en ese momento existía en Alemania y que ahora se veía impulsado por las ventajas que daba este desarrollo propuesto por Neumann.
Cfr. NEUMANN BEHEMOT, Franz. "Pensamiento y Acción en el Nacional Socialismo". México: FCE, 1983, pp. 25-37.

2 Entre sus obras principales traducidas al español podemos citar, "La Defensa de la Constitución", Madrid: Tecnos, 1983, "Teoría de la Constitución", Madrid: Alianza, 1994; "Teología Política". Buenos Aires: Struhart & Cía, 1985; "El Concepto de lo Político", Madrid: Alianza, 1991; "El Leviathan en la Teoría del Estado de Thomas Hobbes", Buenos Aires: Struhart & Cía, 1990; "Interpretación europea de Donoso Cortés", Madrid: Rialp, 1952; "La Dictadura", Madrid: Alianza, 1985; "Legalidad y Legitimidad" Madrid: Aguilar, 1971; "El Nomos de la Tierra. El derecho de gentes del *jus publicum* europeo", Madrid: Centro de Estudios Constitucionales, 1979.
Es por demás conocido el interés por la obra de Carl Schmitt y para una referencia a las líneas centrales de su pensamiento se puede ver mi ensayo "Carl Schmitt y los desafíos al Estado Constitucional" En: "Pensamiento Constitucional". Número 3. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú, 1996.

Kichheimer y Franz Neumann,[3] apuntaban más bien a la modificación del Estado de Derecho liberal para procurar superar las contradicciones y las desigualdades que éste venía produciendo y lograr así una democracia postcapitalista sustentada empero, aún por el Estado de Derecho y la razón legal[4].

Típicamente, el Estado de Derecho y su formalismo legal se dirigían fundamentalmente a guiar la acción del gobierno, la política pública y las decisiones judiciales, reforzando de esta manera el auto gobierno de la comunidad y por supuesto la democracia. Así pues, vía la predictibilidad, regularidad, calculabilidad, publicidad, coherencia y claridad la ley formal era capaz - al menos en teoría - de proveer la participación general en los asuntos de gobierno. Sin embargo, un hecho importante comenzaría a diezmar estos fines y tal evento empezará a perfilarse justamente en el período de la República de Weimar.

Tal acontecimiento sería el nacimiento del Estado de Bienestar contemporáneo que trajo consigo una enorme expansión del aparato administrativo; esto abriría nuevos espacios en la relación público / privado lo cual contribuiría a socavar la ley formal y la calculable acción normativa estatal [5].

Ciertamente, todas las instituciones de gobierno dentro del Estado de Bienestar han tenido y tienen enormes competencias y esto significa *de facto* discrecionalidad, pues la naturaleza del Estado de Bienestar lo hace funcionar mediante mandatos particulares y concretos dejando fuera la universalidad o generalidad de las normas propias del modelo normativo formal.

Siguiendo los clásicos postulados de Max Weber, la acción estatal moderna se sustentaba en reglas generales convincentes, también llamadas leyes formales que ponían un marco de seguridad legal para los ciudadanos frente a la discrecionalidad del poder, pero como el mismo Weber señalaba, la irrupción de esta suerte de explosión democrática, que se manifestó en el Estado de Bienestar y su dinámica de exigencias y demandas sociales que requerían de la intervención contínua de la administración produjo la llamada "deformalización" o "substanciación" del aparato político [6] a tal punto que esto ponía en peligro la autonomía y la libertad individual que supuestamente garantizaba el modelo racional del gobierno de las leyes.

La influencia del pensamiento weberiano a este respecto será importante y así tanto en el caso de Carl Schmitt[7] y por intermedio de éste a sus alumnos Kirchheimer y Neumann [8], reconocerán las limitaciones del Estado de Derecho que podrían explicarse con más precisión por las siguientes razones: "a) la sobrecarga de la legislatura por las demandas para regularizar una compleja sociedad moderna, b) una restricción en la interpretación por parte de la administración de justicia que se da por la vaguedad de los enunciados generales y sus múltiples interpretaciones, y c) aisladas e impermeables élites privadas corporativas ejerciendo extensivas y pobremente definidas cuotas de poder público". [9] Esto hará precisamente que Otto Kirchheimer señale

---

3 De KIRCHHEIMER, se puede ver entre otros trabajos, *"Political Justice: The Use of Legal Procedure for Political Ends"*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1961; *"Politik und Verfassung"*, Frankfurt: Suhrkamp, 1964; *"Politics, Law and Social Change: Selected Essays of Otto Kirchheimer"*, New York: Columbia University Press, 1969; *"Punishment and Social Structure"*, New York: Columbia University Press, 1939; *"Social Democracy and the Rule of Law"*, escrito con Franz Neumann, London: Allen y Unwin, 1987. De Franz NUEMANN, *"Behemot: The Structure and Practice of National Socialism"*, New York: Oxford University Press, 1944. Existe traducción al español de este libro realizada por el Fondo de Cultura Económica de 1943. También, *"The Democratic and Authoritarian State"*, editado por Herbert Marcuse, New York: The Free Press, 1957; *"The Rule of Law: Political Theory and the Legal System in Modern Society"* Leamington: Berg, 1986.
Kircheimer y Neumann estuvieron afiliados al neo-marxista instituto de investigación social en Frankfurt, teniendo una relación más o menos cercana con Max Horkheimer, Herbert Marcuse y Theodor Adorno. Dicho Instituto se trasladaría más tarde a los Estados Unidos (*New School of Social Research* en New York) y sus ideas serían difundidas en las Universidades de Columbia y en la ya citada *New School of Social Research*. Ambos tuvieron participación dentro del Partido Socialdemócrata Alemán (SPD) organizando seminarios y también apoyando al partido en cuanto a asesorías jurídicas en el área laboral.

4 SCHEURMAN, William E. *"Between the Norm and the Exception, the Frankfurt School and the Rule of Law"*, Cambridge, Mass: The MIT Press, 1997, p. 98.
Es menester mencionar que para la elaboración de este ensayo usaremos ampliamente este monumental trabajo sobre el rol de estos pensadores al interior de la Escuela de Frankfurt; sin embargo, vale la pena mencionar también que no coincidiremos con las conclusiones del autor.

5 Ibid. p. 3.

6 GREGG, Benjamin comentarios a: *"Between the Norm and the Exception: The Frankfurt School and the Rule of Law"*, En: *Political Theory"*, Vol.26. número 2 Abril 1998, p. 237-244.

7 La influencia de Weber en la obra de Schmitt ha sido largamente reconocida, ver por ejemplo la introducción al texto *"Law as Politics, Carl Schmitt's critique of Liberalism"*, editado por David Dyzenhaus, Durham: Duke University Press, 1998; y también en el mismo libro el ensayo de Robert HOWSE, *"From Letimacy to Dictatorship - And back again, Leo Strauss's Critique of the Anti-Liberalism of Carl Schmitt"*. También recientemente, *"Carl Schmitt's Critique of Liberalism, against Politics as Technology"*, Cambridge: Cambridge University Press, 1997.

8 SCHEUERMAN, William E. Op. Cit. p. 5. Ambos fueron alumnos de Schmitt en la década de los treinta.

9 GREGG, Benjamin. Op. Cit. p. 238.

que " la ley contemporánea se halle entre la norma y la excepción" lo que hará que los asuntos públicos se discutan como si fueran individuales o excepcionales[10] y así el auge de la decisión vía la desformalización disminuirá las posibilidades del control democrático y convertirá a la administración pública en una nueva forma de dictadura.

Para contrarrestar estos demonios del decisionismo - encarnado como veremos en el modelo de la excepción de Carl Schmitt- los miembros de la Escuela de Frankfurt intentarán mantener la eficacia del Estado de Derecho siendo conscientes de que el desarrollo de las democracias de masas así como el monopolio del capitalismo deforman el orden legal del Estado de Derecho [11], pero que pese a esto es imprescindible que toda sociedad democrática requiera de cierto grado de predictibilidad legal para alcanzar una deliberación no coercitiva, todas estas dimensiones novedosas en el plano político actual no deben dejar de contar con una sólida base legal que sustente así la acción política.

Sin embargo, luego del análisis de ambas perspectivas trataremos de demostrar la poca viabilidad de la Teoría Crítica para poder manejar el problema de la excepción en medio de un mundo como el actual, el cual ha radicalizado los problemas que han venido erosionando el Estado de Derecho desde los tiempos de Weimar, - a pesar de la supuesta superación del Estado de Bienestar -, y que se van a manifestar en constantes demandas de reivindicaciones particulares desde distintos grupos culturales, religiosos, o ideológicos [12] al tiempo que el capitalismo especulativo - ahora camuflado bajo el paraguas de la globalización - ha seguido su expansión debilitando también las bases del derecho formal,[13] como los mismos representantes de la Teoría Crítica así lo reconocían. Por último, no podremos dejar de destacar ciertos errores manejados por la propia Teoría Crítica con respecto a las supuestas certezas que produciría el modelo formal del Estado de Derecho, un ideal que evidentemente se origina con el dogmatismo del pensamiento científico moderno.

En cuanto al significado de la excepción para Schmitt y el modo como intenta éste resolver el problema, pensamos primero que él acierta de gran manera al destacar las debilidades del modelo formal; más aún, su análisis en el contexto de Weimar es totalmente pertinente en el momento actual. Empero, con respecto a las críticas de las que él ha sido objeto trataremos de defender una posición particular con respecto a su obra y ésta tiene relación con su decisionismo jurídico que será considerado no como un fin en sí mismo (como lo plantean sus críticos que lo han comprendido equivocadamente) sino como un medio para restaurar el orden y el balance adecuado entre la excepción y la regla, perdido precisamente por el andar de un extremo hacia el otro, siendo éste al final el trascendental aporte del decisionismo jurídico schmittiano.

LA NATURALEZA TEOLÓGICA DE LA EXCEPCIÓN Y LA REGLA EN EL PENSAMIENTO SCHMITTIANO

Quizá el primer interés que mostró Carl Schmitt en el campo de la teoría política fue por los teóricos llamados decisionistas o realistas y entre ellos los autores más relevantes fueron sin dudas Maquiavelo, Hobbes y Donoso Cortés. Todos ellos tenían un factor en común, a saber, una pesimista apreciación de la naturaleza humana que consideraba que ningún hombre podría comportarse de modo solidario a menos que existiesen incentivos para él o en su defecto tuviésemos que recurrir a la coerción para obligarlos a comportarse como tendrían que hacerlo.

Tales autores resultaban interesantes también en la medida en que introducían un elemento determinante en el debate político y jurídico y que tenía que ver con la relatividad que acompañaba a cualquier definición de verdad dentro de un orden imperfecto y mutable, que según las tendencias teológicas de un Hobbes o un Donoso se podían deber a los efectos devastadores del pecado original y la caída de la naturaleza humana, todo lo cual hacía frágil cualquier fundamento de certeza.

En este sentido, Schmitt solo continuará con esta tendencia, la misma que se apreciará, por ejemplo, en su famosa definición del concepto de lo político: "la distinción entre amigos y enemigos" [14] y donde este

[10] SCHEUERMAN, William E. Op. Cit. p. 294. Nota 7.
[11] De hecho, ambos se orientan hacia el individuo particular y por eso no pueden trabajar sobre la base de una teoría general como la del Estado de Derecho. Las demandas particulares siempre aparecerán como excepciones a la regla. Ver GREGG, Benjamin. Op. Cit. p. 239.
[12] Ver nuestro ensayo, "Patriotismo de la Constitución: ¿Más de lo mismo?", En: "Pensamiento Constitucional", Número 5, Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica, 1998.
[13] Esto se demuestra también en el auge del análisis económico del derecho, ver también nuestro artículo, "¿Por qué no debemos escoger el análisis del derecho?". En: Themis - Revista de Derecho. Número 37, Lima, 1998.
[14] SCHMITT,Carl. Op. Cit.

enemigo tiene, o mejor dicho asume, dimensiones metafísicas en la medida de que la propia guerra (el contexto de la relación amigo / enemigo) está basada en oposiciones metafísicas y la metafísica es inevitable [15]. "Carl Schmitt encierra el centro de su pensamiento en la oscuridad porque el centro de su pensamiento es la fe. El centro es la fe en Dios convertido en hombre en un evento histórico de una magnitud infinita y única" [16], y por lo tanto, dentro de este esquema de aceptación de la revelación y la fe el enemigo adoptará características trascendentales ya que su existencia garantizará la seriedad de la vida y "pobre de aquél que no tenga enemigos pues el mismo Dios será su enemigo en el Juicio Final " [17].

Desde esta perspectiva que asume Schmitt y que se sustenta en la fe en la revelación, se entiende entonces que el hombre sea por naturaleza malo porque él mismo se ha liberado de la tutela divina y esto implica desdeñar la soberanía divina. El pecado original se da entonces porque el hombre decide vivir por su cuenta usando su razón de manera independiente, es decir desobedecer [18]. Al hacer esto, estará obviando los mandamientos de Dios y la propia revelación pues como decía Schmitt - siguiendo las máximas esgrimidas por el jurista y teólogo Tertuliano - nosotros estamos obligados a algo no porque sea bueno sino porque Dios lo ordena [19].

Así pues, la figura de Dios - y *mutatis mutandis* la del soberano y la del juez [20] - estará dotada de omnipotencia ya que ninguna ley lo podrá obligar ni nada podrá ir contra su voluntad, la cual evidentemente podrá ejercer en cualquier momento llamando a esta intervención una excepción a la regla [21]. Por consiguiente, "lo que caracteriza a una excepción es principalmente su ilimitada autoridad, que significa la suspensión de todo el orden existente." [22]

Dentro de todo orden legal el concepto de la excepción estará asociado con el concepto de lo político y así como Dios es un actor permanente en la vida humana, del mismo modo el soberano y la política vivirán también siempre al lado de lo legal:

"La excepción aparece en su forma absoluta en una situación en la que las prescripciones legales que pueden ser válidas se manifiestan. Cada norma general demanda una estructura normal de vida para que pueda ésta aplicarse. La norma requiere un medio homogéneo. Esta efectiva situación normal no es una mera "presuposición superficial" de la que un jurista puede prescindir; esta situación pertenece a lo inmanente." [23]

Esta es la base del decisionismo schmittiano que deriva su significado de su polémica con el normativismo puro de Hans Kelsen, "Schmitt argüirá que la norma en sí misma es insuficiente y sólo deviene en actual por una decisión y una interpretación. La decisión no es sólo una pura emanación y aplicación de la norma, sino contiene su propia función específica. Como tal la validez jurídica de una decisión no depende en una manera absoluta sobre la corrección normativa de la decisión. Hay falsas decisiones que a pesar de su falsedad, devienen jurídicamente válidas." [24]

Este decisionismo estaría relacionado fundamentalmente con la capacidad de un soberano para mantener la paz y el orden en medio de un espacio caótico [25] pues como decía Schmitt, no existía norma aplicable al caos [26]. Esto era sin duda un desafío al positivismo kelseniano, el cual consideraba que el derecho era en esencia un sistema de normas [27], pero de acuerdo a Schmitt cada norma presuponía una situación normal mas esta norma devenía inútil en una situación en la

---

[15] MEIER, Heinrich. *"Carl Schmitt and Leo Strauss, the hidden dialogue"*, Chicago: Chicago University Press, 1995, p. 62.
[16] Ibid., p. 68.
[17] SCHMITT,Carl. *"Ex Captivatate Salus"*, Colonia, 1950, p. 90. Citado por MEIER, Heinrich. Op. Cit. p. 71.
[18] MEIER, Heinrich, *"The Lesson of Carl Schmitt. Four Chapters on the Distinction between Political Theology and Political Philosophy"*, Chicago: Chicago University Press, 1998 pp.84-85.
[19] Ibid. p. 92. Ésta es la naturaleza de la llamada teología política que surge de alguna manera por la existencia de un quiebre en la naturaleza que elimina o reduce las posibilidades de la razón. En este sentido, esta posición que desarrolla Schmitt es fruto natural de un estado de necesidad que se ha generado precisamente por desobedecer la ley de Dios y la consecuencia más clara de asumir este esquema es que debemos contar siempre con la presencia de la Voluntad en medio de la naturaleza y por ende si asumimos que existen en el orden de la naturaleza leyes que la regulan, la voluntad - que está al margen de las leyes - podrá romper el orden natural de tales leyes y será vista como una excepción a la regla. En otras palabras y como veremos más adelante, el problema de la excepción es el orden legal - y el que fuere - siempre tendrá orígenes teológicos.
[20] McCORMICK, John. Op. Cit. p. 212.
[21] "Soberano es aquel que decide la excepción". *Cfr.* SCHMITT, Carl. *"Political Theology"*, Cambridge, Mass: The MIT Press, 1988. p. 5.
[22] Ibid. p. 12.
[23] Ibid., p.13.
[24] SCHWAB. George. *"The Challenge of the Exception, an introduction to the political ideas of Carl Schmitt between 1921 & 1936"* Greenwood Press: New, York, Wesport,, Connecticut, London, 1989 p. 45.
[25] Ibid
[26] SCHMITT, Carl. Op. Cit. p. 13.
[27] KELSEN, Hans. "Teoría Pura del Derecho" Buenos Aires: EUDEBA, 1960.

que ya no existe normalidad; por ende se podía colegir que el orden legal no descansaba en una norma sino en una decisión [28].

De hecho, la excepción no podía incluirse en la norma ni ser codificada previamente en una ley a pesar de referirse a algo concreto como un caso de extremo peligro, de allí que fuese la excepción la que hiciese relevante la figura del soberano (para precisar con detalle cuando nos encontrábamos en este estado) y que además el propio concepto de soberanía existiese mientras la figura de la excepción perdurase [29].

Esta posición decisionista se debía fundamentalmente al talante teológico de las tesis schmittianas y el rol que jugaba Dios como soberano del mundo y su acción directa y constante sobre su creación. El mundo no podía convertirse en una máquina perfecta que marchaba por su cuenta y se autoregulaba, [30] lo cual ciertamente perfilaba la figura de un Dios despreocupado de su creación, sino que requería constantemente de su presencia, ora a través del milagro en el plano propiamente teológico, ora por la excepción en el plano político o en el plano legal. Tal excepción era así mismo fundamental para confirmar la existencia de la regla pues: "la excepción es más importante que la regla, ya que la regla no prueba nada y la excepción lo prueba todo: no sólo confirma la regla sino también su existencia, que deriva sólo de la excepción. En la excepción el poder de la vida real irrumpe tras la corteza de un mecanismo que ha devenido entorpecido por su repetición». [31]

Este decisionismo político o judicial por cierto no tenía nada que ver con el decisionismo que estaba presente en las monarquías absolutistas sino que era simplemente la realidad legal que significaba que las normas debían ser expresadas y ejecutadas. Precisamente este elemento personal del derecho era el que quedaba soslayado dentro de las perspectivas positivistas que habían considerado que la jurisprudencia no tenía nada que ver ni con la política ni tampoco con la sociología [32].

Por eso, el mismo Schmitt se sorprendía de que el positivismo actuara de esa manera teniendo en cuenta que estaba negando su propia naturaleza [33], es decir, estaba rechazando los "hechos" y la realidad ya que en este caso "el hecho es que siempre e inevitablemente existirá un acontecimiento ineludible e impredecible para el cual no existirá ningún plan: la excepción no puede ser circunscrita fácticamente ni se la puede hacer coincidir con una norma previa... de hecho, reta a una codificación general" [34].

Ahora bien, el hecho de que Schmitt considerara como sumamente relevante a la realidad convertía paradójicamente a su tesis en mucho más racional que la propuesta positivista, en el sentido de que Schmitt, si bien le asignaba un rol preponderante a la excepción dentro de su propuesta tampoco quería prescindir de la regla y de encontrar de algún modo resultados científicos [35], en otras palabras, Schmitt reconocía que un sistema basado exclusivamente en mandatos concretos debía de contar con ciertas reglas generales (razón) que se manifestaran en tiempos de paz, pero lamentablemente el proyecto de la ilustración había eliminado de raíz todo aquéllo que pudiese ser imprevisible y al hacerlo había creado un falso escenario en el cual supuestamente ya se había abolido lo excepcional (mandato) y se restauraba el reino de la felicidad y el progreso [36]. Los hechos futuros le darían la razón a Schmitt y su inquietud por reivindicar el elemento teológico de la política y el derecho.

LOS FUNDAMENTOS SOCIOPOLÍTICOS DE LA EXCEPCIÓN WEBERIANA

Como habíamos adelantado, uno de los primeros en abrir la crítica al formalismo fue el sociólogo alemán Max Weber, quien había empezado a desarrollarla

[28] Ibid., p. 10.
[29] Ibid. pp.6-7.
[30] Tal como lo pensaban los deístas y los racionalistas del siglo XVIII cuyos herederos ahora los tenemos como defensores del mercado y la globalización y que defienden este orden espontáneo que trae armonía y felicidad y que recusa cualquier forma de decisionismo.
[31] SCHMITT, Carl. Op. Cit. p. 15.
[32] McCORMICK, John. Op. Cit. pp.214-215.
[33] El positivismo como método científico se genera con las corrientes filosóficas empiristas y por lo tanto considera como verdadero aquéllo que puede ser constatado por nuestros sentidos, es decir, que sólo se puede tener certezas sobre hechos mas no, por ejemplo, sobre valores que no pueden ser corroborados de manera fáctica u objetiva.
[34] Ibid. p .224.
[35] Ibid. p. 209 Para Schmitt entre la regla y el hecho concreto había una brecha que era mediada por la decisión del juez.
[36] Evidentemente esta perspectiva schmittiana la hereda de las concepciones críticas a la racionalidad moderna que alimenta el pensamiento de la Revolución Conservadora en Weimar (*Cfr.* MOHLER, Armin, "*Die Konservative Revolution in Deutschland, 1918-1932*", Darmstadt, 1972) y que también tendrá gran influencia como veremos en la Teoría Crítica. *Cfr.* al respecto de Max HORKHERIMER y Theodor W. ADORNO. "Dialéctica de la Ilustración", Madrid: Trotta, 1994. Como veremos en la segunda parte de este ensayo Max Weber será influenciado por la crítica a la racionalidad instrumental de la Revolución Conservadora y ésta a su vez repercutirá en Schmitt, Neumann, y Kirchheimer.

gracias a un pormenorizada descripción del mundo moderno, el mismo que se caracterizaba precisamente por la sistematización legal:

"Un derecho puede ser "racional" en muy diversos sentidos, de acuerdo con las diferentes direcciones de racionalización seguidas por el desenvolvimiento del pensamiento jurídico. Primeramente, en el sentido del proceso mental más simple en apariencia: la generalización, que en este caso significa reducción de las razones determinantes de la solución del caso especial a uno o varios "principios", los "preceptos jurídicos" (...). De acuerdo con nuestra manera actual de pensar, la tarea de la sistematización jurídica consiste en relacionar de tal suerte los preceptos obtenidos mediante el análisis, que formen un conjunto claro de reglas, coherente y, sobre todo, desprovisto en principio, de lagunas, exigencias que necesariamente implica la de que todos los hechos posibles pueden ser subsumidos bajo alguna de las normas del mismo sistema, pues, de lo contrario, éste carecería de su garantía esencial (..) un derecho es "formal" cuando lo jurídico material y lo jurídico procesal no tienen en cuenta más que características generales, "unívocas", de los hechos."[37]

El formalismo jurídico entonces sobre la base de las generalizaciones de las reglas abstractas absorbería a los hechos concretos y esto permitiría al sistema legal moderno funcionar como una máquina racional [38] y de hecho, tal sería su principal característica distinguiéndolo de los sistemas legales arcaicos como los que acompañaban a la denominada Justicia Cadí [39] que no obtenía resultados en función a juicios lógicos sino sobre la base de tradiciones arcaicas, ritos, etc. Esto nos llevaba entonces a plantear un modelo de validez que se derivaba de los normas abstractas vaciadas de contenido, y de allí podíamos llegar a un modelo de "tecnología legal", en el cual la validez se daba porque las proposiciones eran semánticamente lógicas mientras que se presumía que tales normas serían obedecidas por las personas [40].

Una vez presentadas las características del Derecho Moderno, Weber se lanzaba a describir aquello que tipificaba al occidente moderno y esto era la racionalidad instrumental y el progreso. Empero, si bien "Weber reconoce que existen progresos, entendidos como un perfeccionamiento del aspecto técnico, en diversos campos de la práctica social, sin embargo, esto no implica que la humanidad avance hacia una situación de armonía y reciprocidad universales. Por el contrario, Weber destaca que el desarrollo técnico presupone que los riesgos a los que se enfrentan los hombres son mayores. Conforme la técnica avanza, no sólo crece la posibilidad de superar problemas sociales tradicionales, también aumenta la capacidad de dominación y destrucción de los hombres. En este sentido, la Teoría Crítica asumiría también esta posición bastante pesimista frente a lo obtenido por la modernidad y su razón calculadora, esto debido a que esta razón calculadora o instrumental objetivaba todo y al hacer esto construía relaciones de dominación entre el sujeto que tenía el poder de objetivar y el objeto que sufría la dominación de quien lo había sometido a ese estado"[41].

Este talante negativo del proceso de modernización que describía Weber aparecía nítidamente en el conocido texto, "La Etica Protestante y el Espíritu del Capitalismo" [42] en donde la reforma protestante revelaba lo que a sus ojos era el excesivo formalismo del catolicismo que exageraba en los ritos y dogmas extrasubjetivos, reivindicando más bien el criterio interno, el mismo que paradójicamente estructurara una sociedad formalista y totalitaria que estaría configurada por el capitalismo, la ciencia, la técnica y por supuesto la burocracia [43].

"La más dinámica concepción del cristiano dentro del protestantismo como una "herramienta" de la voluntad divina suplanta la estática concepción católica de los cristianos como meros recipientes de la gracia divina" [44]. Esto llevará también al protestantismo a una actividad frenética para confirmar materialmente

[37] WEBER, Max. "Economía y Sociedad", México: FCE, 1964, pp. 510-511.
[38] McCORMICK, John. Op. Cit. p. 208.
[39] WEBER, Max. Op. Cit. p. 732. "Este tipo de procedimientos tiene sus antecedentes directos en los procesos judiciales, donde las partes en conflicto se someten al juicio de una autoridad tradicional, que sustenta su fallo en los principios de la tradición o en preceptos religiosos o en su propio entendimiento ("Justicia Cadí"). Sin embargo, una de las peculiaridades de los procedimientos que se desarrollan junto al Estado moderno es que el tribunal basa sus juicios en un sistema de normas jurídicas generales. Las decisiones jurídicas aparecen como la "aplicación" de un precepto general a un hecho particular; para ellos se requiere de una sistematización del derecho". *Cfr.* SERRANO GÓMEZ, Enrique. "Legitimización y racionalización, Weber y Habermas: la dimensión normativa de un orden secularizado". Barcelona: Anthropos, 1994. pág. 57. Para un desarrollo de la sociología del derecho y sus implicancias para la filosofía del derecho y la teoría política, ver LUHMANN, Niklas. "*A Sociological Theory of Law*". London: Routledge, 1985.
[40] McCORMICK, John. Op. Cit. p. 209.
[41] HORKHEIMER, Maxorkheimer y Theodor ADOMO. "Dialéctica de la Ilustración". Op. Cit. p. 131.
[42] WEBER, Max. "La Ética Protestante y la Ética del Capitalismo", Barcelona: Orbis, 1985
[43] Ibid.
[44] McCORMICK, John. Op. Cit. p. 38.

su salvación, la que podrá percibirse en la acumulación de riqueza como signo inequívoco de la predestinación. Lo que va a acontecer entonces es que se va a producir un rechazo de todo aquello que pueda estar vinculado a la metafísica y "supersticiones" católicas, y esto no hará sino consolidar un modelo ascético que estará más bien destinado a legitimar un orden técnico que será explicado también en términos empíricos [45].

Tal orden técnico afirmará entonces un sistema altamente racionalizado que Weber definirá como moderno [46], el mismo que iniciado con la reforma protestante llegará a desarrollar toda su capacidad durante la ilustración, culminando así este "desencantamiento del mundo" [47] - que será precisamente esta objetivación del mundo y la naturaleza - y que también será asumida por la propia escuela de Frankfort [48]. La técnica y la razón formal estarán detrás del Estado moderno; esto también será apoyado por el desarrollo del capitalismo, sin embargo, el prescindir de la racionalidad material (aquélla que trabaja sobre la base de valores colectivos y que de alguna manera sería el elemento de incertidumbre o de excepcionalidad) sería algo altamente peligroso - inclusive contrario al propio desarrollo económico [49] - en la medida en que el Estado formal requerirá de una legitimación que no podrá venir de la formalidad (validez formal abstracta) sino que tendrá que provenir de los valores reales de las personas [50], esto es, tendrá que alejarse de cierto modo del sustento racional pues esto nos conduciría de regreso al poder y la dominación (como se ve en el caso de la administración y la burocracia) los mismos que por cierto iban a ser transcendidos por el proyecto ilustrado de la modernidad [51]. Empero, esto no significaría para Weber que sería entonces dable retornar a criterios racionales tradicionales o materiales pues la realidad no permitiría legitimar tales sistemas y esto haría finalmente que Max Weber sitúe su empeño teórico en un punto intermedio entre la Excepción (donde se introducirá la legitimidad) y la Regla (razón formal), el cual se conseguiría con la aparición del líder carismático y su capacidad de decisión.

LA RESPUESTA DE LA TEORÍA CRÍTICA Y LOS INTENTOS POR SUPERAR EL PROBLEMA DE LA EXCEPCIÓN

Si hay algo relevante en los aportes de la primera oleada de la Escuela de Frankfurt es su argumento en favor de que el capitalismo excesivo sea frenado por el Estado de Derecho, lo cual serviría también para defender en cierto modo al Estado de Bienestar vía lo que podría llamarse un Estado Social de Derecho [52]. Tal Estado estaría destinado, como mencionaba, por ejemplo, Neumann, a buscar una positiva igualdad social y económica que sería esencial a toda democracia; en este sentido tal Estado estaría destinado a una fusión entre los derechos clásicos con el socialismo reformista [53]. Esto significaba entonces que tanto Kirchheimer como Neumann buscaban ir más allá de la supuesta (o no tan supuesta) contradicción

---

[45] Ibid. p.39.

[46] WEBER, Max. En la introducción a sus "Ensayos sobre la Sociología de la Religión". Vol I , Madrid, 1973.

[47] El mismo que será producido por la racionalidad formal que es la razón que acomodo los medios a los fines que el sujeto libremente elija. *Cfr.* WEBER, Max. "Economía y Sociedad".

[48] Max HORKHEIMER, Max y Theodor ADORNO. Op. Cit. p. 59.

[49] Max Weber señalaba que el sistema capitalista requería de la racionalidad formal y también material para mantener el desarrollo económico, y que una racionalidad material pura no podría hacer avanzar la economía, sin embargo, Franz NEUMANN en "Behemot, Pensamiento y Acción en el Nacional-Socialismo" procurará demostrar que no sería imposible como lo aseguraba Weber el desarrollo capitalista en medio de un sistema legal que sólo fuese racional material y sustentaría tal afirmación en la supuesta relación entre el capitalismo y el nacional - socialismo en Alemania que representaría según Neumann un modelo completamente alejado de la racionalidad formal.

[50] Aquí es donde se incluye el tipo de legitimidad carismática que se sustenta en la figura del líder que puede aglutinar a todas las voluntades individuales y de este modo evitar la dominación burocrática que estaría acechando tras este proceso de racionalización formal. *Cfr.* SERRANO GÓMEZ, Enrique. Op. Cit. p.87-88. Recientemente se ha mencionado que esta respuesta del líder carismático que propone Weber fue asumida también por Schmitt y eso significó de algún modo una variante entre su tesis de "La Dictadura" y la tesis que sostiene en "Teología Política". Ver: McCORMICK, John. "*The Dilemmas of Dictatorship, Carl Schmitt and Constitutional Emergency Powers*" En: "*Law as Politics, Carl Schmitt´s Critique of Liberalism.*" p.225.

[51] Lo que significa *au fond* esta crítica es que la legalidad formal no puede eliminar las sombras del poder y la dominación pues la razón que lo crea finalmente se encuentra también dentro de la historia y no en una esfera trascendente, que justificaría la existencia de normas universales.

"La teoría weberiana de la racionalización trata, precisamente, de demostrar que la razón no es una instancia ajena al devenir histórico, sino una entidad inmersa en éste, que adquiere una pluralidad de contenidos en los distintos contextos sociales, culturales e históricos. Por tanto, la legitimidad de la legalidad reside en el consenso sobre la validez del contenido de esta última; pero ya que dicho contenido es variable, el único criterio racional que nos permite sustentar la crítica racional a las diversas creencias en la legitimidad ("fe en la legalidad") es la propia noción de consenso y los procedimientos ligados a ella".

SERRANO GÓMEZ, Enrique. Op. Cit. p.110.

[52] NEUMANN, Franz, "Behemot, Pensamiento y Acción en el Nacional Socialismo" p.66.

[53] SCHEUERMANN, William E, "*Between the Norm and the Exception*". p.58-59.

entre la legislación social y la ley formal[54] a fin de establecer un orden político que fuese capaz de respetar a los seres humanos como fines en sí mismos.

Sin embargo, tanto Neumann como Kirchheimer van a entender la importancia que tiene la excepción y el proceso de "deformalización" que ésta ha generado dentro del ordenamiento legal moderno, pero al mismo tiempo también serán conscientes de los peligros existentes detrás de la pura excepción y que no serían otros que las facultades discrecionales que se estarían entregando al magistrado o soberano según fuese el caso. Así pues, Neumann en su conocido trabajo sobre el Nacional - Socialismo resaltaba las relaciones de este movimiento ideológico con la excepción pura y más claramente con quien para él era el principal artífice del decisionismo jurídico, Carl Schmitt:

"El decisionismo se basa en una doctrina de la naturaleza de la política, extraña aunque extraordinariamente atractiva, y se parece mucho al sindicalismo revolucionario de Georges Sorel. La política, afirmaba Schmitt, es la relación existente entre amigo y enemigo es alguien a quien hay que acabar por exterminar físicamente. En este sentido toda relación humana puede convertirse en política ya que todo adversario puede convertirse en enemigo susceptible de exterminación física" [55]

La tesis schmittiana prescindía según Neumann de cualquier fórmula dialogante o deliberativa y de hecho reconocía así que la voluntad democrática era siempre dialogante. "Una comunidad genuinamente democrática descansa obviamente sobre elecciones o decisiones, pero en contraste al existencialismo normativo schmittiano, el ideal normativo democrático esta basado en una acción reflexiva y auto restringida" [56].

La crítica de la primera generación de la Escuela de Frankfurt al pensamiento schmittiano radicaba en que él - y de alguna manera Weber también - había rechazado categóricamente al derecho formal para dar espacio a un soberano o legislador decisionista y esto podía significar una renuncia a los conceptos de igualdad y neutralidad que había alimentado al pensamiento ilustrado y al Estado de Derecho [57]. Sin embargo, como habíamos mencionado, tanto Neumann como Kirchheimer consideraban que era factible salvar al Estado de Derecho (y su neutralidad y predictibilidad) sin eliminar al Estado de Bienestar (asociado a la igualdad pero también al decisionismo que mencionaba Schmitt) y los beneficios que éste podía producir para la comunidad y la democracia.

Si el derecho formal había nacido para asegurar la igualdad real de las personas y esta igualdad comenzaba a ser socavada por el avance del capitalismo [58] y las crecientes injusticias que éste producía, entonces era inevitable la aparición del Estado de Bienestar si es que queríamos seguir aspirando a la igualdad. Tal Estado de Bienestar, empero, como ya lo habían anunciado Weber y Schmitt, tenía que estar del lado de lo excepcional y discrecional y esto rompía el esquema formal. Parecía entonces que se llegaba a una paradoja en la que la naturaleza del derecho formal se deshacía (deformalizaba) con la arbitrariedad de las políticas públicas pero al mismo tiempo el derecho formal asociado al capitalismo y la burocracia neutral desnaturalizaba los fines del Estado de Derecho, en especial el del principio de la igualdad, en la medida en que ni los oficiales ni los burócratas eran elegidos públicamente ni podían ser materia de emplazamiento para que justificaran sus decisiones [59].

Pero la Escuela de Teoría Crítica no estaba de acuerdo en pensar que siempre que se hablaba del Estado de

[54] Esto podría ser el caso, por ejemplo, de la legislación social del *New Deal* que combatió la depresión económica en los Estados Unidos.

[55] NEUMANN, Franz, Op. Cit. p. 65.
Ciertamente hay que comprender que Neumann al escribir esto defiende una posición política y Schmitt se encuentra precisamente en la orilla opuesta, en este sentido se entiende que Neumann exagere y distorsione el significado del concepto de lo político de Schmitt, el mismo que no se basa en el aniquilamiento sino en la disuasión o neutralización del enemigo, esto en tanto se trata de un enemigo público (hostis) y no privado (*inimicus*)

[56] SCHUERMANN, William E. Op. Cit. p.204.

[57] Ciertamente no sólo Schmitt y Weber vieron con temor los peligros de la deformalización del derecho (y por eso invocaron respuestas decisionistas) sino también teóricos como el mismo Friedrich Hayek, quien pensaba que los resultados de la deformalización eran peligrosos pero peor eran las soluciones que se planteaban y por eso rechazaba de plano cualquier intento por establecer un Estado de Bienestar - que era, como él decía, el camino a la servidumbre – y creía más bien que estas contradicciones se resolverían a través de la utopía del mercado. *Cfr.* HAYEK, Friedrich. *"The Constitution of Liberty"*. London: Routledge and Kegan, 1976; *"Law, Legislation and Liberty"* Vols. 1-3 London: Routledge and Kegan, 1973; *"The Road to Serfdom"*, London: Routledge and Kegan, 1976.

[58] Como lo mencionaba Max Weber el derecho formal nacerá de la oposición al legalismo particular que podía estar representado por ejemplo por los estamentos medievales y en ese sentido estará asociado al capitalismo burgués orientado hacia el mercado y la estructuración de la burocracia administrativa. *Cfr.* al respecto de TRUBEK, David. *"Max Weber on Law and the Rise of Capitalism"*, y EWING, Sally, *"Formal Justice and the Spirit of Capitalism: Max Weber Sociology of Law"*, En: *"Law and Society Review"*. Vol. 2, número 3 , 1987.

[59] GREGG, Benjamin. comentarios a *"Between the Norm and the Exception"*. Op Cit. p. 238.

Bienestar y las políticas sociales había que asociárselas con la creación constante de normas personalizadas y con grandes burocracias. Un Estado de Bienestar podría estar entonces basado en reglas transparentes y en normas legales formales y calculables, y esta tendencia empezaba a ser compartida inclusive por distintos teóricos no necesariamente provenientes de la cantera de la Teoría Crítica [60].

Se podría decir, por ejemplo, que una ley que dijera que cada ciudadano debería recibir cada fin de mes determinada cantidad de dinero poseería más coherencia que una norma que dijese que el Presidente tiene la facultad de intervenir para regular los precios y los salarios y que tal potestad podría ser derivada a cualquier agencia u organismo de gobierno [61]. Así pues, en este nuevo universo político, habría soluciones no sólo para los inconvenientes del Estado de Bienestar, sino también para los problemas que causaría la administración pública, que no debería llevarnos a un orden que multiplica las demandas legales y que posee también un conjunto de expertos destinados a solucionar tales exigencias, sino más bien, como diría Kirchheimer, habría que revitalizar el gobierno de la ley por intermedio de una base participatoria popular y que al mismo tiempo sirviese para legitimar el propio Estado de Bienestar. [62]

La propuesta de Neumann y Kirchheimer se concentraba entonces en la formación de un Estado Social de Derecho, y como vimos, ellos podrían estar pensando en un tipo de modelo que sobre la base de normas generales pudiese llevar a cabo determinadas políticas sociales sin que se tratasen tampoco de reglas demasiado generales que hiciesen entonces inútiles estas normas o dejasen distintas áreas sociales y económicas desreguladas, contribuyendo así al fracaso de las políticas sociales. No había pues necesidad de renunciar al Estado de Derecho para habilitar un Estado de Bienestar ya que "si los servicios sociales podían producirse para satisfacer el consumo de la masa, los procedimientos legales que los acompañarían también podrían ser producidos" [63].

Detrás de este intento por superar el problema planteado al legalismo formal por la democracia de masas y el capitalismo, quedaba sin embargo flotando en el ambiente un sabor extraño, a saber, la supuesta perfección del derecho formal y su capacidad de resolver conflictos y constituir así una sociedad bien ordenada. La Teoría Crítica en este punto era fiel a la tradición ilustrada y consideraba que las reglas formales no requerían de mayores aspavientos ni cavilaciones para demostrar su eficacia *per se*. Es decir, que sólo se necesitarían reglas determinadas para sortear todos los problemas planteados - léase conflictos - y así los jueces tendrían ante ellos reglas claras, sin ambigüedades y fácilmente interpretables. Definitivamente, la Teoría Crítica estaba segura de que la vaguedad nos llevaba al despotismo: "El derecho es el lenguaje del poder estatal, y si el uso de este lenguaje es confuso o poco claro, lo más probable es que sea utilizado por cuerpos subordinados o cuasi públicos del Estado (administradores, jueces, unidades corporativas dominadas por momentos por grupos privados bien organizados). " [64]

Pero, ¿qué tan cierta podía ser esta afirmación, que señalaba que el derecho formal impedía la indeterminación legal? En realidad, la idea de la superación de la excepción por parte del Estado de Derecho era ciertamente un resabio del pensamiento moderno y más específicamente de la ciencia jurídica, ya que es sabido que el propio Hans Kelsen había dejado de lado la soberanía (el elemento de excepcionalidad) dentro de lo que significaba el derecho como sistema normativo [65].

Mas lo que resultaba verdadero también era el hecho de que la indeterminación existía en cualquier sistema legal [66] y esto podía verse a través de tres ejemplos concretos:

1. Normalmente surgen casos para los cuales no existen reglas precisas ni tampoco existen precedentes para su solución; el juez aquí no tendrá ninguna alternativa más que la discrecionalidad [67] a pesar de que se pueda decir que él

[60] SCHEUERMANN, William E. Op. Cit. p. 213. Por ejemplo, un programa de políticas sociales basado en reglas generales que garanticen, digamos, un ingreso mínimo podía minar las fuerzas de la burocracia y su discrecionalidad.
[61] Ibid. p. 214.
[62] Ibid. pág. 222.
[63] KIRCHHEIMAR, Otto. *"The Rechtsstaat as Magic Wall"*, En: *"The Critical Sprit: Essays in Honor of Herbert Marcuse"*, editado por Barrington Moore, Boston: Beacon, 1967, p. 435.
[64] SCHEUERMANN, William E. Op. Cit. p. 144.
[65] SCHMITT, Carl. *"Political Theology"*, Op. Cit. pp. 14 y 18.
[66] Esta reflexión la he tomado del comentario de texto de GREGG, Benjamin al libro de William Scheuerman, Op. Cit. p. 240.
[67] Quien sostiene de cierto modo la existencia de estas zonas de penumbra y de alguna manera reivindica la capacidad discrecional de los magistrados es HART, H.L.A. en "El Concepto del Derecho" Buenos Aires: Abeledo Perrot, 1990. Dicha tesis va a ser refutada por Ronald DWORKIN, en "Los Derechos en Serio", Barcelona: Ariel, 1989.

podría recurrir a la analogía o la lógica, pero esto en todo caso no garantiza la validez de la resolución [68].

2. Se pueden detectar formas de inconsistencia en los sistemas legales sustentados en principios. Es decir, podría haber una colisión entre los principios y esto sólo podría resolverse con una metateoría que sin embargo estaría establecida sobre la base de un principio indeterminado (por ejemplo Kelsen).

3. Las normas pueden tener diversos propósitos y si tenemos una situación empírica nueva para la cual la norma podría servir, también entonces podemos sembrar una indeterminación en caso de que los propósitos sean contradictorios.

Evidentemente estos son sólo algunos de los muchos puntos que podrían mencionarse en relación con la indeterminación del derecho formal y, de hecho, dentro de la filosofía del derecho y la sociología del derecho contemporáneos ya nadie puede sostener que el derecho formal constituya un conjunto de reglas sólidas y definidas. En este sentido, parecería un exceso el sugerir que las reglas formales estarán en una posición de superioridad frente al decisionismo que por lo menos reconoce que no es neutral y que adicionalmente tendría la ventaja de que no lleva sobre sus ojos la "venda" que sí porta el derecho formal para poder actuar de manera impersonal y abolir así la arbitrariedad.

Sabemos, sin embargo, que esa venda no representa otra cosa que el estado de abstracción y generalidad sobre el que descansa el derecho formal, que no es capaz de tomar en serio a las personas y sus valores. La Teoría Crítica en un primer momento reconoció la importancia de las personas y sus valores (lo indeterminado, esto es, lo excepcional) y buscó responder a ellas pero a través de la venda del Estado de Derecho; al hacer esto, pensaron poder mantener a las instituciones del Estado de Derecho Distribuidor con todos sus personajes, como los burócratas, los jueces, etc., pero controlados por la ley formal. Empero, siempre quedaba flotando en el ambiente la idea que un Estado Social de Derecho no podía funcionar con una venda en los ojos pues en el mismo ejemplo citado en el que bastaba por ejemplo una sola norma general que determinase un ingreso mínimo no podía satisfacer la realidad política plagada de individuos distintos y con necesidades también variadas, dándose el caso, por ejemplo, de que no se hiciesen distinciones entre el jubilado enfermo, el policía en actividad o el empleado soltero que podía recibir inclusive hasta compensaciones por gastos de escolaridad. Todos estos casos deberían ser tomados de manera separada y eso implicaba un acto de voluntad (decisión) desprovista de cualquier venda que ocultase tal realidad y que produjese resultados injustos. En otras palabras, quedaba sembrada la duda en torno a la posibilidad de crear un Estado de Bienestar dependiente de las reglas formales.

Finalmente, pensamos entonces que el modelo de Schmitt (aquél que prescindiría de la venda) estaría en mejores condiciones de superar los problemas contemporáneos que cada vez más demuestran encontrarse en un contexto excepcional y explosivo; en tal situación lo más recomendable sería resolver de manera concreta y particular [69]. Si la regla formal se ha excedido "comiéndose" literalmente a la excepción, entonces el decionismo jurídico deberá restablecer el equilibrio entra la excepción y la regla.

[68] Un reciente trabajo que intenta recuperar el valor de analogía es el texto de SUNSTEIN, Cass, *"Legal Reasoning and Political Conflict"*, Oxford: Oxford University Press, 1996.

[69] Inclusive un filósofo del derecho liberal como Cass Sunstein sostiene que ya es hora de que el derecho abandone las abstracciones y se dedique a resolver sobre casos concretos, reconociendo así que los magistrados no pueden actuar como filósofos. Ibid. p. 4.

LA ADMINISTRACIÓN PÚBLICA Y LA LEY

Eduardo García de Enterría*

En el presente artículo el autor realiza un amplio y exhaustivo desarrollo del concepto de Ley. Así, afirma que dicho concepto no es inmutable, sino que ha evolucionado a través de las diferentes etapas históricas de la humanidad, adaptándose a los cambios políticos, económicos y sociales de cada época, e influyendo, a su vez, en el desarrollo del hombre.

Finalmente, realiza un profundo análisis de la relación -muchas veces conflictiva y contradictoria, pero no por ello menos importante- entre la Ley y la Administración Pública, encargada de ejecutarla.

Una de las grandes innovaciones que la Revolución Francesa aportó al mundo fue la de una nueva idea de la Ley.

La Ley es una manifestación cosustancial a la idea misma del Derecho. El mito de los grandes Legisladores, que habrían liberado o configurado a sus pueblos, ha existido siempre: Moisés, Numa, Solón, Licurgo. Pero la Revolución va a cambiar de forma radical la situación de la Ley en el Antiguo Régimen y va a colocarla en el lugar central de toda la construcción política y, consecuentemente, por lo que ahora nos interesa, de la Administración.

Alexis de Tocqueville, con su penetración indesmentible, no pudo dejar de percibir ese cambio esencial. En el Capítulo VI del Libro II de *L'Ancien Régime et la Révolution*, explica cuál era la posición de la Ley en la Administración absolutista:

> *"Lors même que la loi n'était pas changée, la manière de l'appliquer variait tous les jours. Quand on n'a pas vu l'administration de l'ancien régime à l'oeuvre, en lisant les documents secrets qu'elle a laissés, on ne saurait imaginer le mépris où finit par tomber la loi, dans l'esprit même de ceux qui l'appliquent, lorsqu'il n'y a plus ni assemblée politique, ni journaux, pour ralentir l'activité capriçieuse et borner l'humeur arbitraire et changeante des ministres et de leurs bureaux.*
>
> *On ne trouve guère d'arrêts du conseil qui ne rappellent des lois antérieures, souvent de date*

* Abogado Catedrático Universidad de Salamanca.

très-récente, qui ont été rendues, mais non exécutées. Il n'y a pas en effet d'édit, de déclaration du roi, de lettres patentes solemnellement enregistrées qui ne souffrent mille tempéraments dans la practique. On voit par les lettres des contrôleurs généraux et des intendants que le gouvernement permet sans cesse de faire par exception autrement qu'il n'ordonne. Il brise rarement dans tous les sens, suivant les cas particuliers et pour la grande facilité des affaires.

. . . . . .

Qui voudrait juger le gouvernement de ce temps-là par le recuil de ses lois tomberait dans les erreurs les plus ridicules.

. . . . . .

On peut dire que, chez les hommes de l'ancien régimen, la place que la notion de la loi doit occuper dans l'esprit humain était vacante"[1].

En realidad, la administración del Antiguo Régimen funcionaba sobre la idea central de la soberanía del Rey, capaz de actuar tanto por normas generales como por rescriptos singulares no vinculados a Ley alguna y capaces, además, de pasar por encima de las Leyes existentes; y, a la vez, en cuanto se tratase de asuntos administrativos, los jueces llamados soberanos, a quienes se habría trasladado el poder absoluto del monarca, decidían según la razón de Estado y no conforme a una Ley cualquiera que pudiera imponerse a ellos imperativamente.

La revolución operará aquí una de sus grandes transformaciones.

Su profeta será Rousseau. En su obra capital, *Le contrat social*, capítulo VI del Libro II, dedicado al tema de la Ley, pregunta:

"Mais qu'est – ce donc enfin qu'une loi? Tant qu'on se contentara de nattacher à ce mot que des idées métaphysiques, on continuera de raisonner sans s'entendre"[2].

Hay que forjar, pues un conceptop nuevo, el que él propone de forma resuelta:

"Quand tout le peuple statue sur tout le peuple il ne considere que lui-même, et s'il se forme alors un rapport, c'est de l'objet entier sous un point-de-vue à l'objet entier sous un autre point de vue, sans aucune division du tout. Alors la matière sur laquelle on statue est générale comme la volonté qui statue. C'est cet acte que j'appelle une loi"[3].

En términos más simples: la Ley es la decisión del pueblo entero (voluntad general) decidiendo sobre el pueblo entero, por medio –y esto es igualmente esencial- de normas generales y comunes.

"Quand je dis que l'objet des lois est toujours général, j'entends que la loi considère les sujets en corps et les actions comme abstraites, jamais un homme comme individu ni une action particulière ... toute fonction qui se rapporte à un objet individuel n'appartient point à la puissance législative"[4].

En esa generalidad de origen y de objeto de la Ley (*"quand tout le peuple statue sur tout le peuple"*) estaría su milagroso mecanismo. Fruto de voluntad general, se resuelve en mandatos necesariamente generales. Esto es, por otra parte, lo que hace a la Ley infalible, incapaz de error. Diderot lo dirá con convicción que nos desarma (cuando tan escarmentados estamos hoy de las Leyes actuales):

---

1 Cuando la ley no había sido aún cambiada, su aplicación lo hacía día a día. Si uno no ha visto a la administración del antiguo régimen en acción, leyendo los documento secretos que dejó, no se podría imaginar el desprecio hacía la ley en el espíritu mismo de aquéllos que la aplican, cuando no hay más asamblea política ni periódicos para frenar la actividad caprichosa y distorsionar el humor arbitrario y cambiante de los ministros y de sus verdugos. Ya casi no hay ordenanzas del consejo que no recuerden leyes anteriores, a menudo recientes, que han sido dadas pero no ejecutadas. En efecto, no hay mandato, declaración del rey, cartas solemnemente registradas que no sufran miles de alteraciones en la práctica. Se ve, por las cartas de los controladores generales y de los intendentes que el gobierno permite constantemente actuar por excepción, no conforme a lo que él ha ordenado. Él rompe raramente en todos los sentidos, según los casos y por la gran facilidad de los asuntos. Aquél que quisiera juzgar el gobierno de aquel tiempo mediante una recopilación de sus leyes caería en los errores más ridículos. Se puede decir que con los hombres del antiguo régimen, el sitio (lugar) que el concepto de la ley debe ocupar en la mente humana estaba vacante.

2 EL CONTRATO SOCIAL. "Pero, ¿qué es entonces una ley? Mientras nos limitemos a aplicarle a esta palabra nada más que conceptos metafísicos, seguiremos razonando sin entendernos".

3 "Cuando todo el pueblo legisla sobre todo el pueblo, no considera sino a sí mismo, y si se establece una relación, es la del objeto entero bajo un punto de vista hacia el objeto entero bajo otro punto de vista, sin ninguna división (del todo). Entonces la materia sobre la cual se legisla es general así como la voluntad que legisla. Es aquel acto llamado ley".

4 "Cuando digo que el objeto (fin) de las leyes es siempre general, me refiero a que la ley considera a los sujetos como un cuerpo y las acciones, como abstractas; nunca a un hombre como un individuo o una acción particular ... toda función que se relaciona con un objeto individual no pertenece al poder legislativo"

"Les volontés particulières sont suspectes; elles peuvent être bonnes ou méchantes, mais la volonté général est toujours bonne: elle n'a jamais trompé, elle ne trompera jamais"[5].

El mismo Rousseau está en el origen de esa sorprendente convicción, cuando el famoso capítulo 3 del Libro II del *Contrat Social*, contestando a la cuestión de *"si la volonté générale peut errer"*, responde:

"la volonté générale est toujours droite ... le peuple ne se trompe point",[6]

Supuesto que todos participan en la formación de la voluntad general y nadie puede ser injusto consigo mismo.

El resultado de este mecanismo, aparentemente tan simple, es, sin embargo, deslumbrador; significa, nada menos, desterrar para siempre del mundo la posibilidad de una Ley opresora o injusta. Todas las leyes serán, por virtud de esa técnica, Leyes de Libertad. En otro lugar del *Contrat Social* (I, 6) Rousseau explica, en efecto, que por la asociación general que él propugna

"chacun s'unissant à tous n'obéisse pourtant qu'à lui même et reste aussi libre qu'auparavant".[7]

En su *Discours sur l'Économie politique* (que es la voz *"Economie Politique"* de la enciclopedia) no puede ocultar el orgullo de su descubrimiento:

"Par quel art inconçevable a-t-on pu trouver le moyen d'assujettir les hommes pour les rendre libres? D'employer au service de l'état les biens, les bras, et la vie même de tous ses membres, sans les contraindre et sans les consulter? D'enchaîner leur volonté de leur propre aveu? De faire valoir leur consentement contre leur refus, et de les forcer à se punir eux-mêmes, quand ils font ce qu'ils n'ont pas voulu? Comment se peut – il faire qu'ils obéissent et que personne ne commande, qu'ils servent et náyent point de maître; d'autant plus libres en effet que sous une apparente sujétion, nul ne perd de sa liberté que ce qui peut nuire à celle d' un autre? Ces prodiges sont l'ouvrage de la loi. C'est à la loi seule que les hommes doivent la justice et la liberté. C'est cette voix céleste qui dicte à chaque citoyen les préceptes de la raison publique, et lui apprend à agir selon les maximes de son propre jugement, et à n'être pas en contradiction avec lui-même. C'est elle seule aussi que les chefs doivent faire parler quand ils commandent; car si-tôt qu'indépendamment des lois, un homme en prétend soumettre un autre à sa volonté privée, il sort à l'instant de l'état civil, et se met vis-à-vis de lui dans le pur état de nature où l' obéissance n'est jamais prescrite que par la nécessité".[8]

Se trata, sin duda posible, de

"la plus sublime de toutes les institutions humanes, ou plûtôt par une inspiration céleste, qui apprit à l' homme à imiter ici-bas les decrets inmuables de la divinité".[9]

El nuevo concepto de la Ley es, pues, ni más ni menos, una verdadera relación divina.

De ello se deduce directamente (*Contrat*, II, 11) que

"La fin de tout système de legislation ... se réduit à ces deux objets principaux, la liberté et l'égalité".[10]

Rousseau lanzaba así una idea llamada a un largo y glorioso porvenir, la idea de que, a través del mágico mecanismo del establecimiento de las Leyes por la

---

5 "Las voluntades particulares (individuales) son sospechosas; pueden ser buenas o malas (malvadas) pero la voluntad general es siempre buena: nunca ha engañado, nunca engañará."

6 "La voluntad general es siempre derecha (recta) ... el pueblo, jamas se equivoca".

7 ..."Cada uno, uniéndose a todos no obedece sin embargo más que a sí mismo y queda tan libre como antes."

8 "¿Mediante qué arte convencible se ha podido encontrar el medio de dominar a los hombres para (luego) liberarlos? ¿De emplear al servicio del Estado los bienes, los brazos (las manos) e incluso la vida de todos sus miembros y sin obligarlos ni consultarlos? ¿De encadenar la voluntad de su propio sentir? ¿De hacer prevalecer su consentimiento contra su negativa y forzarlos a autocastigarse, cuando hacen lo que no han querido? ¿Cómo es que ellos obedecen sin que nadie mande, que sirvan sin tener amo; aún más libres en efecto bajo una aparente sujeción, nadie pierde de su libertad sino lo que puede perjudicar a la de otro? Esos pródigos son la obra de la ley. Es sólo a la ley que los hombres deben la justicia y la libertad. Es aquella voz celestial que dicta (dictamina) los preceptos de la razón pública y le enseña a actuar según las reglas de su propio juicio sin estar en contradicción consigo mismo. Es también a ella sola que los jefes deben hacer hablar cuando mandan; ya que (inmediatamente) una vez alejado de las leyes, un hombre que pretende someter a otro bajo su voluntad (privada), sale al instante del estado civil y se ubica frente a él en el simple estado natural, en el que la obediencia jamas es prescrita sino por necesidad".

9 "La más sublime de todas las instituciones humanas, o más bien por una inspiración celestial, que enseñó al hombre a imitar en ese mundo los decretos inmutables de la divinidad".

10 "El fin de todo sistema de legislación ... se reduce a esos dos objetos principales: la libertad y la igualdad".

voluntad general, actuando por medio de preceptos igualmente generales, resultará un tipo de sociedad en la que reinará necesariamente la libertad de cada uno, sin otro límite que el respeto a la libertad igual de los demás. Esta idea pasará al fundamental artículo 4 de la Declaración de Derechos de 1789, y es la que elevará a la más alta expresión la Filosofía del Derecho y del Estado de Kant.

Recordemos el texto del artículo 4 de la Declaración:

> *"La liberté consiste à pouvoir faire tout ce qui ne nuit pas à autrui: ainsi, l' exercice des droits naturels de chaque homme n'a de bornes que celles qui assurent aux autres membres de la société la jouissance de ces mêmes droits. Ces bornes ne peuvent être déterminées que par la Loi."*[11]

El contenido de la Ley será, pues, articular esa coexistencia de derechos o libertades en la sociedad.

De aquí arranca la idea esencial de la Ley como garantía de los derechos, que entierra resueltamente su vieja concepción como *quod principi placuit legis habet vigorem*, lo que al príncipe place tiene fuerza de Ley, que hacía equivaler a ésta con el producto de una simple voluntad humana superior (para explicar tal superioridad estaban las aplicaciones teológicas del poder). Viene a resultar inesperadamente, en virtud del mágico y prodigioso hallazgo de Rousseau, que la Ley no tiene otro objeto ni produce otro efecto, justamente, que localizar, proteger y hacer efectiva la libertad, articulando la libertad de todos y asegurando su simple coexistencia.

Concluye Rousseau con su énfasis característico:

> *"Il n'y a donc point de liberté sans Lois, ni où quelqu'un est au dessus des Lois... En un mot, la liberté suit toujours le sort des Lois, elle regne ou périt avec elles; je ne sache rien de plus certain"* (*Lettres écrites de la Montagne*, Lettre VIII).[12]

Pocas veces se habrá dado en la historia un influjo más relevante de una doctrina, aquí de la Rousseau, sobre el curso histórico.

La Revolución Francesa pondrá en pie esa nueva idea de la Ley como expresión de la voluntad general, estableciéndose sobre materias generales y cuyo contenido produce libertad. La cuestión esencial del orden político pasa a ser así la titularidad del poder legislativo, ese poder mágico que rectificaría todas las iniquidades de la historia y del que surgiría el hombre nuevo, gobernado sólo por la libertad.

II

La Revolución Francesa se apropiará, en efecto, de esa idea nueva de la Ley, y edificará sobre ella un sistema nuevo de poder. El mismo Rousseau había dicho en las mismas *Lettres écrites de la Montagne*:

> *"Un peuple libre obéit, mais il ne sert pas; il a des chefs et non pas des maîtres; il obéit aux Lois, mais il n'obéit qu'aux Lois et c'est par la force des Lois qu'il n'obéit pas aux hommes"* (Lettre VIII).[13]

Estos conceptos esenciales pasarán a nutrir la Declaración de Derechos del Hombre y del Ciudadano de 1789, la Carta magna de la Revolución. *"Tout ce qui n'est pas défendu par la Loi ne peut être empeché et nul ne peut être contfraint à faire ce qu'elle n'ordonne pas"*, dice su artículo 5. *"Nul homme ne peut être accusé, arrête ni détenu"*, precisa el artículo 7, *"que dans les cas déterminés par la Loi, et selon les formes qu'elle a prescrites"*.[14]

Sólo cuando un ciudadano es llamado a obedecer *"en vertu de la Loi doit obéir à l'instant: il se rend coupable de la résistance"*, artículo 7.

En la Constitución de 1771, la primera revolucionaria, estos conceptos aparecen ya incluidos como la clave de la construcción política. Al definir la posición del Rey, que hasta ahora ha sido titular de todos los poderes, el artículo 3, sección 1, capítulo II, Título III, dice: *"Il n'y a point en France d'autorité supérure à celle de la Loi. Le Roi ne régne que par elle, et ce n'est qu'au nom de la Loi qu'il peut exiger l'obéisance"*. Es el sistema que se llamará del *Règne de la loi*, expresión que pasará a las monedas como dorso del anverso que reproduce la efigie del Rey (Decreto a la Asamblea de

[11] "La libertad consiste en poder hacer todo aquello que no perjudica a los demás: así, el ejercicio de los derechos naturales de cada hombre tiene como únicos límites aquéllos que aseguran a los demás miembros de la sociedad, el gozo de los mismos derechos. Esos límites sólo pueden ser determinados por ley".

[12] No hay entonces libertad sin leyes, ni donde esté por encima de las leyes... En una palabra la libertad sigue siempre la suerte de las leyes; reina o perece con ellas; no sé nada más cierto.

[13] Un pueblo libre obedece, pero no sirve; tiene jefes mas no amos; obedece las leyes pero sólo a ellas y es por la fuerza de las leyes que él no obedece a los hombres.

[14] "Ningún hombre puede ser acusado, arrestado o detenido más que en los casos prescritos por la ley y según las formas que ellas prescriben".

9-15 de abril de 1791). Los agentes judiciales que salgan del Juzgado para hacer una ejecución, dispuso la Ley de 6-27 de marzo de 1791, artículo 38, deberán expresar que actúan *"au nom de la Loi"* y portar una medalla con estasl palabras: *Action de la Loi*, etc.

Todo esto dista de ser retórico; es, por el contrario, la instauración de un mecanismo técnico riguroso y estricto. Significa que todo órgano público (del Rey para abajo) ejerce sólo el poder que la Ley ha definido previamente, en la medida tasada por la Ley, mediante el procedimiento y las condiciones que la propia Ley establece, y ningún otro poder. Sólo la Ley manda y todos los agentes, administrativos o judiciales, en cuanto "agentes" comisionados por el pueblo, son simples ejecutores de la misma, que comprueban que el supuesto de hecho previsto por la Ley se ha producido y que seguidamente deciden lo que la Ley ha determinado previamente como procedente.

De este modo, y por vez primera en la historia humana, todo el aparato de poder se objetiviza en un abstracto sistema de ejecución legal, de normas escritas y como tales ciertas, elaboradas meditadamente con la *sage lenteur* de las Asambleas, fijas e inmutables para los aplicadores, seguras y ciertas, pues, para los ciudadanos. La Ley escrita pasa así al lugar central del sistema.

III

La Administración Pública experimenta aquí la más relevante transformación de su historia. Hasta ese momento la Administración era un atributo personal del monarca absoluto, vicario de Dios en la tierra que, en virtud de esta superioridad formal, gobernaba por su sola prudencia a la grey de su pueblo. Frente a este criterio de la sola prudencia en la atención al bien general, el aparato administrativo va a tener que tener en cuenta a partir de ahora las prescripciones de la legalidad, únicas en virtud de las cuales puede ordenar y prohibir. Es verdad que esta ejecución legal no será nunca puramente automática, porque la Ley otorga con normalidad poderes discrecionales a la Administración, poderes en cuya aplicación la Administración mantiene una reserva de prudencia propia para valorar las situaciones concretas (por ejemplo, realización o no de una obra pública, el trazado de una vía, la designación de la persona que estime apropiada), pero estos poderes discrecionales están, ellos mismos, encuadrados por la Ley que, primero, los otorga, y, en segundo término, los ordena hacia fines concretos, regulando también la competencia y el procedimiento concreto para su ejercicio.

El fenómeno de la legalización completa de la actuación administrativa, en virtud del principio de que sólo la Ley puede mandar sobre hombres libres, dista de ser un postulado puramente teórico. Por el contrario, los primeros textos revolucionarios se preocuparon de establecer con todo rigor la regla de que la Administración sólo puede mandar lo que la Ley ordena y, correlativamente, un control de la observancia de la legalidad por la Administración, control que se encomendó, en el caso de las Administraciones locales, a las entidades de rango superior y al Gobierno central en los demás casos.

La Constitución de 1971, Título III, capítulo IV, Sección II, disponía en su artículo 4 que

> *"il appartient au pouvoir législatif de déterminer les régles et le mode de leurs [des administrateurs] fonctions, tant sur les objets ci-dessus esprimés que sur toutes les autres parties de l' administration intérieure".*[15]

La legalización de la Administración, su sumisión a la Ley para que ésta determine de una manera previa *"les régles et lemode de leurs fonctions"*, queda así consagrada desde el primer texto constitucional revolucionario. Pero no se trata sólo de un enunciado retórico, sino que la propia Constitución se preocupa inmediatamente de hacer eficaz ese sometimiento, implantando un sistema de control de observancia de la Ley. El artículo 5, precisa, en efecto:

> *"Le Roi a le droit d'annuler les actes des administrateurs de département contraires aux Lois ou aux ordres qu'il leur aura adressés".*[16]

(El Rey es aquí el Consejo de Ministros, llamado entonces *"Conseil d'Etat"*: Ley de 27 de abril de 1791).

El artículo 6 :

> *"Les administrateurs de département ont de même le droit d'annuler les actes des sous-administrateurs de district contraires aux Lois ou aux arretés des administrateurs de*

[15] "Pertenece al poder legislativo determinar las reglas y el mecanismo de sus funciones, tanto sobre las materias arriba expresadas así como las otras partes de la administración interior".

[16] "El rey tiene el derecho de anular las actas de los administradores de departamento contrarias a las leyes u ordenanzas que él les dicto".

département ou aux ordres que ces derniers leur auront donnés ou transmis".[17]

En fin, el artículo 7 prevé que si los *"administrateurs de département"* no ejercieren ese poder de control, el Rey, como cabeza del Ejecutivo, podrá sustituirlos anulando directamnte los actos *"des sous-administrateurs".*

Ya Rousseau había notado la necesidad de ese control de la observancia de la legalidad por la Administración: *"Il n'y aurait point de liberté dans un Etat ou le corps chargé de l'application des Lois aurait droit de les faire parler a sa fantaisie, puisqu'il pourroit faire exécuter comme des lois ses volantés le plus tyraniques" (Lettres écrites de la montagne, Lettre IX),*[18] principio que los revolucionarios, como se ve, aplican desde el primer momento.

Esmein, en su *clásico Précis élémentaire de l'histoire du droit francais de 1789 à 1814,* (1908), vio en esas reglas de la Constitución de 1791 el origen del contencioso administrativo moderno, aunque no se hiciese bajo forma judicial.

En el proyecto de constitución jurídica de 1793 se decía en su Declaración de Derechos, artículo 32:

"Il y a oppression ...lorsque la loi est violée par les fonctionnaires publics dans son application a des faits individuels. Il y a oppression lorsque des actes arbitraires violent les droits des citoyens contre l'expression de la loi. Dans tout gouvernement libre le mode de résistance a ces différents actes d'oppression doit être reglé par la Constitutión".[19]

Si reconvertimos *"droit de résistance"* a recursos de anulación, está aquí ya formulada toda la técnica de legalidad de la Administración y de su control efectivo.

Resulta importante notar que tanto la exigencia de una Administración ejecutora de la Ley como el control de la observancia de esa regla se mantendrán por el Gobierno revolucionario o jacobino a partir de 1792. Es verdad que los "comisarios en misión" serán quienes ejerzan en el territorio los poderes efectivos y que sus decisiones, como delegadas de la propia Convención, tendrán la fuerza de "leyes provisionales".

Pero el Decreto de 14 frimario del año II, que ha sido considerado como la verdadera Constitución provisional del Gobierno revolucionario, establece reglas inequívocas: una, la de su artículo 11 *("il est expressément défendu à toute autorité et à tout fonctionnaire public de faire des proclamations ou de prendre des arrêts extensifs, limitatifs contraires au sens littéral de la loi sous prétexte de l'interpréter ou de suppléer. A la Convention seule appartient le droit de donner l'inerprétation des décrets et l'on ne pourra s'adresser qu'à elle seule pour cet objet"),*[20] que hace más enérgica la sumisión de los agentes administrativos a la ejecución de la Ley. Otra, el control de ese sometimiento. El artículo 4 dispone :

"la surveillance active relativement aux lois et mesures militaires, aux lois administratives, civiles et criminelles est délégué au Conseil exécutif, qui en rendra compte par écrit, tous les dix jours au Comité de salut public pour lui dénoncer les rétards et les négligences dans l'exécution des lois civiles et criminelles, ainsi que les violations de ces lois et de ces mesures..."[21]

La Constitución directorial del año III mantiene en vigor el régimen puramente jerárquico de los recursos de anulación, artículo 193 y siguientes. Además, existe también una serie de recursos organizados en leyes especiales encomendados a órganos administrativos o en algún caso al *"Corps Legislatif"*, en lo que Burdeau ha visto las raíces de un sistema contencioso - administrativo propiamente dicho.

Pero la instauración definitiva de este sistema será la obra de Napoleón, como es bien conocido. Hasta entonces Ministros y autoridades departamentales

---

17 "Los administradores departamentales tienen el mismo derecho de anular las actas de los sub-administradores de distrito contrarias a las leyes u ordenanzas de los administradores departamentales, o las ordenanzas que estos últimos hayan dictaminado o transmitido".

18 No existía libertad en un Estado en que los encargados de aplicar la Ley tengan derecho de moldearla a su antojo, ya que podrían ejecutarla como si ella fuera una ley tiránica.

19 "Hay opresión ... cuando la ley es violada por funcionarios públicos en su aplicación a los hechos individuales. Hay opresión cuando actos arbitrarios violan los derechos de los ciudadanos es contra de la expresión de la ley. En todo gobierno libre, el modo de resistencia a esos diferentes actos de opresión debe ser regulado por la constitución".

20 Está expresamente prohibido a toda autoridad y todo funcionario público hacer proclamaciones o tomar medidas extensivas, limitativas contrarias al sentido literal de la ley, so pretexto de interpretar o enmendar. Corresponde sólo a la Convención el derecho de interpretar decretos y podrá dirigirse sólo a ella para ese efecto.

21 "El cuidado activo relativo a las leyes y medidas militares, leyes administrativas, civiles y criminales se delega al Consejo ejecutivo, quien informará por escrito todos los días al comité de salubridad pública para exponer las tardanzas y los descuidos en la ejecución de las leyes civiles y militares, así como las violaciones de esas leyes y medidas".

acumulaban las funciones de administrar y de decidir recursos. La constitución del año VIII, completada en esto por la Ley de 28 pluvioso del mismo año VIII, crean órganos especializados en la resolución de impugnaciones de los administrados contra los actos de la Administración, el *Conseil d´Etat*, la Constitución, artículo 52, y los *Conseils de Préfecture*, la citada Ley. En 1806 (Decretos de 11 de junio y 22 de julio) se singulariza en el seno del *Conseil d´Etat* la *"Commission du contentieux"* y se ponen en pie la primeras reglas de procedimiento para estos asuntos, que quedan así separados de los generales consultivos de que el *Conseil* continúa conociendo. Ha surgido así el primer contencioso–administrativo, propiamente como tal, aunque aún en la forma de "justicia retenida". Una "jurisprudencia administrativa" surgirá, cuya evolución continua (sobre todo a partir de 1872, en que se impone el sistema llamado de justicia delegada, que asegura la independencia del órgano de enjuiciamiento) creará el Derecho Administrativo contemporáneo. El sistema de garantías a la libertad y a la observancia de la Ley por cualquier autoridad o agente queda instaurado de manera efectiva, dando lugar a una técnica depurada, que irá sucesivamente enriqueciéndose.

IV

Tocqueville, que había visto tan certeramente la inconsistencia de las leyes en la administración del Antiguo Régimen, y que había dicho que estaba vacantes entonces *"la place que la notion de la loi doit occuper dans l´esprit humain"*, no acertó a ver luego cómo esa "place vacante" es la que la Revolución trató de ocupar. Por eso, inesperadamente para su lucidez, minusvalizó, o incluso negó, sorprendentemente, la efectividad, de la gran creación revolucionaria en esta materia. El capítulo IV del *Livre deux* de *L´Ancien Régime et la Révolution* lleva el siguiente epígrafe: *"Que la justice administrative et la garantie des fonctionnaires sont des institutions de l´ancien régime"*.[22]

La explicación que da Tocqueville es simple. Dado que el poder judicial del Antiguo Régimen, por su estamentalización en los parlamentos judiciales, era –tendencialmente al menos– independiente del Rey, éste hizo costumbre de desapoderarlo para conocer él mismo los asuntos que interesaban directamente a su poder, creando para su uso particular *"une espéce de Tribunal plus dépendant, qui présentat a ses sujets quelque apparence de la justice , sans lui en faire craindre la réalité"*.[23] Observa al efecto que en la mayor parte de las ordenanzas y edictos publicados por el Rey en el último siglo de la monarquía se verá que era común precisar que las contestaciones a las que la ejecución de esas disposiciones pudiesen dar lugar serían resueltas por el intendente o por el consejo, prohibiendo *"a nos cours et Tribunaux d´en prendre connaissance"*.

Cuando la materia estaba regulada por leyes antiguas o por costumbres, se usaba resueltamente por el Consejo la vía de la avocación. Así, se estableció en los espíritus la idea de que si derivaban de un acto administrativo no pertenecían a los jueces ordinarios, que debían reducirse a pronunciarse sobre intereses particulares. *"En cette matiere*–concluye- *nous n´avons fait que trouver la formule: à l´ancien régime appartient l´idée"* .

Extrae el siguiente texto de la motivación de un Intendente para justificar la avocación de un asunto ante el *Conseil*:

> *"Le juge ordinaire est soumis à des règles fixes, qui l´obligent de réprimer un fait contraire à la loi; mais le conseil peut toujours déroger aux règles dans un but utile"*.[24]

Aquí, justamente, está el error interpretativo, que me permito observar. Tocqueville es insensible al cambio de sentido de la Ley que ha aportado la Revolución , tanto como expresión y garantía de la libertad como en cuanto pauta efectivamente vinculante a la Administración y a sus órganos y parece pensar que la Ley en el régimen postrevolucionario tiene la misma escasa consistencia que él había observado, como vimos en el I, *supra*, que tenía en el Antiguo Régimen. Ahora bien, la justicia administrativa que surge de la Revolución no tiene por objeto *"déroger aux règles dans un but utile"*, como decía el Intendente que Tocqueville cita; no es un simple instrumento de la razón de Estado para inaplicar o forzar la interpretación de la Ley, antes por el contrario es un sistema que pretende, justamente, asegurar la estricta observancia de la Ley por la Administración, principio esencial del orden político y de la libertad que la Revolución ha creado.

---

[22] "Que la justicia administrativa y las garantías de sus funcionarios son institucionales del Antiguo Régimen".
[23] Una especie de Tribunal más dependiente, que presentaría una cierta apariencia de justicia, sin dejar de ver o tener la realidad.
[24] El Juez ordinario está sujeto a reglas fijas, que lo obligan a rechazar un hecho contrario a la ley; sin embargo, se puede ir contras estas reglas si se tiene un objetivo útil.

Nadie discute hoy, en efecto, ese aserto. El actual Estado de Derecho no sería siquiera concebible sin un sistema de justicia administrativa y los principios en que el Estado de Derecho se asienta se apoyan en la idea de la libertad y los derechos humanos y repudian *a limine* cualquier interpretación que intentase dejar la arbitrariedad de la administración, o la consideración sistemática de los intereses gestores de ésta, como superiores a las determinaciones legales y a la libertad.

V

La sumisión de la Administración Pública a la Ley y el control efectivo de ese sometimiento por un sistema eficaz de justicia administrativa que garantice a los ciudadanos, constituye un rasgo esencial y definitivamente establecido del Estado contemporáneo. El sistema de justicia administrativa se ha ido sometiendo a la Ley. Lo que comenzó presentándose como un control "objetivo", realizado en el propio interés de la legalidad administrativa, ha pasado a ser, sin perjuicio de ese efecto reflejo , una técnica de garantía "subjetiva" de los ciudadanos, cuyos intereses vitales de cualquier carácter no pueden ser afectados por las Administraciones Públicas más que "en virtud de la Ley", porque sólo en la Ley las sociedades occidentales admiten la prevalencia del poder público sobre esos intereses privados.

Este rasgo, por cierto, es el que, por encima de la homogeneidad sustancial de la técnicas de organización y de gestión, separa necesariamente los modos de actuar de las Administraciones Públicas respecto de los que son propios de las Administrativas Privadas. En las reflexiones de este Instituto de *Maatricht*, este hecho, me imagino, será considerado como apodíctico. El Derecho Administrativo no es un apéndice prescindible o de ornato para las Administraciones Públicas; es un componente esencial de su estructura y de su funcionamiento.

Y ese Derecho Administrativo no reduce, en modo alguno, a la Administración a un mero aparato de ejecución automática de la Leyes predeterminadas . La Administración Pública no podrá nunca reducirse a un sistema de respuestas fijas, que puedan quizás ser codificadas un día agotadoramente por un ordenador. Lo sustancial de los poderes administrativos es que son poderes discrecionales, que es verdad que es la Ley la que los otorga y regula, que es verdad que el juez administrativo podrá controlar en cuanto a sus posibles excesos, pero que sustancialmente dejan a los administradores extensos campos de libertad, de cuyo ejercicio podrá derivarse una buena o una mala gestión.

El Derecho Público no pretende eliminar, en modo alguno, la política, que es esencialmente, *sine qua non*, libertad de opciones; intenta sólo ponerle ciertos límites, postulados por la concepción del hombre y de la sociedad sobre la que vivimos e intentamos seguir viviendo.

De nuevo reaparece aquí la idea ilustrada de la Ley como expresión y garantía de la libertad, que hoy sentimos como consustancial a nuestra civilización.

LA VINCULACIÓN A LOS DERECHOS FUNDAMENTALES PARA EL ESTADO QUE ACTÚA SEGÚN LAS NORMAS DEL DERECHO PRIVADO

Hans-Uwe Erichson*
Colaborador Bodo Ebber, Münster

Es ya harto conocida la existencia de una participación del Estado en el mercado económico rigiéndose no por las normas de Derecho Público, sino por las del Privado.

Sin embargo, -o quizá debido a ello- aun cuando este tipo de participación adquiere cada vez más actualidad, los conflictos a nivel doctrinario y a nivel práctico se agudizan.

En el presente artículo el autor realiza un interesante análisis sobre este problema, centrándose en un subtema tan importante como los derechos fundamentales; así, partiendo de dos casos de la realidad, plantea ciertas interrogantes, y ensaya posibles soluciones para ellas.

Caso 1: En la ciudad de S., la sociedad anónima *"Personenverkehrs-AG"* cubre el servicio de pasajeros con tranvías y autobuses. Todas las acciones de esta Sociedad Anónima están en manos de la ciudad de S. A raíz de las pérdidas sufridas en los últimos ejercicios, la sociedad anónima decidió reestructurar su sistema de tarifas. Para este fin también se redujeron las tarifas sociales que hasta entonces habían sido concedidas en gran escala, eliminándose en particular las reducciones de tarifas concedidas hasta entonces a los estudiantes de los institutos privados de formación profesional. En cambio, sí se continuó concediendo estas rebajas a los estudiantes de los institutos privados de enseñanza general. K. está operando un instituto privado de formación profesional. Según su opinión, las nuevas tarifas de la Cía. *"Personenverkehrs-AG"* también deben pasar por una revisión a la luz de los derechos fundamentales.[1]

Caso 2: En el área de la ciudad de Hamburgo, el suministro de energía eléctrica de la población está a cargo de las empresas *Hamburgische Electricitäts-Werke AG* (HEW), sociedad anónima en la cual la ciudad de Hamburgo tiene una participación del 72%. Los demás titulares de acciones son personas naturales. Las HEW habían cortado el suministro a un cliente que se retrasó en el pago. El Tribunal Regional Superior de Hamburgo admitió en última instancia la demanda que impugna esta decisión de las HEW, opinando que las HEW habrían perdido el derecho de cortar el servicio - derecho previsto en el § 33 de las Condiciones Generales de Suministro de Electricidad a Clientes Tarifarios (AVB EltV) - puesto que no lo ejercen de manera equitativa al no haberlo hecho valer frente a los clientes de la Calle Hafenstraße de

---

* Catedrático de la Universidad Münster.

[1] Caso según BGHZ 52, 325. Compárese al respecto también ERICHSON. *«Staatsrecht und Verfassungsgerichtsbarkeit I"* 3ª edición 1982, p. 107 y ss.

Hamburgo quienes no querían pagar sus facturas de consumo de electricidad. En su calidad de empresas de servicios públicos, las HEW, sin embargo, estarían obligadas a dar un trato igual a todos los consumidores al momento de cortar el servicio. Las HEW, invocando el artículo 2 numeral 1, 3 número 1, 20 número. 3 GG (Constitución alemana) formuló un recurso de inconstitucionalidad contra esta decisión.[2]

Caso 3: ¿Cuál sería la situación jurídica en el caso 2 si la ciudad de Hamburgo tuviese solamente el 40 % de participación en las HEW, y si el 60 % restante quedase en manos de personas privadas?

INTRODUCCIÓN

Puesto que también el comportamiento del Estado está marcado en grado creciente por pautas que han sido fijadas de manera transfronteriza (por ejemplo, las del Derecho Comunitario de la Unión Europea), o pautas nacidas en la vida jurídica (globalización de la competencia económica), se ha llegado a la conclusión inevitable de que las finanzas públicas no pueden ser aumentadas a gusto sino más bien tendrán la tendencia a decrecer. Esto ha llegado a intensificar la discusión acerca de incrementar la efectividad (es decir la eficacia) y la eficiencia (es decir, el menor gasto posible y, al mismo tiempo, la mayor eficacia posible -relación costo/beneficio-) de la Administración Pública. A la par con la idealización creciente de la efectividad y eficiencia del comportamiento **privado,** la tendencia va en dirección a que las funciones hasta ahora asumidas por el Estado y sus subdivisiones organizadas de acuerdo al derecho público (en adelante llamadas simplemente subdivisiones), sean asumidas en grado creciente no sólo en las formas de **acción** del derecho privado, sino también en las formas de **organización** del derecho privado.

El hecho de que el Estado y sus subdivisiones se sirvan de las formas de **acción** del Derecho Privado al cumplir sus funciones administrativas, es un hecho que se conoce desde hace mucho tiempo y que ha sido discutido en sus premisas y consecuencias.[3]

Es cierto que ya desde siempre ha existido la privatización **organizativa,** conforme muestran los ejemplos tomados del campo del suministro de energía – tales como por ejemplo, *"Stadtwerke AG"* (sociedad anónima de empresas municipales), y en el servicio del transporte local de pasajeros– *"Straßenverkehrsbetriebe GmbH"* (Empresas de Transporte Público SRL) –u otras ofertas de servicios públicos– *"Schlachthof GmbH"* (Empresa de Camales SRL), *"Stadthallen AG"* (Sociedad Anónima de Auditorios Municipales), etc.

Sin embargo, lo que ha cambiado es la calidad y cantidad de estas tendencias. Así es que, por ejemplo, se puede constatar que el Estado se deshace completamente de su responsabilidad de asumir funciones (la así llamada privatización material) como por ejemplo, en el caso de Lufthansa, o se repliega asumiendo solamente una función supervisora de garantía, tal como se vislumbra, por ejemplo, en el área de las telecomunicaciones.[4]

En el caso de la privatización organizacional se trata de qué funciones, hasta ahora asumidas por el Estado y sus subdivisiones organizadas según las normas del derecho público, en el futuro sean asumidas en la forma organizacional del derecho privado y con ello – puesto que un sujeto de derecho privado no puede actuar de acuerdo al derecho público[5] - serán asumidas también en las formas de acción del derecho privado. Esta "fuga hacia el derecho privado", en primer lugar, hace surgir la pregunta sobre si es admisible escoger formas organizacionales del derecho privado. En este sentido, la Constitución alemana muestra en diferentes normas – por ejemplo el artículo 87 d) numeral 1, el artículo 87 f), el artículo 135 numeral 6 GG – que el Estado y sus subdivisiones se pueden servir de las formas de organización del derecho privado para asumir sus funciones.[6] Si en este sentido no hay reparos fundamentales, habrá que examinar hasta qué punto el Estado y sus subdivisiones pueden sustraerse a las vinculaciones existentes para la acción de unidades organizadas según el derecho público, utilizando las formas de acción y de organización del derecho privado.

Entre otras cosas, se plantea la interrogante de la vigencia de los derechos fundamentales para el Estado que actúa según las normas del derecho privado, y para sus subdivisiones organizadas según las normas del derecho público, que actúan de acuerdo al dere-

2 Caso según BverfG, JZ 1990, 335 con observaciones críticas de G. Kühne. Al respecto véase también ERICHSON, JK. 90, artículo 19 III/7.

3 Véase en representación de muchas otras obras EHLERS. «*Verwaltung in Privatrechtsform*» 1984 p. 172 y ss.; p. 212 y ss.

4 Actualmente, el Gobierno Federal mantiene aún el 72 % de las acciones de la empresa de telecomunicaciones Deutsche Telekom AG.

5 Esto vale también en el caso del préstamo sobre seguridades, véase al respecto ERICHSON, en: Ibid, Allg. VerwR., edición 1998, § 12 Rn. 18; RUDOLF, en: ERICHSON. aaO., § 52 Rn. 26.

6 Véase también STERN. Staatrecht III/1, § 74 IV 3ª (p. 1400).

cho privado. Esta pregunta se plantea, por un lado, para el caso en que el Estado o sus subdivisiones efectúen solamente un cambio en la forma de organización, es decir, que tienen, por ejemplo, todas las acciones de una sociedad anónima recién fundada o de una sociedad de responsabilidad limitada. Sin embargo, también se plantea esta pregunta en el caso de que personas privadas lleguen a tener una participación en la unidad organizativa, con lo cual se llega a un *public-private-partnership*. Al respecto hay que observar que las proporciones de la participación se conforman de manera distinta, y que por un lado el Estado o sus subdivisiones, pero por otro lado también personas privadas, pueden tener la mayoría de las acciones.

I. LAS DIMENSIONES REGULADORAS DE LOS DERECHOS FUNDAMENTALES

"Sin duda alguna, los derechos fundamentales en primer lugar están destinados a salvaguardar la esfera de libertad del individuo contra injerencias del poder público; constituyen derechos de defensa del ciudadano contra el Estado. Esto se deduce de la evolución de la historia del pensamiento respecto a la idea de los derechos fundamentales, así como igualmente resulta de los sucesos históricos que han llevado a que los derechos fundamentales sean incorporados a las Cartas Magnas de los diferentes Estados. Este sentido tienen también los derechos fundamentales contenidos en la Constitución alemana, la cual quiso destacar la supremacía del ser humano y de su dignidad frente al poder estatal, anteponiendo la parte dogmática de la Constitución que se refiere a los derechos fundamentales. A esto corresponde el hecho de que el legislador haya concedido el recurso de anticonstitucionalidad, acción legal específica para salvaguardar estos derechos, solamente en contra de actos del poder público".[7]

Sin embargo, el Tribunal Federal de Garantías Constitucionales, a continuación de esta cita de la decisión de Lüth que ya se puede llamar clásica, prosigue "que la Constitución (...) en su parte dogmática sobre los derechos fundamentales, también ha establecido un ordenamiento objetivo de valores"[8]. Así es que hoy en día también se reconoce que de las normas de los derechos fundamentales no solamente se pueden derivar derechos subjetivos de defensa contra el Estado y sus subdivisiones, sino que además, estas normas adquieren una dimensión de derecho objetivo en el sentido de que establecen un ordenamiento de valores que exige vigencia en todos los ámbitos del derecho, siendo una decisión fundamental basada en la Constitución. En especial, esta decisión fundamental determina, en cuanto al contenido, la obligación impuesta al Estado y a sus subdivisiones de crear las condiciones-marco para el desarrollo de la sociedad y de perfeccionarlas, obligación que ha sido impuesta en virtud del principio del Estado social conforme a lo establecido en los artículos 20, numerales 1, 28 y 1 GG (Constitución alemana).[9]

Los derechos fundamentales, en su calidad de valores fundamentales del ordenamiento constitucional, y constituyendo una manifestación determinada y específica de la estatalidad, exigen que se les haga valer efectivamente en la realidad constitucional. Es por eso que el Estado y sus subdivisiones no se deben limitar a respetar los espacios de libertad circunscritos por las garantías constitucionales, solamente en el sentido de la libertad negativa. La libertad estipulada en la Constitución es más bien una finalidad impuesta al Estado y a sus subdivisiones para ser realizada de manera positiva. De este modo se exige al Estado y a sus subdivisiones, en virtud del principio del Estado social, que procuren que existan las condiciones previas para el ejercicio de la libertad establecida en los derechos fundamentales. La "libertad real" como posibilidad de hacer uso efectivo de los derechos fundamentales se convierte en el tema de las garantías constitucionales.

II. LOS ALCANCES DE LA VINCULACIÓN A LOS DERECHOS FUNDAMENTALES

Conforme al artículo 1 numeral 3 de la GG, los derechos fundamentales vinculan al Poder Legislativo, al Ejecutivo y al Judicial como derecho autoejecutorio –precisamente en todas sus dimensiones–. Con ello, la norma dispone la amplia vinculación de los derechos fundamentales para todo el poder estatal[10]. Por consiguiente, sólo pueden quedar exentas de los derechos fundamentales las acciones del Estado y de sus subdivisiones si no se trata del ejercicio del poder estatal. Este hecho podría estar dado en el caso de la actividad del Estado y de sus subdivisiones que se realiza en las formas del derecho privado, constituyendo por consiguiente una excepción del artículo 1 numeral 3 de la GG.

---

7 BVerfGE 7, 198, 204 ss.
8 BverfGE 7, 198, 205.
9 Véase en ERICHSON, Jura 1996, 527, 530 y ss.

III. ACTIVIDAD JURÍDICO-PRIVADA DEL ESTADO Y DE SUS SUBDIVISIONES COMO EXPRESIÓN DEL PODER ESTATAL

Si el Estado y sus subdivisiones se sirven de formas jurídico-privadas de organización y/o de acción, y si con ello participan en las operaciones jurídicas como cualquier persona privada, entonces podrían actuar igual que cualquier persona privada sobre la base de una autonomía privada que les corresponde. Por otro lado, habría que preguntarse si el Estado y sus subdivisiones en realidad pueden ejercer otra cosa que no sea el poder estatal y si el ejercicio de ésta así denominada autonomía privada no es igualmente el ejercicio del poder estatal. Para fundamentar la autonomía privada estatal, a veces se hace referencia al artículo 2 numeral 1 GG. Sin embargo, aun si se opina que el artículo 2 numeral 1 GG – además de otros derechos fundamentales – a través del artículo 19 numeral 3 GG tiene vigencia también para el Estado y para otras personas jurídicas de derecho público[11], esto es válido tan sólo en relación con otros titulares del Poder Legislativo, Ejecutivo o Judicial que se encuentran vinculados por los derechos fundamentales, pero nunca frente al ciudadano. Por eso el artículo 2 numeral 1 GG, siendo derecho dirigido contra el Estado y sus subdivisiones, difícilmente puede servir como constituyente de la autonomía privada estatal frente al ciudadano.

La autonomía privada del Estado y de sus subdivisiones, sin embargo, podría resultar del hecho de que les corresponde capacidad jurídica siendo personas jurídicas, y con ello está dado el punto de partida para coordinar la autonomía privada fundamentada en la Constitución. Por otro lado, la capacidad jurídica de las personas jurídicas se basa en la capacidad del Estado de establecer normas jurídicas. Una persona jurídica de derecho privado o de derecho público solamente tiene capacidad jurídica porque, y en la medida en que, la Ley lo prevé así. Por consiguiente, esta capacidad jurídica se produce por el ejercicio del poder estatal. De acuerdo a ello, el poder estatal tiene la posibilidad de fundamentar la capacidad jurídica, y con ello necesariamente ésta tiene que estar contenida en el poder estatal. **Por eso, el saber jurídico del Estado y de sus subdivisiones en el área del derecho privado está dado por el poder estatal.** Por consiguiente, no puede haber ninguna autonomía privada específica del Estado o de otras personas jurídicas de Derecho Público que ejercen el poder estatal, en el sentido de que con ello quedarían abolidos los límites impuestos al poder estatal.

El supuesto de que la acción estatal en forma de derecho privado no signifique ejercer el poder estatal, equivale a mantener un espacio reservado de la actividad estatal que se encuentra fuera de la Constitución. Pero no se puede ver cómo un espacio reservado de este tipo podría ser fundamentado dentro del Estado Constitucional de la Ley Fundamental. Si se concibe la Constitución como constituyente de nuestra estatalidad, entonces el Estado y sus subdivisiones quedan limitados a aquellas funciones, competencias y atribuciones que en ella se les adjudica. En este sentido, la Constitución "representa una regulación del poder de actuar de los órganos estatales, regulación que es vinculante, no solamente por partes sino que es amplia y por ello definitiva"[12]. No hay que seguir equiparando el concepto del poder estatal con el de dominio estatal, dejando que el ejercicio del poder estatal solamente tenga lugar en la relación de subordinación. El concepto del poder estatal designa en la Constitución la totalidad de las competencias y atribuciones adjudicadas al Estado y a sus subdivisiones. Conforme expuso Wolfgang Martens[13], hoy más que nunca tiene vigencia la frase acuñada ya en 1892 por Haenel: "Es una idea completamente falsa que el Estado en sus relaciones jurídicas fiscales, no opera como Estado sino como una persona privada".[14]

IV. LA VIGENCIA DE LOS DERECHOS FUNDAMENTALES PARA EL ESTADO QUE USA LAS FORMAS DE ACCIÓN DEL DERECHO PRIVADO Y PARA SUS SUBDIVISIONES

De allí resulta primeramente que la Administración debe observar los derechos fundamentales también cuando está actuando dentro de las formas de **acción** del derecho privado. Al respecto, precisamente no se trata de la vigencia de un "derecho administrativo privado", contrariamente a lo que sugiere la denominación usual de este hecho, sino se trata de la vigencia del derecho público para la Administración que actúa de acuerdo al derecho privado. La vigencia de los

[10] V. MANGOLDT, KLEIN STARCK. GG, Tomo 1, tercera edición 1985, artículo 1 numeral 3 Rn.
[11] Véase al respecto *v.* MUTIUS, en: «*Bonner Kommentar, (Zweitbearbeitung)*», artículo 19 numeral 3. Por principio negativo el BverfGE 21, 362, 369 sgtes.; 45, 63, 78; 61, 82, 101; 68, 193, 206.
[12] W. BÖCKENFÖRDE E.-, NJW 1978, 1881, 1883.
[13] «*Öffentlich als Rechtsbegriff*" 1969, p. 98.
[14] Staatsrecht I, Leipzig 1982 p. 161; véase también en ZEIDLER. VVDStRL tomo 19 (1961) p. 226 y ss. Contra las conclusiones de la identidad del Estado con el fisco, véase BROHM, «*Strukturen der Wirtschaftsverwaltung*", 1969 p. 183.

derechos fundamentales, sin embargo, tan sólo es generalmente reconocida para el empleo de formas de actuar según el derecho privado, formas destinadas al cumplimiento "inmediato" de funciones administrativas[15], pero por el contrario es objeto de controversia para el ámbito de la actividad económica comercial y de las operaciones auxiliares fiscales del sector público[16]. Empero, puesto que de la regulación contenida en el artículo 1 numero 3 GG no se puede deducir una limitación a una sola parte de la actividad estatal – como quiera que se le pueda definir – la vinculación a los derechos fundamentales se debe extender también a los campos de acción mencionados en último lugar[17].

Sin embargo, más allá de ello se plantea la interrogante por la vigencia de los derechos fundamentales, no solamente para el Estado que actúa de acuerdo a las normas del derecho privado, sino que está también organizado conforme a estas normas del derecho privado.

V. LA VIGENCIA DE LOS DERECHOS FUNDAMENTALES PARA PERSONAS JURÍDICAS DEL DERECHO PRIVADO EN LAS CUALES TIENEN PARTICIPACIÓN SOLAMENTE EL ESTADO O SUS SUBDIVISIONES

La vinculación a los derechos fundamentales por parte de personas jurídicas del derecho privado en las cuales solamente el Estado o sus subdivisiones tienen participación, se fundamenta parcialmente argumentando que el Estado o sus subdivisiones no deberían sustraerse a la vigencia de los derechos fundamentales cambiando de forma jurídica[18]. Sin embargo, parece dudoso que este argumento, tomado por sí solo, pueda resistir la crítica. Es decir, si la actividad de la persona jurídica "estatal" de derecho privado se basara en la autonomía privada[19] que emana del principio de autodeterminación, si de tal modo el actuar del Estado se convirtiese en actuar privado, difícilmente se podría fundamentar una vinculación a los derechos fundamentales. Sin embargo, frente a esto – conforme se explicó líneas arriba – hay que llamar la atención sobre el hecho de que el saber jurídico del Estado y de sus subdivisiones en el campo del derecho privado, su "autonomía privada", se nutre de aquella fuente que posibilita también en otras ocasiones la actividad jurídicamente relevante del Estado, es decir el poder estatal[20]. Por consiguiente, el Estado y sus subdivisiones continúan teniendo su calidad de Estado aún sirviéndose de las formas del derecho privado[21], y su poder de acción y de constitución les corresponde exclusivamente sobre la base del poder estatal.[22] Pero si el actuar del Estado y de sus subdivisiones emana del poder estatal, aun si ellos actúan dentro del marco de organizaciones del derecho privado, entonces no hay ningún motivo para exceptuar esta acción de la vinculación con los derechos fundamentales que están vigentes para toda actividad estatal.[23] Por consiguiente, si una unidad organizativa de derecho privado es constituida exclusivamente por el Estado como titular, si es constituida por una subdivisión estatal, entonces queda vinculada a los derechos fundamentales de la misma manera como lo estaría una unidad organizativa de derecho público donde el Estado es titular. De esta manera, por ejemplo, una universidad cuyo titular exclusivo es el Estado y que está organizada de acuerdo al Derecho Privado, al conformar sus relaciones jurídicas (de derecho privado), deberá respetar tanto la libertad de profesión establecida en el artículo 12 numeral 1 GG, como también la libertad de ciencia del artículo 5 numeral 3 GG. A los estudiantes y al personal científico no se les debe imponer otras limitaciones más extensas (de los derechos fundamentales) que las que serían admisibles en el caso de su conformación conforme al derecho público[24]. La universidad debe cumplir con los eventuales derechos a participaciones o prestaciones establecidas según las normas de los derechos fundamentales, como si ella fuera organizada

---

[15] BGHZ 29, 76, 80; 33, 230, 233; 52, 325, 327; *v.* MÜNCH, en: idem/Kunig, GG, tomo 1, 4ª edición 1992, Vorb. artículo 1-19 Rn. 35 m.w.N; WOLFF, BACHOF, STOBER, VerwR I, 10ª edición 1994, §23 Rn. P. 29 y ss.

[16] Disconforme p.ej. BGHZ 29, 76, 80; 36, 91, 95; 65, 284, 287; BADURA, en: Schmidt-Aßmann, Bes. VerwR, 10ª edición 1995, numeral 3 Rn. 69; DÜRIG, en: Maunz/Dürig, GG tomo 1, artículo 1 numeral II Rn. 135 (estado 1958).

[17] EHLERS, en: ERICHSON. (Fn 4), § 2 Rdn. 78; *idem, Verwaltung* (Fn. 3), p. 214 Y ss.; *v.* MANGOLDT, KLEIN, STARK (Fn. 9), artículo 1 numeral 3 Rn. 144; HESSE, «*Grundzüge des Verfassungsrechts der Bundesrepublik Deutschland*", edición 20 1995, Rn. 345 sigts; DREIER, en: idem, GG tomo 1, 1996, artículo 1 III Rn. 49 sg.; detalladamente STERN. StR III/1, §74 IV (p. 1394 y ss.); ERICHSON, «*Gemeinde und Private im wirtschaftlichen Wettbewerb*", 1987, p. 24; idem, En: ERICHSON/MARTENS, (edit.), Allg. VerwR, 9ª edición 1991, § 32 Rn. 4.

[18] Así EHLERS, «*Verwaltung* « (Fn. 3), p. 247.

[19] Así la argumentación de DICKERSBACH . WiVerw 1983, 187, 206.

[20] EHLERS, «*Verwaltung*" (Fn. 3), p. 86 y ss.

[21] W. MARTENS, «*Öffentlich als Rechtsbegriff*" 1969, p. 98.

[22] ERICHSON. StR u. VerfGbkt. I, 3ª edición 1984 p. 113 sgte., *idem, «Gemeinde und Private im wirtschaftlichen Wettbewerb"*, 1987, p. 27.

[23] Así ya fue dicho en: MERGER, ERICHSON. Verw.Arch 61 (1970), 375, 384.

[24] Véase WOLFF, BACHOF y STOBER. Verw.R I, 10ª edición 1994, § 23 Rn. 32.

conforme al Derecho Público. Esta opinión prevalece ahora en la jurisdicción y en la doctrina[25].

Por consiguiente, en el caso 1, la *Personenverkehrs-AG* está vinculada inmediatamente a los derechos fundamentales. Por ello, la reestructuración de las tarifas de transporte es inconstitucional si las diferenciaciones que se efectuaron al respecto infringen el principio de igualdad.[26]

VI. JURISDICCIÓN Y DOCTRINA SOBRE LA CUESTIÓN DE LA VIGENCIA DE LOS DERECHOS FUNDAMENTALES PARA PERSONAS JURÍDICAS DE DERECHO PRIVADO, EN LAS CUALES TIENEN PARTICIPACIÓN EL ESTADO O SUS SUBDIVISIONES Y PRIVADOS

Sin embargo, es discutible si lo mismo vale también para unidades organizativas de derecho privado en las cuales, además del Estado o de sus subdivisiones, tienen participación también personas privadas. En estos casos, están reunidas en una sola forma organizativa[27] potencialidades cualitativamente diferentes con comportamiento jurídicamente relevante. En especial el Tribunal Federal Supremo y el Tribunal Federal Contencioso-Administrativo confirman también en este caso la vinculación a los derechos fundamentales, si la unidad organizativa de derecho privado está dominada por el Estado o por sus subdivisiones, si, por ejemplo, el Estado o sus subdivisiones pueden dirigir la acción de la empresa debido a la proporción de su participación.[28]

En el caso 2, de acuerdo con lo anterior habría que afirmar una vinculación de las HEW con los derechos fundamentales y con ello – en concordancia con el Tribunal Federal de Garantías Constitucionales[29] - habría que denegar el derecho de las HEW a invocar la decisión valorativa de los derechos fundamentales conforme al derecho objetivo, en relación con sus clientes.[30]

Por el contrario, gran parte de la doctrina rechaza una vinculación a los derechos fundamentales de esta clase de unidades organizativas, general e independientemente de la proporción de la participación estatal[31]. Esta opinión se basa, entre otras cosas, en el argumento de que en el caso de la intervención de personas jurídicas en las cuales tienen participación también personas privadas, no solamente cambia la forma sino también la calidad de entidad ejecutora en la asunción de funciones.[32]

La argumentación llega al resultado de que en el caso de la cooperación del Estado o de sus subdivisiones con personas privadas en unidades organizativas de derecho privado, las respectivas funciones son asumidas ya no por el Estado o por su subdivisión, sino ya nada más que por la unidad organizativa de derecho privado – que a su vez es no-estatal – de manera que no se da ningún ejercicio del poder estatal conforme al artículo 1 numeral 3 GG. Hay que preguntarse cómo esta opinión puede ser reducida a un común denominador con su propio punto de partida, de acuerdo al cual la asunción de funciones administrativas dentro de formas organizativas del derecho privado, solamente constituye otra forma del actuar estatal en el sentido del artículo 1 numeral 3 GG[33]. Si esto vale para personas jurídicas de derecho privado cuyo ente ejecutor es únicamente el Estado o sus subdivisiones, si por consiguiente aquí se estima como irrelevante la interposición de un sujeto de derecho privado, no es convincente que con el puro **acceso** de una persona privada habrá que orientarse únicamente por la naturaleza jurídica de la persona jurídica que se hace intervenir en el cumplimiento de las funciones, y que por así decirlo "desaparece" simplemente la parte estatal en la asunción de funciones.

---

[25] BGHZ 29 EHLERS, 79 sgtes.,; 33, 230; 52, 325, 328 sgte.; 91, 84, 98; BGH, NJW 1985, 197, 200; BverwG, DÖV 1990, 614; EHLERS, «*Verwaltung*«(Fn. 3), pág. 247; *idem*, En: ERICHSON (Fn. 4), § 2 Rn. 82; HÖFLING, JA 1995, 431, 436; DREIER, en: idem, GG, 1996, artículo. 1 III Rn. 52.; JARASS, en: idem/Pieroth, GG, 4ª edición 1997, artículo 1 Rn. 19. A.A. MÖSTL. «*Grundrechtsbindung öffentlicher Wirtschaftstätigkeit*" München 1998, p. 120 y ss., el autor postula adicionalmente una subordinación del objeto de la empresa a una afectación especial a un uso público a través de los estatutos, la ley, el contrato o el contrato de dominio; PIEROTH. NWVBl. 1992, 85, 88; PÜTTNER. «*Die öffentlichen Unternehmen*", 2ª edición 1985, p. 119 ss; EMMERICH, JuS 1970, 332, 334 ss.

[26] Véase al respecto en detalle las discusiones – en algunos puntos problemáticas – del BGH en BGHZ 52 p. 325 (330 ss.)

[27] ERICHSON, «*Kommunalrecht*" NW, 2ª edición 1997, § 11 D 2 b).

[28] BGH, NJW 1985, 197, 200; BVerwG, DÖV 1990, 614 sgte.; igualmente p.ej. STERN. StR III/1, 1988, § 74 IV 5 (p. 1421 ss.); *Jarass* (Fn. 24), artículo 1 Rn. 19.

[29] JZ 1990, 335.

[30] Acerca de esta limitación véase ERICHSEN, JK 90, GG artículo 19 III/7; v. Mutius (Fn. 10), artículo 19 Num. 3 Rdn. 92 ss.

[31] EHLERS. «*Verwaltung*" (Fn. 3), p. 249; *idem*, en: Erichsen (Fn. 4), § 2 Rn. 84; RÜFNER. «*Formen öffentlicher Verwaltung im Bereich der Wirtschaft*", 1967, p. 418; *idem*, en: Isensee/Kirchhof, HdbStR V, 1992, § 117 Rn. 49; DREIER. (Fn. 16/, artículo 1 III Rn. 52; HÖFLING. JA 1995, 431, 436; *v.* MANGOLDT, KLEIN y STARCK (Fn. 9), artículo 1 numeral 3 Rn. 145.

[32] EHLERS. «Verwaltung" (Fn. 3), p. 249; *idem*, en: ERICHSON, (Fn. 4), § 2 Rn. 84; similar RÜFNER. «*Formen*" (Fn. 29), p. 418.

[33] Véase EHLERS, «Verwaltung» (Fn. 3), P. 247: «*Bloße Auswechslung der Rechtsform*».

Sin embargo, tal vez se podría rechazar por otra razón la vigencia (inmediata) de los derechos fundamentales para una persona jurídica de derecho privado de carácter mixto estatal/privado. Si una persona jurídica de derecho privado en la cual participan también personas privadas, tuviera que observar directamente los derechos fundamentales en la relación con terceros, entonces los titulares privados de acciones resultarían vinculados a los derechos fundamentales. Pero según la opinión predominante en la doctrina, esto no sería compatible con la autonomía privada de dichos accionistas, que está garantizada por la Constitución.[34]

Por consiguiente, si se sigue la opinión predominante en la doctrina, entonces en el caso 2 queda excluida una vinculación de las HEW a los derechos fundamentales a causa de la participación de personas naturales. Pero si se excluye una vinculación de las HEW a los derechos fundamentales, entonces nada se opone a que ellas tengan capacidad jurídica para los derechos fundamentales, en el sentido del artículo 19 numeral 3 GG, precisamente a causa de la participación de las personas naturales.[35] A condición de existir los demás requisitos para tomar una decisión de fondo, según la opinión de la doctrina y en contra de la opinión del Tribunal Federal de Garantías Constitucionales[36], las HEW podrían dirigirse a este Tribunal por la vía del recurso de inconstitucionalidad.

Empero, frente a esto habría que preguntarse si no es que el individuo cuando éste – ejerciendo su libertad garantizada por los derechos fundamentales – está cooperando con el Estado o con sus subdivisiones dentro del marco de una unidad organizativa de derecho privado, está, por así decirlo, incorporándose al régimen jurídico del Estado. En tanto nadie estuviese obligado a cooperar con el Estado o con sus subdivisiones, de todas maneras parece dudoso que los derechos fundamentales estén prohibiendo realmente el vincular indirectamente a los derechos fundamentales también al titular privado de acciones, a través de una vinculación directa de la persona jurídica de derecho privado.

Por otro lado, se plantea la interrogante sobre si se puede partir de una vigencia de los derechos fundamentales para la unidad organizativa de derecho privado, aunque la persona privada no haya elegido ella misma esta cooperación, lo cual puede suceder, por ejemplo, si el Estado o sus subdivisiones, adquiriendo **posteriormente** la mayoría de las acciones de una persona jurídica fundada por privados, entran en cooperación con los titulares privados permanecientes. De todos modos habrá que tener presente para estos casos que la persona privada con participación en una persona jurídica de derecho privado, es titular de los derechos fundamentales y no destinataria de los derechos fundamentales, en su calidad de titular de acciones. Esta posición, sin embargo, le sería retirada en la medida de su participación si la persona jurídica a su vez fuera **obligada** por los derechos fundamentales a causa de la cooperación, o de la influencia del Estado o de su subdivisión (con lo cual al mismo tiempo quedaría excluida la protección de la actividad de esta persona jurídica por los derechos fundamentales). En vista del derecho y de la obligación en virtud de los derechos fundamentales, el ciudadano, por así decirlo, sería incorporado al Estado, y la finalidad de los derechos fundamentales, es decir, salvaguardar la libertad del individuo, sería convertida en su contrario. De todas maneras, al entrar el Estado o una de sus subdivisiones posteriormente a una persona jurídica de Derecho Privado cuyos titulares antes fueron exclusivamente personas privadas, esto hablaría en favor de adherirse a la opinión según la cual la participación de un privado en una persona jurídica en la cual participa también el Estado o una de sus subdivisiones, está excluyendo una vinculación inmediata de esta persona jurídica a los derechos fundamentales frente a terceros[37], lo cual sin embargo conduce a que los derechos fundamentales se apliquen en favor de la unidad organizativa de derecho privado –y con ello directamente también **en favor del Estado** o de sus subdivisiones en su calidad de titulares de acciones–.[38]

Tanto según la opinión expuesta en la doctrina, así como también según la opinión del Poder Judicial, en el caso de la participación minoritaria del Estado o de una de sus subdivisiones queda excluida una vinculación inmediata a los derechos fundamentales por parte de la unidad organizativa de derecho privado. Por eso, en el caso 3 habrá que rechazar una vinculación de las HEW a los derechos fundamentales, de acuerdo a todas las opiniones, y se puede afirmar que tienen capacidad jurídica para los derechos fundamentales de acuerdo al artículo 19 numeral 3 GG.

---

[34] Véase en lugar de muchos, EHLERS, En: ERICHSON, (Fn. 4), § 2 Rn. 84 , m. w. N.
[35] Véase PIEROTH. NWVBl. 1992, 85, 88.
[36] BVerfG, JZ 1990, 335.
[37] Véase *v.* MANGOLDT, KLEIN y STARCK., GG, tomo I, 3ª edición 1985, artículo 19, 1 numeral 3 Rn. 145; RÜFNER, En: Isensee/Kirchhof (ed.), HdbStR V, 1992, § 117 Rn. 49; EHLERS, En: ERICHSON (Fn. 4), § 2 Rn. 84 a. E.; HÖFLING. JA 1995, 431, 436.
[38] Véase acerca de este problema por ejemplo, ZIMMERMANN. JuS 1991, 294 y ss.

VII. LA VIGENCIA DE LOS DERECHOS FUNDAMENTALES PARA EL ESTADO Y SUS SUBDIVISIONES COMO TITULARES DE ACCIONES DE UNA PERSONA JURÍDICA DE DERECHO PRIVADO

En virtud de la disposición expresa contenida en el artículo 1 numeral 3 GG, los derechos fundamentales pretenden vincular **todo el poder estatal en la totalidad de sus funciones y órganos**[39]. Siempre que el Estado y sus subdivisiones actúen, solamente estarán autorizados de hacerlo dentro del marco fijado por los derechos fundamentales. Este objetivo de los derechos fundamentales, expresado en el artículo 1 numeral 3 GG no se limita – conforme ya se constató[40] - al campo de la actividad del Estado en materia del derecho público, sino también se extiende al actuar estatal dentro de las formas de acción y organización del derecho privado[41]. Conforme a ello, también la adquisición y el ejercicio de **derechos de participación** en unidades organizativas están vinculados a los derechos fundamentales. En el caso de la participación del Estado o de sus subdivisiones y de personas privadas en una persona jurídica de derecho privado, en vista de bases y pautas de dirección se combinan potenciales distintos dentro de un marco organizativo. Si bien es cierto que no es concebible una vinculación parcial a los derechos fundamentales de la persona jurídica de derecho privado y con ello una vinculación a los derechos fundamentales que tiene efectos inmediatos en la relación exterior; sin embargo podría producirse **de hecho** a través del resultado de una dirección interior.

Si el Estado o sus subdivisiones, debido a las relaciones mayoritarias dentro de la organización interior de la unidad organizativa de derecho privado, tienen una influencia dominante sobre la acción de ésta, entonces debido a la arriba expresada dimensión de derecho objetivo de los derechos fundamentales, tienen la obligación de ejercer su posición dominante de tal manera que **de hecho** se llegue a un comportamiento de la persona jurídica en la relación exterior que esté conforme a los derechos fundamentales. En este sentido, las normas de los derechos fundamentales, en su dimensión de derecho subjetivo defensivo, no adquieren **fuerza aplicativa directa** en la relación exterior de la unidad organizativa de derecho privado, sino tan sólo de hecho, respectivamente de **manera indirecta,** o surten efecto solamente de hecho, respectivamente de **manera directa,** a través de la dimensión de derecho objetivo de las normas de derechos fundamentales. Obligan al Estado, respectivamente a sus subdivisiones, a utilizar su posición dominante para procurar **efectivamente** la mayor imposición posible de los valores en los que se basan los derechos fundamentales, al conformar la acción de la persona jurídica.

De igual manera, en el caso de una participación minoritaria del Estado o de una de sus subdivisiones, si bien es cierto que, en virtud del efecto director de las normas de derechos fundamentales en el derecho objetivo, es tarea del Estado el propender a la observación de los derechos fundamentales; sin embargo no es posible para el Estado y para sus subdivisiones, imponer de manera jurídico-formal el comportamiento conforme a los derechos fundamentales de esta unidad organizativa de derecho privado. Esto plantea interrogantes en cuanto a la legalidad de este tipo de participación minoritaria del Estado o de sus subdivisiones.

Si bien es cierto que algunas disposiciones de derecho ordinario – como por ejemplo § 108 numeral 3 GO NW[42] - presuponen la legalidad de una participación minoritaria, sin embargo, puesto que la interpretación de la Constitución decide sobre la vigencia del derecho ordinario, y que por principio no está vigente de conformidad con este derecho ordinario, la respuesta a la pregunta planteada deberá ser obtenida por la interpretación de la Constitución misma.

Para responder la interrogante se puede aludir a la constatación hecha más adelante según la cual, tanto en la cuestión de "si" el Estado o sus subdivisiones pueden participar en una unidad organizativa de derecho privado, como también en la cuestión de "cómo" se debe ejercer los derechos de participación, no se trata – por lo menos no directamente – del contenido jurídico-defensivo de las normas de los derechos fundamentales, sino más bien se trata de sus

[39] ERICHSON. StR. u. VerfGbkt. I, 3ª ed. 1984 p. 112 y ss.; DREIER, en: idem, GG, artículo I III Rn. 36; STERN (Fn. 27), § 72 III 3 b (p. 1204); RÜFNER, en: ISENSEE y KIRCHHOF, HdbStR V, 1992, § 117 Rn. 1; HÖFLING. *JA* 1995, 431, 432 y ss. ; *v.* MANGOLDT, KLEIN y STARCK (Fn. 9), artículo I numeral 3 Rn. 138.

[40] Véase arriba V., VI.

[41] Véase las indicaciones en Fn. 16, 24.

[42] § 108 num. 3 S. I GO NW dice: «Representantes del municipio en una sociedad [de derecho privado] en la cual municipios, asociaciones municipales o asociaciones administrativas tienen una participación directa o indirecta superior al 25 por ciento, solamente podrán aprobar la participación de la sociedad bajo una forma del derecho privado, previa decisión del concejo, únicamente en caso de que existan las condiciones previas para la participación del municipio mismo, y si la responsabilidad de la sociedad participante queda limitada a una suma determinada."

pautas directoras de acuerdo al derecho objetivo – ya mencionadas en el numeral II – las cuales se determinan por el contenido la obligación impuesta al Estado por el principio del Estado social de los artículos 20 numeral 1 y artículo 28 numeral 1 GG, a saber de crear las condiciones-marco para el desarrollo de la sociedad y de perfeccionarlas.[43]

El hecho de que el Estado y sus subdivisiones tengan la obligación de crear las condiciones-marco para el desarrollo de la sociedad y de perfeccionarlas, precisamente no significa que también ellos mismos tengan que asumir la creación y el perfeccionamiento como función estatal. Más bien al Estado y a sus subdivisiones – conforme igualmente se expuso más adelante en el numeral II – les incumbe "únicamente" la **responsabilidad** de que la sociedad en su totalidad emprenda un desarrollo que, en la medida de lo posible, le ofrezca al individuo la garantía de que él pueda **efectivamente** hacer uso de los derechos fundamentales.[44] En este sentido, al Estado y a sus subdivisiones no les incumbe ninguna competencia para ejercer **funciones,** sino solamente una competencia para otorgar **garantías.** Por consiguiente, ellos no quedan limitados a cubrir **por administración** determinados campos de funciones – por ejemplo, en el ámbito de la asistencia social – o a ejercer una influencia dominante en el respectivo cumplimiento de funciones por parte de sujetos jurídicos privados. Por consiguiente, si en virtud del principio del Estado social en unión con los contenidos de los derechos fundamentales de acuerdo al derecho objetivo, al Estado y a sus subdivisiones les incumbe solamente la responsabilidad de que determinados campos de funciones sean asumidos – sea por ellos mismos o por personas privadas –, ellos también pueden participar de modo subordinado en el respectivo cumplimiento de funciones por parte de privados sin que deba quedar garantizado que el respectivo privado observe también efectivamente el contenido de los derechos fundamentales en tal que **derechos defensivos.**

[43] Véase ERICHSON, Jura 1996, 527, 539 y ss.

[44] Véase al respecto GUSY, «*Privatisierung als Herausforderung an Rechtspolitik und Rechtsdogmatik*", En: idem (edit.), «*Privatisierung von Staatsaufgaben: Kriterien – Grenzen – Folgen*», 1998 p. 330, 332.

ALBERTO FLOREZ
Notario de Lima BARRON

HORARIO DE ATENCION
DE LUNES A VIERNES DE 8 A.M. A 8 P.M.
y SABADO DE 9 A.M. a 1 P.M.
MORELLI 139 - 3° PISO, SAN BORJA
TELEFAX: 225-1131 225-4341 475-9627 476-0891
afb@mail.cosapidata.com.pe

BCPO S.C.
SISIURE

BANDIN CALLO PIZARRO ORUNA
Sociedad Civil de Responsabilidad Limitada
(BCPO S.Civil de R. L.)

Avenida Mariscal Castilla Nº 117, urbanización Aurora, Miraflores,
Lima 18; telefax 241-6412
E-mail: bcpo@amauta.rcp.net.pe

Asesoría Legal

Derecho Tributario, Societario, Comercial, Laboral, Notarial, Registral, Propiedad Intelectual y De la Competencia.

Asesoría Contable

Dirección y ejecución Contable. Auditoría Financiera, Auditoría Operativa.

Asesoría en Organización Métodos y Sistemas

Diseño e implementación de estructuras organizacionales, métodos, normas y procedimientos administrativos. Asesoría e implementación de archivos electrónicos de documentos e información mediante microformas.

Otros Servicios

Asesoria, preparación, implementación y auditoría del Sistema de Análisis de Riesgos y Control de Puntos Críticos (HACCP). Selección y Evaluación de Personal. Capacitación y Desarrollo de Personal.

EL PLURALISMO, LOS FENÓMENOS GRUPALES Y LOS DERECHOS HUMANOS

Germán J. Bidart Campos*

En el presente artículo, el autor desarrolla el tema del ámbito de interpretación y aplicación de los Derechos Humanos, desde la perspectiva de sus características y matices, tanto a nivel individual como colectivo, en los diferentes grupos –étnicos, religiosos, entre otros– de la Sociedad.

Para ello, realiza una descripción y análisis del fenómeno, tomando ejemplos de la realidad, para eventualmente establecer una novedosa clasificación de la interpretación y la aplicación de dichos derechos, que ayude a mejorar la calidad de vida del individuo y de la Sociedad.

I

1. Si empezáramos con una pregunta de Bertold Brecht tendríamos ocasión de introducirnos al tema del título por un buen acceso. Todos los poderes del Estado vienen del pueblo, pero ¿a dónde van?

   El pueblo, o la sociedad, o nosotos integramos lo que Pablo Lucas Verdú ha llamado el "Estado-Comunidad". El gobierno, quienes nos mandan, son parte del "Estado-Aparato". Entonces, el poder que ejercen los gobernantes en el "Estado-Aparato" viene de nosotros, del "Estado-comunidad". Pero ¿adónde va? ¿Revierte a favor nuestro y en nuestro beneficio con productos eficaces, o rinde su resultado dentro del elenco gubernamental y de su periferia?

2. Si ocurre esto último, de poco nos vale que el poder venga del pueblo, porque bien que nos interesa su origen, también nos importa –y mucho- su destino; es decir, adónde va lo que hace y lo que deja de hacer. Por ende, el lenguaje politológico habitual nos diría que la legitimidad de origen (el "de dónde viene") es importante, pero que no hay que independizarla de la legitimidad de ejercicio, o sea, del "cómo" y el "para qué" se ejerce el poder. Si el poder del Estado viene del pueblo (origen), su ejercicio debe ser "para" beneficio (¿bienestar?) del pueblo; una legitimidad y la otra no corren por carriles separados, las dos han de buscar y hallar un poder: de dónde viene y adónde va. En el medio, el itinerario ya nos deja entrever que, por el origen y por el término, la presencia del pueblo tiene que acompañar todo el recorrido del poder. Entonces, la mirada hacia ese trayecto nos coloca ante la participación. ¿De

* Doctor en Derecho y Ciencias Sociales de la Universidad de Buenos Aires.

quién? De nosotros: el pueblo, la sociedad, los que damos legitimidad de origen al poder y los que tenemos derecho a exigir que su ejercicio –mediante nuestra participación- nos favorezca, sea eficaz, nos aporte bienestar. A todos. No solamente a algunos, porque de acontecer esto último, ese bienestar ya no es general (de todos) sino de algunos (de una parte). En consecuencia, cuando en el beneficio sólo toman "parte" algunos, la "participación" se frustra y la legitimidad de ejercicio se evapora. ¿Para qué habrá servido que en el origen del poder hayamos participado todos (el pueblo) si después algunos (muchos o pocos, no importa cuántos) ya no participan en el resultado?[1]

3. Todo esta introducción nos lleva de la mano a lo que algún sector de la doctrina ha denominado la democracia "gobernante", para distinguir el supuesto de otro que se llama la democracia "gobernada". ¿Es que gobernamos, o gobernaremos todos? De ninguna manera; pensar eso es una utopía, o acaso un mito, porque es imposible. Y lo imposible no pertenece al ámbito de lo político. ¿Entonces, qué?[2]

   En el poder que ejercen quienes como gobernantes lo han recibido de nosotros debemos hacer presencia participando, cada quien desde su lugar, desde su rol, desde su protagonismo. Y si el lugar de cada quien es grupal, es comunitario, es un conjunto o una colectividad de pertenencia, habrá de existir una participación que apodaremos "pluralista", porque será un tomar parte de los grupos que componen el pluralismo societario.

4. Y ahora unas interrogantes. ¿Bastará para abastecer tales requerimientos que el derecho electoral suministre el canal a través del cual indicamos quiénes habrán de ejercer el poder? ¿Bastará que luego, mientras los gobernantes ejercen el poder, quienes desde el pluralismo social tengan participación sean únicamente los partidos políticos? ¿Tal esquema es suficiente para considerar que las dos legitimidades –de origen y de ejercicio- quedan satisfechas?

   Parece que no, porque la participación de todos en el origen debe también facilitar que todos hagan presencia en el itinerario del ejercicio, para que la gestión del poder devuelva la eficacia del resultado en beneficio de los mismos que le dieron origen.

5. Estamos de cara a lo que, apropiándonos de vocabulario conocido, llamaríamos una sociedad abierta y un poder abierto. La apertura de la sociedad significa acogimiento, auspicio y promoción del pluralismo. La apertura del poder significa participación del pluralismo de esa misma sociedad abierta en el proceso de poder donde se preparan, se adoptan, se ejecutan y se controlan las decisiones del poder. ¿Acaso activismo del pluralismo societario? Sin duda alguna.

   Nos acordamos de un texto pontificio. Juan Pablo II en la encíclica *"Redemptor Hominis"* dice que la sociedad y quien la compone, el pueblo, es soberano de su propia suerte. Y agrega: "este sentido no llega a realizarse si en vez del ejercicio del poder mediante la participación moral de la sociedad o del pueblo, asistimos a la imposición del poder por parte de un determinado grupo a todos los demás miembros de esta sociedad".

   Es una buena clave. Nos permite y autoriza a postular la socialización del proceso de poder mediante la participación del pluralismo societario; o sea, más que la individual o personal, la grupal o colectiva. No para eliminar ni sustituir a los partidos, sino para que la sociedad no se abra solamente a ellos, sino, además, a cuantas formaciones grupales haya en su pluralismo. Y para que en el proceso de poder participen no solamente los partidos sino, además, las otras expresiones del mismo pluralismo societario.

   En suma, el estado de poder abierto debe "dar" parte al pluralismo social. Y la sociedad abierta debe "tomar" parte en el proceso de poder; tales los dos aspectos de aquéllo que denominábamos párrafos antes como la socialización del proceso de poder.

6. De gustarnos otras versiones, diríamos que el poder "de" toda la sociedad y "para" toda la sociedad ha de recibir la participación y la influencia de la sociedad pluralista a través de cuantas expresiones grupales le confieren fisonomía democrática. No se trata de despersonalizar las participaciones, ni mucho menos de despersonalizar al ser humano individual, sino de acoger la inserción individual de las personas en los grupos

[1] Un desarrollo de muchas de estas ideas puede verse en nuestro libro "Para vivir la constitución", Ed. Ediar, BS. As., 1984, p. 175 a 209, donde nos referimos a "Participación política y 'representatividad'", y "La representatividad".

[2] Remitimos a nuestro libro "El mito del pueblo como sujeto de gobierno, de soberanía y de representación", Buenos Aires Abelodo-Perrol, 1960.

de su pertenencia. Desde el "Estado-comunidad", la sociedad pluralista debe reflejarse en el "Estado-aparato", tanto para dar legitimidad de origen al poder como para atribuirla a su ejercicio. Todo en dirección lineal hacia una eficacia de resultado en ese mismo ejercicio de poder para que la diversidad social pluralizada participe en el bienestar general.

7. Las expresiones pluralistas y los fenómenos grupales derivan hacia campos y ejemplos diferentes. Una expresión pluralista la da el federalismo, sobre todo allí donde responde a una radiografía territorial, cultural o étnica de la sociedad. Y entonces tendremos un federalismo multiplicado en provincias, regiones, municipios, etc., con cualquier nombre que tome cada una de tales unidades. ¿Qué más? Otra expresión pluralista es la confesional o religiosa. Otra, la lingüística. Otra, la étnica. Y aquí se insertan las comunidades indígenas, tan caras a nuestro Indoiberoamérica (para usar una expresión que aprendimos de Lucas Verdú). Otra expresión pluralista, seguramente acoplada o ligada a las anteriores, es la diversidad cultural. Y los ejemplos seguirían. Les dejamos abierta la puerta.

8. Lo que interesa ahora es ensamblar todos los comentarios precedentes con algunas dimensiones y perspectivas de los derechos humanos. Son muchos los derechos personales que cobran un perfil especial cuando se los analiza como derechos de cada uno de los seres humanos que es parte de un grupo, por cuya pertenencia los integrantes del mismo participan de una identidad colectiva. De nuevo el ejemplo de los grupos indígenas de fehaciente testimonio, porque la cultura, el lenguaje, las costumbres, las formas de propiedad comunitaria, la membresía en la familia, etc., hacen que determinados derechos que titularizan todas las personas cobren en los indígenas sus modalidades específicas y distintas.

   La consecuencia nos dice que la identidad personal se interconecta en muchos casos con la identidad grupal del conjunto de pertenencia. Y esta conexidad tiene que respetarse, preservarse y promoverse.[3]

   Es fácil extender este ejemplo a situaciones que se configuran también en las minorías étnicas, raciales, religiosas o de cualquier otra índole, que comparten la convivencia en un estado. Y no en vano existen tratados de derechos humanos que expresamente contienen normas referidas a las minorías, a fin de prohibir toda forma de discriminación que las perjudique o las lesione.

9. Esto por un lado. Por otro, hay casos en que el vínculo que comparte una pluralidad de personas es mucho más débil, a veces hasta ocasional o transitorio, a veces a distancia. El perfil, la composición, la cohesión de un grupo cuyos integrantes seguramente no se conocen, no saben cuántos son, y a lo mejor jamás se reúnen, desdibuja bastante y mucho la identidad grupal. Pero en la medida en que un cierto interés común hace a la gente participar de un conjunto colectivo, hay algo siempre de identidad grupal. Pensamos –por ejemplo- en el grupo tan difuso y diluido de los consumidores y usuarios de bienes y servicios; el de los chicos de la calle; el de los "sin techo" y "sin tierra"; el de los *gays* y las lesbianas; quizás también el de los estudiantes, los *"yuppies"*, los jubilados, y tantos otros. Es cierto que a veces surgen entidades y asociaciones que se proponen asumir una cierta representación colectiva de esas categorías grupales, pero de todos modos la identidad participada carece de connotaciones fuertes que proyecten efectos más allá del punto o la cuestión compartida, además de que el eventual asociacionismo deja fuera a muchos sujetos que no se adhieren como socios, y de que la solidaridad apenas se esboza en un único lazo de pertenencia al grupo.

10. No obstante, aunque así sea, el pluralismo societario ha venido a dar presencia a lo que ahora se conoce con el nombre de intereses difusos, o intereses colectivos, o intereses de pertenencia difusa o, en léxico del artículo 43 de la constitución argentina reformada, derechos de incidencia colectiva en general. Por este costado, el roce con los derechos humanos coloca un tema fundamental tanto en el área del "Estado-comunidad" como en la del "Estado-aparato"; en el primero, porque hay derechos e intereses que por el grupo de pertenencia de sus titulares necesitan reconocerse con una o más características, o con uno o más contenidos propios y diferentes a los del resto de las personas ajenas a ese grupo; en el segundo, porque ese

[3] Para esto y mucho de lo que sigue remitimos al trabajo de ZAVALA DE GONZÁLEZ, Matilde y M. GONZÁLEZ ZAVALA,Rodolfo, identidad grupal o colectiva, "la Ley", 27 de marzo de 1998.

pluralismo social vinculado con derechos e intereses demanda de quienes componen los elencos de poder toda una serie de políticas y de medidas adecuadas a los particularismos de toda clase.

Enfrentamos, sin duda, tipologías interesantes en orden al derecho a la identidad, al derecho a la diferencia, al derecho a ser diferenciados cuando objetivamente es razonable asumir la diferencia, al derecho a no ser diferenciados cuando objetivamente es discriminatorio y arbitrario diferenciar. Y en cada uno de estos derechos se exhibe la convergencia entre lo individual-personal y lo grupal-compartido.

11. Pero hay algo más, que sólo vamos a insinuar: con base en el derecho constitucional, el derecho procesal debe hacer los aportes funcionales que son indispensables de cara al pluralismo social y a los fenómenos grupales. Y ya que nadie habrá de negar que el clásico derecho a la jurisdicción es ahora derecho a la tutela judicial eficaz, será necesario que la contribución procesal enriquezca el marco de la acción con las acciones colectivas y, a la par, confiera holgura y elasticidad a las ligitimaciones procesales, tanto activas como pasivas. En este último rubro, lo que nuestro artículo 43 constitucional llama el "afectado" habrá de investir legitimación personal aunque no sea afectado "personal y directo", es decir, nada más que por integrar un grupo de pertenencia cuyo interés común se perjudica o se amenaza; y tendrán que ser ágiles las legitimaciones reconocidas a las asociaciones y al defensor del pueblo más –acaso y según las circunstancias- la de los agentes del ministerio público.

II

12. Con suficiente ligamen respecto de cuanto hemos descrito en torno de los fenómenos grupales y del pluralismo societario, y siempre en dirección hacia los derechos humanos, queremos insinuar algo más, que es lo siguiente: cuando en cada caso concreto hay que llevar a cabo interpretaciones aplicativas de normas vinculadas con los derechos humanos, son muchas las situaciones que exigen tomar muy en consideración cuál y cómo es el ámbito o el escenario objetivo en que se inserta el ejercicio de un derecho determinado. Y esto, con el fin includible de advertir de qué manera queda condicionado ese derecho a raíz de su inserción en el ya aludido ámbito o escenario objetivo en que la particularidad del caso lo sitúa.

Vamos a un dar un ligero lineamiento explicativo, del que podrá inferirse cuáles son los ligamentos entre la subjetividad de un derecho que pretende su supuesto titular y la objetividad del encuadre que, desde un ámbito de circunvalación, condiciona el ejercicio de ese derecho. El análisis podrá decirnos qué dimensión y qué modalidades es menester otorgar, y reconocer, al contenido del derecho de que se trate.

Simultáneamente, el mismo análisis acusará en algunos casos la diferencia de la interpretación aplicativa que, para un mismo derecho, hay que hacer según esté o no instalado en el ámbito objetivo que lo condiciona.

13. Pensemos en primer lugar en una persona que se encuentra privada de su libertad en un establecimiento carcelario. Pensemos a la vez en muchos de los derechos que titulariza en común con quienes no están presos, y en otros que tiene porque está preso. Entre los comunes –por ejemplo- el derecho a la vida, a la salud, a la libertad de expresión, a la libertad religiosa, etc. Entre los segundos, el derecho a recibir visitas en los días y horarios que se hallan peestablecidos en la penitenciaria. Tanto los derechos que le son comunes con quienes no están presos, como los que tiene porque está preso, se hallan condicionados por el ámbito o escenario objetivo donde pretende ejercerlos.

Para tomar un caso, si el preso enferma gravemente, y además corre peligro inminente de muerte, su derecho a la vida y a la salud, su derecho a la dignidad personal, su derecho a recibir ayuda sanitaria, médica y familiar adecuada, etc., es muy probable que tengan que dar lugar al traslado del preso a un establecimiento asistencial apropiado, y hasta al domicilio de su familia. Entonces, se advierte la diferencia con iguales derechos de una persona que está libre, y que puede elegir –ella o sus parientes- quién, cómo y dónde le dará la atención necesaria y debida.

En este ejemplo, la cárcel es el ámbito o escenario al que hay que referir los derechos del preso que están en juego, para efectuar la interpretación que su caso particular reclama a la luz de la normativa sobre derechos humanos.

Pensemos ahora en un derecho como el de recibir visitas en la cárcel, que es exclusivo de quien en ella está recluido. Habrá que dar por cierto que cuando su madre, su esposa, sus hijas, o una mujer

autorizada a la visita tienen que ser controladas al ingresar a la penitenciaria, es violatoria de derechos la tan remanida revisación vaginal, que bien puede sustituirse por otra forma benévola de inspección dirigida a evitar el ingreso de drogas, armas, etc.

Por supuesto que nada de esto entra en juego con el acceso y la visita al domicilio de cualquiera que se halle libre, vive en su casa, o se encuentra alojado en un hotel. Ahí radica la curiosidad que nos suscita el parangón de un derecho según su escenario objetivo con las facetas disímiles que acabamos de proponer.

14. En un tercer desvío, se nos ocurre que un esfumado conjunto grupal es el de los consumidores y usuarios, lo cual deja entrever el modo como debemos interpretar sus derechos en el mercado de bienes y servicios, acaso asumiendo el principio del *"favor debilis"* frente a aquéllos que son o pueden ser sujetos pasivos en la relación intersubjetiva que se trata entre los derechos del titular y las obligaciones del deudor.

15. Hasta acá hemos procurado ubicar a las personas en un grupo o una categoría de pertenencia para visualizar sus derechos en el entorno de un ámbito o escenario objetivo. Esto es siempre, de algún modo, un enfoque que se hace cargo del pluralismo, en la medida que para interpretar los derechos toma como cierto que las situaciones personales y sociales de encuadre no son las mismas para todos. Habíamos tomado un poco al azar el caso de quienes se hallan en una cárcel y el de los niños, las personas de la tercera edad, los enfermos, los discapacitados, las mujeres embarazadas, los trabajadores en relación de dependencia, los cuentapropistas, los desocupados, etc.

16. Vayamos ahora a la hipótesis donde quizá el fenómeno grupal no es un punto de referencia como en las que antes sugeríamos, pero donde adquiere mucha gravitación para interpretar los derechos el tan insistido ámbito o escenario objetivo que los rodea.

El primer testimonio nos lo brinda la libertad de expresión, de información y de comunicación cuando la perspectiva desde la que se la estudia e interpreta hace comprender que los medios masivos, más la acumulación en una o pocas empresas de prensa escrita, radio y televisión, más tantas nuevas tecnologías (correo electrónico, por ejemplo) que permiten hablar de una globalización, atomización y digitalización de la información, dan a la libertad y a los derechos en juego una fisonomía harto diferente a la que pudieron tener y tuvieron antes.[4]

Esto muestra dos caras: una es la de quien titulariza derechos que ejerce mediante un medio de comunicación suyo en el ámbito descripto; otra es la de quien quiere acceder a uno de esos medios para buscar información, para responder o rectificar la que se ha dado en forma inexacta o agraviante. Entre medio, una sociedad inmersa en un circuito de información y comunicación donde hay monopolios fuertes, donde hay un "menú fijo de noticias y opiniones"[5], donde la expresión y la información se comercializan y concentran, exhibe en su conjunto y en sus integrantes la calidad de sujeto más débil, pasivo y dependiente, más de espectador que de protagonista.

Quiere decir que las libertades y los derechos que hacen a la expresión, la información y la comunicación dan la impresión de que primero y ante todo pertenecen a los medios –gráficos, audiovisuales, etc.-, y de que el resto –o el público- es el destinatario pasivo de lo que esos medios le trasmiten, como si acaso aquellas libertades y aquellos derechos no fueran titularizados por toda persona y no tuvieran que darle a cada una la oportunidad real para ejercerlos.

17. Estas afirmaciones no encierran ninguna tendencia peyorativa hacia los medios masivos, sino pretenden solamente describir una realidad. Tan realidad es, que desde la propia sociedad las gentes que soportan problemas personales graves, o que reclaman soluciones rápidas, o que quieren hacer presencia ante el poder y el gobierno, acuden en primer lugar a uno o más medios de comunicación para lograr difusión, atención y eventuales remedios. Y todo porque confían y creen más en el "poder" de influencia de los medios que en la eficacia del "poder" oficial.

---

[4] Puede verse –por ejemplo-: BUSTAMANTE ALSINA Jorge, Responsabilidad social de los medios masivos de comunicación. La sociedad mediática, "la Ley", 17 de abril de 1998; DI FILIPPO María Isabel, La manifestación de voluntad por medios electrónicos. "Soportes" de los mensajes digitalizados. "Atomización" de la información, "La Ley", 15 de abril de 1999.

[5] La expresión pertenece a Eduardo Galeano en el reportaje que publicó "La Nación" de Buenos Aires, el 13 de abril de 1999, p. 11, realizado por Ramiro Pellet Lastra y que se titula "Hoy somos instrumentos de las máquinas".

Si ello muestra un aspecto favorable que da noticia cierta del "cuarto poder' (como suele decirse), subsisten sin embargo las dudas acerca de si la interpretación realista de la actual situación tiene la libertad de expresión, de información y de comunicación. Que no son equivalentes parece quedar confirmado.

18. Por un lado, entonces, estamos segurísimos de que un instrumento de primer nivel constitucional para la persona es el derecho de rectificación o respuesta del artículo 14 del Pacto de San José de Costa Rica. En segundo lugar, la circulación por Internet debe resguardar derechos tan caros como el secreto de las comunicaciones, la privacidad o intimidad, etc.

En tercer término, otro tipo de circulación –esta vez de datos personales- a través de bancos o registros públicos, o de los privados que están destinados a dar informes, merece la amplia y eficaz tutela garantista del *habeas data*.

Cuando por un costado defendemos ardientemente la prohibición absoluta de la censura previa, por el otro no escatimamos esfuerzo para acentuar la responsabilidad social de los medios y la necesidad de que el derecho no ahorre dispositivos y vías para que el particular pueda hacerla exigible con cuantas consecuencias hagan falta y para que los jueces vuelvan operante el principio del "*favor debilis*".

19. Habrá que repensar si, acaso, es viable constitucionalmente una reglamentación que limite la acumulación de medios masivos de distinta índole (prensa escrita, medios audiovisuales, etc.) en una misma entidad, persona o empresa a fin de impedir concentraciones monopólicas dañinas socialmente para el pluralismo periodístico e informativo, aun cuando de ese modo la limitación consiguiente recaiga en derechos como los de ejercer actividad lícita, de propiedad, de trabajar, etc. (cuando existían en Argentina normas de tal índole, las habíamos atacado de inconstitucionales; actualmente, a tono con el ámbito o escenario objetivo en que se han instalado los medios en ejercicio de su libertad de expresión, información y comunicación, nos inclinamos mediante una evaluación de resultados a admitir la razonabilidad de limitaciones como las antes señaladas, con la buena intención de brindar a la sociedad una oferta pluralista de opiniones, crónicas, informes y noticias).

20. A lo mejor en lo que a alguien pueda parecerle aparente contradicción con lo recién dicho, favorecemos ampliamente la libertad de expresión, de información, de crítica, y hasta el humorismo, cuando un medio de comunicación se ocupa de personas públicas, especialmente en el desempeño de funciones estatales. Y ello porque también hacemos funcionar aquí congruentemente nuestro enfoque del ámbito o escenario objetivo dentro del que deben interpretarse las libertades referidas, dando por cierto que ese ámbito es el de una opinión pública que en el sistema republicano democrático ambiciona y necesita conocer, enterarse, enjuiciar, controlar, reprochar y expresarse respecto de quienes detentan el poder político, o una posición pública en el orbe sindical, empresarial, partidiario, académico, publicitario, etc. Todo ello –por supuesto- con una frontera: no violar el honor, la dignidad, la intimidad y los demás derechos de las personas a las que se refiera el medio de comunicación, y hasta reservando para casos objetivamente injuriosos la aplicación de las sanciones penales previstas en la ley.

Si hay que acoger y dar cabida –o no- a la doctrina de la real malicia, es tema que por ahora no entramos a desentrañar.

III

21. Hemos discurrido sobre el pluralismo societario como signo de democracia; sobre los fenómenos grupales y su nexo con el derecho a la identidad –individual y colectiva- y a la diferencia –también individual y colectiva-; sobre una amplia red de relaciones en el tejido social donde la convivencia intercala los derechos de unos con los derechos de otros, a veces en forma de conflicto y oposición; sobre la participación en el proceso de poder como para dejar sitio a la llamada socialización del proceso de poder. En la medida en que estas perspectivas dieron oportunidad para prestar atención a los derechos humanos, intentamos echar a andar una visión que resumimos así:

La interpretación de los derechos y la aplicación a los mismos de cualquier normativa que se coloque bajo la lupa constitucional, ha de tomar en cuenta un aspecto subjetivo y un aspecto objetivo: a) el enfoque objetivo lo proporciona el ámbito o escenario -también objetivo- en que está instalada la persona y en que se ubica el caso que atañe a uno o más derechos suyos (ese ámbito objetivo puede ser la escuela, la

cárcel, el mercado, un grupo étnico o cultural o religioso, etc.); y, b) el enfoque subjetivo pone atención en esos derechos que, por el ámbito objetivo de inserción en el caso concreto, cobran un particular perfil determinado dentro de la situación en la que es parte la persona titular de los derechos.

Como conclusión, el ensamble de esta dualidad hace necesario situar a la persona y a sus derechos en el marco de ese ámbito o escenario objetivo donde tales derechos están en juego.

¿Podrá tal vez, inconscientemente, haber hecho de subsuelo a esta idea una especie de filosofía existencial que, con estilo orteguiano, predica que la persona, su yo, sus derechos, se emplazan siempre mundanalmente en una circunstancia, en un entorno, en un ambiente, de modo que se vuelve imposible desconectar al ser humano individual del arraigo social que le da realidad a su vida y a sus derechos?

Creemos que la respuesta a la pregunta debe ser afirmativa.

ESTUDIO BELLIDO, SACO-VERTIZ & TABOADA

Abogados

Los Angeles 325
Miraflores
Lima 18, Perú

Teléfonos: (511) 421 3551 / 221 4435
Fax: (511) 422 6926
E mail: ebsvt@mail.cosapidata.com.pe

NOTARIA NUÑEZ CIUFFARDI



Horario de Atención
Lunes a Viernes: 9 a.m. a 6 p.m.
Sábados: 9 a.m. a 1 p.m.

Av. San Juan 936 - San Juan de Miraflores - Telf: 276-7896 Telefax: 276-7738

APLICABILIDAD DE LA CLÁUSULA PACTA SUNT SERVANDA DEL ARTÍCULO 62 DE LA CONSTITUCIÓN A LOS CONTRATOS REGULADOS POR EL DERECHO PÚBLICO

José Daniel Amado*
Luis G. Miranda**

"La ejecución y la reglamentación del servicio, responden a la urgencia de asegurar la satisfacción más rápida y más completa de las necesidades del público; las voluntades particulares deben doblegarse ante las necesidades superiores de dicho servicio. Así, el funcionamiento de los servicios públicos, aún concedidos, ofrece un terreno poco favorable a la formación de situaciones contractuales. La ley del servicio tiende a imponerse tanto al concesionario como a los particulares, adaptándose a las necesidades del público, de las que sigue las variaciones, presentando una facultad de evolución inconciliable con la rigidez del vínculo contractual".*

INTRODUCCIÓN

La segunda parte del primer párrafo del artículo 62 de la Constitución de 1993 (la "Constitución") establece que " ... los términos contractuales no pueden ser modificados por leyes u otras disposiciones de cualquier clase ...", incorporando la cláusula pacta sunt servanda dentro de nuestro ordenamiento jurídico como una norma de rango constitucional. Esta disposición ha generado un intenso debate en la doctrina nacional respecto de su implicancia en la aplicación de la ley en el tiempo, específicamente en el derecho de los contratos, que se manifiesta en la tradicional polémica entre la teoría de los derechos adquiridos en contraposición a la teoría de los hechos cumplidos.[1] También ha revivido la interesante discusión relativa a al conveniencia de que los contratos puedan ser modificados o extinguidos sin el consentimiento de alguna de las partes, manifestada en el dilema clásico *"pacta sunt servanda vs. rebus sic stantibus"*.[2]

En el presente artículo trataremos sobre el ámbito de aplicación de la referida cláusula pacta sunt servanda contenida el primer párrafo del artículo 62 de la Constitución, particularmente en cuanto a su aplicabilidad a los contratos regulados por el derecho público, incluyendo a aquellos que celebran los concesio-

---

* Master en Derecho. Harvard University.
** Master en Derecho. The University of Chicago.
***COMTE citado por SARRIA, Eduardo, "Derecho Administrativo", Edit. Temis, Bogotá 1968, p. 298–299.
[1] Sobre la conveniencia de aplicar la teoría de los derechos adquiridos a las relaciones contractuales, véase TORRES Y TORRES LARA, Carlos, La Constitución económica en el Perú, Asesorandina S.R.L., 1994, PG. 4; OLAECHEA, Manuel Pablo, "Hacia un nuevo Código Civil", 1993, pg. 101; CHIRINOS SOTO, Enrique, "Constitución de 1993; Lectura y Comentario", p. 114. Sobre la conveniencia de aplicar la teoría de los hechos cumplidos a las relaciones contractuales, véase DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel, "La libertad de contratar", Themis Revista de derecho 33, Asociación Civil Themis – Revista de Derecho, 1996, p. 7-14; RUBIO Correa, Marcial, "Estudio de la Constitución Política de 1993", Tomo 3, Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial 1999, p. 279-294; y BERNALES Ballesteros, Enrique, "La Constitución de 1993 Análisis Comparado", CIEDLA, 1996, p. 315-318.
[2] SEIDL-HOHENVELDERN, Ignaz, "International Economic Law", Martinus Nijhoff Publishers, 1992, p. 151.

narios de servicios públicos, en diversos sectores regulados de la actividad económica privada.

Con ese fin, explicaremos en primer lugar el principio general de la aplicación inmediata de la ley en nuestro ordenamiento jurídico, según está contenido en el artículo III del Título Preliminar del Código Civil. El objeto de éste análisis será determinar si la cláusula pacta sunt servanda del artículo 62 de la Constitución es una norma de excepción dentro de la legislación peruana aplicable únicamente a los contratos.

A continuación examinaremos diversos temas vinculados con la dicotomía entre contratos de derecho privado y contratos de derecho público, la facultad reguladora del Estado en materia de servicios públicos y el propósito de los denominados contratos-ley, que nos permitirán definir si la antes indicada cláusula pacta sunt servanda es aplicable a todos los contratos, sea que éstos estén regulados por el derecho público o derecho privado o si, más bien, es aplicable únicamente a los contratos de derecho privado.

Finalmente, analizaremos si los contratos que celebran los concesionarios de servicios públicos entre sí o con sus usuarios se encuentran regulados por el derecho privado o si, por el contrario, se rigen por el derecho público y, como corolario, si los mismos se encuentran dentro del ámbito de aplicación de la cláusula pacta sunt servanda del artículo 62 de la Constitución.

I. PRINCIPIO GENERAL DE APLICACIÓN INMEDIATA DE LA LEY EN EL TIEMPO; CLÁUSULA *PACTA SUNT SERVANDA* DEL ARTÍCULO 62 DE LA CONSTITUCIÓN COMO NORMA DE EXCEPCIÓN EN LA LEGISLACIÓN PERUANA

Según los dispuesto por el artículo III del Título Preliminar del Código Civil[3], la ley se aplica a las consecuencias de las relaciones y situaciones jurídicas existentes, no teniendo fuerza ni efectos retroactivos, salvo las excepciones previstas en las Constitución.

Como se puede apreciar, el artículo III del Título Preliminar fija el límite que existe entre la aplicación retroactiva y la aplicación inmediata de la ley, estableciendo que las nuevas normas legales modifican los efectos o consecuencias que se produzcan después de su entrada en vigencia, aún cuando tengan su origen en situaciones jurídicas previas.

En este orden, cabe afirmar que nuestra legislación consagra el llamado principio de aplicación inmediata de las leyes, recogiendo la teoría de los hechos cumplidos, en virtud de la cual la nueva norma legal se aplica en forma inmediata a las relaciones jurídicas originadas con anterioridad a su vigencia, pero que se cumplen o concluyen durante la vigencia de tal norma.[4]

No obstante ello, el primer párrafo del artículo 62 de la Constitución, el cual señala que "[l]os términos contractuales no pueden ser modificados por leyes u otras disposiciones de cualquier clase...", ha recogido la teoría de los derechos adquiridos, generando un aparente conflicto normativo con el artículo III del Título Preliminar que, según hemos visto, recoge la teoría de los hechos cumplidos.

Sobre este aparente conflicto normativo, de la Puente sostiene que estando al principio de que la ley especial posterior coexiste con la ley general anterior, la cual pasa de ser una regla absoluta para convertirse en una regla ilimitada por excepciones, el citado primer párrafo del artículo 62 de la Constitución coexiste con el artículo III del Título Preliminar[5]. En efecto, el primer párrafo del artículo 62 de la Constitución establece una norma de excepción al principio de aplicación inmediata y, por consiguiente, como señala Rubio ello conlleva a que los contratos se regirán en adelante por el principio de los derechos adquiridos y todos los demás actos jurídicos se regirán por el principio de los hechos cumplidos.[6]

En consecuencia, cabe afirmar que la cláusula *pacta sunt servanda* del artículo 62 de la Constitución es una norma de excepción al principio general de aplicación inmediata de la ley que rige en la legislación peruana, aplicable únicamente a los contratos.

---

[3] El artículo III del Título Preliminar del Código Civil esté diseñado como una norma que se refiere no sólo al Código Civil, ni sólo a las normas de Derecho Privado, sino a todas las normas. RUBIO, Correa, Marcial, "Título Preliminar", Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial 1986, p. 20.

[4] Específicamente, el artículo 2121 del Código Civil señala que a partir de su vigencia, las disposiciones de dicho código se aplicarán inclusive a las consecuencias de las relaciones y situaciones jurídicas existentes.

[5] DE LA PUENTE , Manuel, Op. Cit. p. 13. También comparte esta posición BERNALES, véase BERNALES Ballesteros, Enrique, Op. Cit., p. 316.

[6] RUBIO CORREA, Marcial, "Estudio de la Constitución Política de 1993", Tomo 3, Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial 1999, p. 286.

II. ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA CLÁUSULA *PACTA SUNT SERVANDA* DEL ARTÍCULO 62 DE LA CONSTITUCIÓN

Ahora bien, surge la pregunta de sí la cláusula pacta sunt servanda contenida en el primer párrafo del artículo 62 de la Constitución es aplicable a todos los contratos sea cual fuere su naturaleza. A continuación, analizaremos los temas que nos permitirán dar respuesta a esta pregunta y que, en nuestra opinión, permiten sostener que la referida norma de excepción es aplicable únicamente a los contratos de derecho privado y, por ende, que el principio general de aplicación inmediata de la ley establecido en el artículo III del Título Preliminar mantiene su aplicación con relación a todos aquellos contratos regulados por el derecho público.

2.1. Características de los Contratos de Derecho Público y de Derecho Privado

La primera parte del primer párrafo del artículo 62 de la Constitución señala que la libertad de contratar garantiza que las partes pueden pactar válidamente según las normas vigentes al tiempo del contrato. La segunda parte de dicho primer párrafo indica, como ya hemos visto, que los términos contractuales no pueden ser modificados por leyes u otras disposiciones de cualquier clase.[7]

Como se sabe, los contratos regulados por el derecho privado importan fundamentalmente la existencia de dos elementos: igualdad y libertad jurídica. A su vez, la libertad jurídica importa dos clases de libertades: la libertad contractual y la libertad de contratar. Recuérdese que la libertad contractual es la libertad de las partes de determinar libremente el contenido de los contratos mientras que la libertad de contratar es la libertad de las partes de estipular o no estipular.[8]

Por el contrario, en los contratos regulados por el derecho público, incluidos los contratos administrativos, la igualdad y libertad jurídica y, por ende, la libertad contractual y la libertad de contratar de las partes se encuentran subordinadas al interés público. En el caso específico de los contratos administrativos, es reconocido que "el principio de inalterabilidad de los contratos no puede ser mantenido, cede ante al ius variandi que tiene la Administración a introducir modificaciones en el contrato, y que son obligatorias, dentro de los límites de la razonabilidad para el contratista."[9]

Como reconoce la doctrina reciente[10], el mayor obstáculo en la contratación con el estado consiste en la atribución que el derecho público de la mayoría de países occidentales reconoce al Estado de modificar o extinguir la relación jurídica creada por el contrato, sin otro sustento que el interés público.

Ciertamente, la diferencia existente en cuanto a los distintos intereses que protegen, por un lado, los contratos regidos por el derecho privado (la igualdad y la libertad jurídica), y, por otro lado, los contratos regulados por el derecho público (el interés público), no hace sino demostrar, tal como señala RUBIO[11], que el derecho privado y el derecho público "son dos grandes conjuntos que se organizan en base a principios sistemáticas particulares y diferenciales".[12]

En esa misma línea opina Jeze quien, citado por de la Puente, señala que los contratos civiles suponen dos contratantes en pie de perfecta igualdad mientras que el contrato administrativo propiamente dicho supone, esencialmente, dos contratantes que se reconocen en pie de desigualdad: uno representa al interés general, el servicio público; el otro, el interés privado del contratante.[13]

De lo anterior se desprende que la cláusula pacta sunt servanda contenida en el artículo 62 de la Constitución que "garantiza la santidad del contrato"[14] es una norma de derecho privado que, por ser claramente incompatible con la naturaleza de los contratos regu-

---

[7] Con relación al primer párrafo del artículo 62 de la Constitución cabe destacar lo sostenido por BERNALES quien señala que dicho primer párrafo establece una regulación complementaria al principio de libre contratación establecido como derecho fundamental de las personas por el artículo 2, inciso 14) de la Constitución Política del Perú. BERNALES, Op. Cit., p. 315. Como se sabe, el citado inciso 14) indica que toda persona "tiene derecho a contratar con fines lícitos, siempre que no se contravengan leyes de orden público".

[8] MESSINEO, Francesco, "Doctrina General del Contrato" Tomo I, Ediciones Jurídicas Europa América 1986, p. 19

[9] DROMI, Roberto, Licitación Pública, Ediciones Ciudad Argentina, 2ª, Edición Actualizada, Buenos Aires, 1955, p. 29.

[10] SEIDL-HOHENVELDERN, Ignaz, Op. Cit., p. 151.

[11] RUBIO Correa, Marcial, "El Sistema Jurídico", Pontificia Universidad católica del Perú Fondo Editorial, 1988, p. 233-234.

[12] Sobre la diferencia entre los contratos de derecho privado y los de derecho público, tal como señalan PLANIOL y RIPERT, la generalidad de la doctrina y la jurisprudencia administrativas se niegan a aplicar a los contratos regidos por el derecho público las normas de derecho privado, inspirándose solamente en las ideas justificativas de esas normas combinándolas con las necesidades del funcionamiento regular y continuo de los servicios públicos. PLANIOL, Marcel y RIPERT, Georges, "Tratado Práctico de derecho Civil Francés", La Habana, 1946, Tomo VI, p. 35.

[13] DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel, Op. Cit., p. 7.

[14] CHIRINOS SOTO, Enrique, OP. Cit., p. 114.

lados por el derecho público, no les resulta aplicable.[15]

2.2. Facultad Regulatoria del Estado en materia de Servicios Públicos

La facultad regulatoria del Estado en materia de servicios públicos está consagrada en los artículos 58 y 119 de la Constitución.[16] El Estado tiene, en virtud de dichos artículos, una prerrogativa de control e intervención que comprende la calidad y eficiencia en la prestación de servicios públicos e implica la facultad de dictar los marcos regulatorios que los rigen.[17]

No cabe duda, entonces que, de una lectura sistemática de la Constitución y del rol que ésta atribuye al Estado, particularmente en la regulación de los servicios públicos, carecería de toda lógica que la cláusula pacta sunt servanda contenida en el primer párrafo del artículo 62 de la Constitución se refiera a contratos distintos a los sometidos al derecho privado.

Dicha interpretación es coherente con la esencia del servicio público ya que, tal como explica DROMI,[18] la mayoría de las relaciones que se vinculan a la prestación de un servicio público cuya gestión es delegada por el Estado a particulares, producen efectos que se extienden a terceros y, en casos como el que analizamos, constituyen "ley a la cual deben sujetarse" dichos terceros en su calidad de usuarios del servicio. Es por ello que se afirma que de esta normatividad que origina la concesión "surgen derechos y deberes entre el concesionario y el público."[19]

2.3. Finalidad del Contrato-Ley

Finalmente cabe tener presente que el segundo párrafo del artículo 62 de la Constitución se refiera al contrato-ley. Como se sabe, el contrato-ley cumple la finalidad de dotar de seguridad jurídica al inversionista de dos maneras distintas: (i) mediante la estabilización del marco legal aplicable a la relación jurídica patrimonial creada por el contrato y (ii) mediante la modificación del marco legal aplicable a un contrato con el Estado del derecho administrativo al derecho civil.

En el primer supuesto, se trata de eliminar el riesgo no comercial que, de otra manera, asumiría el inversionista como consecuencia de la facultad general de legislar que, por naturaleza, corresponde al Estado. En el segundo supuesto, se persigue una solución eficaz al riesgo originado por las cláusulas exorbitantes que se hallan implícitas en los contratos administrativos.

Al respecto, resulta evidente que el hecho de que el segundo párrafo del artículo 62 de la Constitución se refiera al contrato-ley, en cuanto éste no puede ser modificado por posteriores normas legales, pone en evidencia que la cláusula pacta sunt servanda contenida en el primer párrafo de dicha norma constitucional, sólo puede referirse, cuando menos en el caso de los contratos que celebra el Estado, a aquellos contratos que se rigen por el derecho privado.[20]

III. CONTRATOS REGULADOS POR EL DERECHO PÚBLICO

Hemos sostenido que los contratos administrativos están regulados por el derecho público y, en consecuencia, no se encuentran sometidos al régimen de excepción establecido por la cláusula pacta sunt servanda contenida en el artículo 62 de la Constitución. Suele admitirse que en los contratos administrativos una de las partes contratantes es siempre el Estado y que el contrato administrativo puede serlo por razón de su objeto o por contener cláusulas exorbitantes del derecho privado.[21]

---

[15] No desconocemos la posición de CARDENAS en cuanto a la inaplicabilidad de la cláusula pacta sunt servanda a las normas de carácter imperativo o de orden público. Si bien existe cierta similitud en ambos planteamientos, en el sentido que se reconoce la incompatibilidad entre dicha cláusula y el orden público, no es menos cierto que la distinción entre derecho público y derecho privado representa un elemento de distinción de mayor sustento doctrinario. CARDENAS Quirós, Carlos, "La Supuesta Santidad de los Contratos y el Artículo 62 de la Constitución Política del Perú", Gaceta Jurídica, 1999, Tomo 73-B, p. 29.

[16] El artículo 58 señala que el Estado orienta el desarrollo del país, y actúa principalmente en las áreas de promoción de empleo, salud, educación, seguridad, servicios públicos e infraestructura. El artículo 119 señala que la dirección y la gestión de los servicios públicos están confiadas al Poder Ejecutivo a través del Consejo de Ministros.

[17] En sentido similar opina la doctrina comentando una norma similar a los citados artículos 58 y 119 de la Constitución. Véase DROMI, Roberto, Op. Cit., p. 34-35.

[18] DROMI, Roberto, Empresas Públicas: de Estatales a Privadas, Ediciones Ciudad Argentina, Buenos Aires, 1997, p. 47.

[19] "Derecho de los particulares es usar el servicio y son deberes que se imponen al usuario el respetar las restricciones de la policía que rigen el servicio como condición para su buen funcionamiento y pagar las tarifas establecidas como retribución del servicio concedido." ALTAMIRA, Pedro, "Curso de Derecho Administrativo", Edit. Depalma, Buenos Aires, 1971, p. 469.

[20] Como afirma CARDENAS en un reciente artículo, aceptar como norma absoluta que el artículo 62 de la Constitución consagra la santidad de los contratos "implicaría que, a novel de sus efectos, no existiría una diferencia sustancial entre los contratos-ley que vinculan a un particular con el Estado y los contratos celebrados entre particulares." CARDENAS Quiróz, Carlos, OP. Cit. p. 35.

[21] DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel, Op. Cit., p. 8-9.

Surge la pregunta, entonces, de si los términos contractuales relativos a los contratos que celebran los concesionarios de servicios públicos entre sí o con sus usuarios, en los cuales no participa directamente el Estado como parte contratante, pueden también ser caracterizados como contratos administrativos. Al respecto, cabe preguntarse si dichos términos contractuales se encuentran regidos por el derecho privado y se les aplica la norma de excepción del artículo 62 de la Constitución o sí, por el contrario, se rigen por el derecho público y, por ende, está sometido al principio general de aplicación inmediata de la ley establecido en el artículo III del Título Preliminar.

Conforme desarrollaremos a continuación, consideramos junto con un respetable sector de la doctrina que los contratos celebrados por los concesionarios de servicios públicos entre sí y los que vinculan a éstos con sus usuarios se encuentran regulados por el derecho público y, por tanto, se encuentran excluidos del ámbito de aplicación del primer párrafo del artículo 62 de la Constitución. Más importante aún, tal como veremos más adelante en esta sección, los marcos regulatorios de importantes sectores de la actividad económica, han adoptado legislativamente la posición sostenida por dicha doctrina.

3.1. Doctrina sobre regulación de Prestación de Servicios Públicos

La doctrina reconoce que el Estado puede prestar un servicio público de manera directa o indirecta. En este sentido, Diez[22] ha definido el concepto de "servicio público" como "la prestación que efectúa la administración en forma directa o indirecta para satisfacer una necesidad de interés general" (subrayado agregado).

Si bien el problema del régimen jurídico aplicable a la contratación que realizan las empresas públicas o privadas que prestan un servicio público divide a la doctrina, ello no ocurre en cuanto se refiere a los contratos de concesión de dicho servicio, pues en este aspecto la doctrina es virtualmente unánime al reconocer que los mismos se rigen fundamentalmente por el derecho administrativo. Ello por cuanto, como afirma Silva Cencio[23], en los contratos de concesión, "el objeto –servicio público– y la causa –interés público– imponen su ejecución de conformidad con los principios poderes y normas propios del derecho público".

En razón de la obligación asumida ante el Estado por el concesionario de dar continuidad al servicio, el derecho ha considerado necesario dotar a dicho concesionario de mecanismos regulatorios e incluso administrativos idóneos para lograr este objeto, por considerarlos parte del interés general.

En este sentido, García de Enterría[24] afirma que, tratándose del otorgamiento de concesiones para la prestación de un servicio público, "la Administración cede la gestión o explotación pero retiene la titularidad del servicio", lo cual, a decir de Pérez Huelva[25], implica que aún cuando el servicio público se preste en forma indirecta, "se le atribuye responsabilidad" al Estado.

En este mismo orden de ideas, Dromi[26] explica que los contratos de concesión "...implican transferencia de prerrogativas y sustitución de funciones..." y, añade que, "producen efectos que se extienden a terceros, y que pueden ser invocados por éstos, en tanto lo convenido entre la Administración Pública y su contratista es la ley a la cual deben sujetarse también los usuarios." Bielsa a su vez sostiene que " las cláusulas de la concesión son pactadas también en beneficio de los usuarios del servicio público, quienes pueden invocarlas o prevalerse de ellas, tanto para obtener servicio público ... como para obligar al concesionario a prestar ese servicio en forma regular continua y según los precios establecidos"[27].

En razón de este análisis, cierta doctrina reciente ha sostenido que, cumpliendo con los demás requisitos que califican a un contrato administrativo como tal, son también administrativos los contratos que celebran "los entes públicos no estatales o los entes privados que ejercen técnicamente función administrativa por delegación estatal (subrayado agregado)".[28] Pérez Huelva[29], por ejemplo, afirma que si bien el usuario y los terceros no son parte en el contrato de

[22] DIEZ, Manuel María, Derecho Administrativo, Tomo III, Bibliografía Omeba, Editores-Libreros, Buenos Aires, p. 198-199.
[23] SILVA CENCIO, Jorge A., en "Contratos Administrativos", Ed. Astrea S.A., Buenos Aires, 1982, p. 132.
[24] GARCIA DE ENTRERRIA, citado por TRILLO-FIGUEROA, Jesús y LOPEZ-JURADO, Francisco, La Regulación del Sector Eléctrico, Editorial Civitas S.A. Madrid, 1996, p. 48.
[25] PEREZ HUELVA, Alejandro, El Concesionario de Servicios Públicos Privatizados. Instituto Argentino de Estudios Constitucionales y Políticos, Buenos Aires, Ediciones de Palma, 1997, p. 12.
[26] DROMI, Roberto, Empresas Públicas: de Estatales a Privadas, Ediciones Ciudad Argentina, Buenos Aires, 1997. P. 47.
[27] BIELSA, Rafael, "Derecho Administrativo", Editorial La Ley, Buenos Aires, 1965, Tomo II, p. 261.
[28] DROMI. Roberto, Licitación Pública, Ediciones Ciudad Argentina, 2ª. Edición Actualizada, Buenos Aires, 1995, p. 25.
[29] PEREZ HUELVA, Op. Cit., p. 17.

concesión, sí "son sujetos de la relación jurídica de derecho público originada de aquél."

Desde esta perspectiva, los contratos celebrados por concesionarios de servicios públicos entre sí o que vinculan a éstos con los usuarios de dichos servicios deben ser considerados como contratos administrativos no obstante que el Estado no es parte en él de manera directa.[30] En palabras de Sarria, el contrato administrativo "no sólo regula las relaciones las relaciones entre contratantes, sino que, originado por las necesidades del servicio público o de la actividad pública, lo reglamenta total o parcialmente, comprendiendo a terceros o usuarios y a agentes vinculados a la prestación."[31]

No es ésta, sin embargo, la posición mayoritaria de la doctrina más tradicional, debido fundamentalmente a la ausencia del Estado como parte del contrato, requisito considerado indispensable por dicha doctrina para que pueda calificarse a un contrato como administrativo. Ello no obstante, cabe afirmar que, aún quienes sostienen esta opinión, como es el caso de GIMENO[32], admiten que la contratación entre el concesionarios y los terceros, "por su evidente interés público, se encuentra sometida a intensa reglamentación".

Sin duda que esta reglamentación se aprecia nítidamente en temas como el del régimen tarifario, del cual DIEZ[33] ha afirmado que "se trata de una cuestión que afecta al orden del servicio publico" sobre la cual la potestad de la administración "es indiscutible, no obstante la concesión". Marienhoff[34], por su parte y hablando de las relaciones entre el concesionario y usuario, afirma que cuando esas relaciones tienen un carácter reglamentario se rigen "por el derecho público", mientras que cuando esas relaciones tienen un carácter contractual se rigen principalmente por el derecho privado.

Nosotros coincidimos con esta última posición y consideramos, junto con una consistente doctrina en esta materia, que si bien no puede hablarse en estos casos propiamente de un "contrato administrativo", sometido con carácter general a las normas del derecho público, debe admitirse que aquellos aspectos de un contrato que se refieran a la prestación del servicio público se encuentran sometidos a regulaciones del derecho público.

3.2. El caso de las Normas Sectoriales de Telecomunicaciones y Electricidad

Coincidiendo con la doctrina referida en el numeral anterior, la legislación peruana reconoce que el Estado puede prestar un servicio público de manera directa o indirecta. De igual forma, tal como veremos seguidamente, algunas normas sectoriales recogen expresamente la posición de que también pueden ser considerados como contratos administrativos aquellos contratos celebrados entre privados (sin intervención directa del Estado) que prestan un servicio público por delegación estatal. A continuación describiremos brevemente los casos de los contratos de interconexión en el sector telecomunicaciones y los contratos de suministro de energía eléctrica en el sector electricidad.

Telecomunicaciones: Como se sabe, los contratos de interconexión son aquellos celebrados entre concesionarios de servicios públicos de telecomunicaciones para interconectar sus redes y/o servicios. Según establece la Exposición de Motivos del Proyecto de Reglamento de Interconexión, publicada en el Diario Oficial El Peruano el día 29 de octubre de 1997 (la "Exposición de Motivos"), la interconexión no constituye un contrato privado, dado que si bien es cierto las partes negocian dentro del marco regulatorio vigente, están sujetas a las directrices y determinaciones del ente regulador, el que puede y debe revisar los acuerdos entre las partes como condición para su validez jurídica.[35]

Siguiendo a la doctrina nacional más calificada,[36] la Exposición de Motivos sentencia que "lo antitético a la voluntad de contratar es la obligación de contratar", resaltando que la libertad de contratar y la libertad contractual no se verifican a plenitud en el ámbito del llamado contrato de interconexión, en la medida en que la interconexión es obligatoria y que los términos acordados por las partes en el contrato de interco-

[30] "Celebran contratos administrativos los entes públicos no estatales o los entes privados que ejercen técnicamente función administrativa por delegación estatal", (ver DROMI, Licitación Pública, p. 25).
[31] SARRIA, Eustorgio, OP. Cit., p. 283.
[32] GIMENO FELIU, José María, El servicio Público Eléctrico en el Mercado Interior Europeo, Editorial Civitas S.A., Madrid, 1993, p. 116.
[33] DIEZ, Op. Cit., p. 291.
[34] MARIENHOFF, Miguel, Tratado de derecho Administrativo, Tomo II, Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1970, p. 163-169.
[35] La Exposición de Motivos incluso llega a afirmar que el llamado contrato de interconexión "no es un verdadero contrato" por que la voluntad de contratar es imprescindible para hablar de contrato y que por tanto la interconexión es meramente un hecho jurídico cuya fuente de producción es la ley.
[36] DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel, "Estudios del Contrato Privado"Tomo I, Cultural Cuzco 1983, p. 53.

nexión pueden ser observados, modificados o revocados por el ente regulador.

En virtud de lo anteriormente señalado, es válido afirmar que todos aquellos términos contractuales de cualquier "contrato de interconexión" que se encuentren regidos por el derecho público, pueden ser modificados por normas que dicte el ente regulador, o por otras leyes posteriores. En consecuencia, una resolución expedida por el Organismo Supervisor de la Inversión Privada en Telecomunicaciones —OSIPTEL, puede modificar los términos contractuales derivados de contratos de interconexión que estipulen las partes.[37]

Habiendo establecido que la cláusula pacta sunt servanda contemplada en el primer párrafo del artículo 62 de la Constitución es aplicable únicamente a los términos contractuales regulados por el derecho privado y que los términos contractuales en materia de interconexión se encuentran regulados por el derecho público, debe admitirse que el principio de aplicación inmediata de la ley consagrado en el artículo III del Título Preliminar del Código Civil es de plena aplicación a aquellos términos contractuales de un contrato de interconexión que se encuentren regulados por el derecho público.

Electricidad: Como se sabe, los contratos de suministro de energía eléctrica son regularmente celebrados entre concesionarios de generación y de distribución o entre estos y sus clientes no regulados. En cuanto al suministro de energía destinado al Servicio Público de Electricidad, este se encuentra regido por el derecho público y la libertad de contratación de las partes bajo dicho derecho se encuentra restringida por la regulación impuesta por el Estado en virtud del interés público. Al respecto, resulta muy ilustrativo la disposición del artículo 34, inciso b) de la Ley de Concesiones Eléctricas — Ley 25844 (la "LCE"), que obliga a los concesionarios de distribución a " tener contratos vigentes con empresas generadores que les garanticen su requerimiento total de potencia y energía por los siguientes 24 meses como mínimo". Se trata, sin lugar a duda, de una obligación de contratar, contradictoria con la libertad de contratar a la que nos hemos referido anteriormente.

Más aún, el artículo 31 de la LCE obliga a los concesionarios de generación, transmisión y distribución, a aplicar los precios regulados que se fijen de conformidad con dicha ley, estableciendo su artículo 45 que "las ventas de energía eléctrica a un concesionario de distribución, destinada al Servicio Público de Electricidad, se efectuarán a Tarifas en Barra", es decir precios regulados que son fijados, revisados y modificados por un organismo autónomo y técnico denominado "Comisión de Tarifas de Energía—CTE".

Es evidente entonces que el régimen tarifario para el suministro de energía eléctrica destinada al Servicio Público de Electricidad, es una cuestión que escapa del ámbito de la voluntad de las partes que intervienen en la prestación del Servicio Público de Electricidad y, por tanto, de lo que pudiera ser susceptible de incorporarse en un acuerdo sujeto al derecho privado, puesto que se trata de materias explícitamente reguladas por la ley en razón del interés público.[38]

Así, por ejemplo, en relación con el límite de potencia en el suministro eléctrico materia de los contratos celebrados entre concesionarios o por éstos y los usuarios, debe tenerse presente que el artículo 2 de la LCE denomina "Servicio Público de Electricidad" al "suministro regular de energía para uso colectivo, hasta los límites de potencia que serán fijados de acuerdo a lo que establezca el Reglamento", estableciendo, además, que se trata de servicios de "utilidad pública".[39]

Las disposiciones legales antes citadas, ponen en evidencia que el límite de potencia del suministro eléctrico, que no es otra cosa que el quantum del suministro, es un asunto sujeto a regulación por el Estado. El concesionario de distribución eléctrica debe calcular cuál es la potencia que requiere para garantizar el Servicio Público de Electricidad, cuya continuidad constituye una garantía que el propio Estado otorga a favor de los usuarios de dicho servicio.[40]

---

[37] A manera de ejemplo, cabe referirse a la resolución de OSIPTEL que aprobó el contrato de interconexión entre Telefónica del Perú S.A. y Tele 2000 S.A., en el cual se resuelve "[d]isponer la incorporación" de determinados términos contractuales al texto del contrato suscrito por las partes. Resolución 028-99-GG/OSIPTEL de 13 de mayo de 1999.

[38] No es de extrañar que DROMI se refiera expresamente ala naturaleza privada o pública del contrato de suministro de energía eléctrica, señalando que se trata de contratos de derecho administrativo dado que se encuentra "afectada de suyo a una prestación pública". (DROMI, Roberto, Derecho Administrativo Económico, Tomo 2, Editorial Astrea, Buenos Aires, 1985. p. 117.

[39] Por su parte, el Reglamento de la LCE, Decreto Supremo 009-93-EM, establece que dichos límites de potencia serán fijados el respectivo contrato de conseción a un valor equivalente al 20% de la demanda máxima de la conseción de distribución, hasta un tope de 1000 kw.

[40] Sobre este particular VILLAR PALASI, explica que "calificar de servicio público a una actividad implica la potestad administrativa para la dirección de la misma, para el mantenimiento de la continuidad en la prestación, para el manejo de las tarifas, la modalización del servicio, el mantenimiento del principio de igualdad de los usuarios y la llamada loi de changement" (citado por TRILLO-FIGUEROA Jesús y LOPEZ-JURADO, Francisco, Op. Cit., p. 48).

Por tanto, se trata de un aspecto regulado del suministro en los que el Estado interviene por encima de la voluntad de las partes con el fin de garantizar la prestación del servicio público, y que se encuentra sometido al derecho público.

En este sentido, es nuestra opinión que las disposiciones de los contratos celebrados entre concesionarios o entre éstos y sus usuarios referentes al Servicio Público de Electricidad se encuentran reguladas por el derecho público y, por tanto, les son aplicables las normas de derecho público que el Estado pudiera establecer al efecto.

CONCLUSIÓN

La cláusula *pacta sunt servanda* del artículo 62 de la Constitución es una norma de excepción al principio general de aplicación inmediata de la ley que rige en la legislación peruana, aplicable únicamente a los contratos. Ello no obstante, dicha norma de excepción no es de aplicación a los contratos regulados por el derecho público, por ser incompatible con su naturaleza.

Tampoco es aplicable la cláusula pacta sunt servanda a los contratos que, sin estar sometidos al derecho administrativo, se encuentran regulados por el Derecho Público. Es este el caso de los contratos que celebran los concesionarios de servicios públicos entre sí o con sus usuarios, en tanto tienen relación directa con la prestación del servicio público concedido.

En los últimos años, la ley peruana viene recogiendo este último criterio, en la medida que se desarrolla el marco regulatorio de los servicios públicos. Es este el caso de los contratos de interconexión entre concesionarios de servicios públicos de telecomunicaciones, así como en los contratos de suministro relacionados con la prestación del Servicio Público de Electricidad, sólo para nombrar dos ejemplos.

¿QUÉ ES EL DOMINIO PÚBLICO?

Francisco Martínez Vázquez*

Existen conceptos jurídicos del Derecho Administrativo relacionados con la naturaleza jurídica, sobre los cuales encontramos posiciones totalmente controvertidas.

El dominio público es uno de aquellos conceptos poco trabajados por la doctrina nacional a pesar de alcanzar especial relevancia cuando intentamos calificar los bienes comprendidos bajo su esfera, especialmente en los casos de cesión de los mismos a terceros.

El autor pretende contribuir al debate presentando las dos principales posiciones: de un lado, la de los bienes como propiedad del Estado y, del otro, el dominio público como categoría autónoma del Derecho Administrativo[1], estudiando la valoración propia de cada una de las teorías y su utilidad.

Finalmente realiza un estudio sobre la manera como es tratado este concepto en la legislación peruana.

El estudio de los diversos campos que abarca el Derecho Administrativo puede llevarnos fácilmente a constatar la relación que se traza entre todas las instituciones que conforman esta rama del Derecho, así como la imbricación entre estas instituciones y los grandes problemas que son comunes al Derecho Público en general. La Administración se desenvuelve como una gigantesca organización a la que se hace responsable del desarrollo continuado del interés público, para lo cual está dotada de una serie de medios jurídicos, económicos, personales y también materiales. En este sentido, no podemos desconocer el "rostro de organización", persona jurídica que corresponde a la Administración Pública, lo cual se traduce en un complejo sistema instrumental al servicio de la causa última que justifica su misma existencia: la satisfacción de los fines públicos que tiene asignados. Dentro de su peculiar naturaleza y características, la Administración se identifica por una serie de prerrogativas que responden a esta misma causa final. En consecuencia, todo el ropaje que envuelve a la Administración Pública no se justifica por sí mismo, sino que obedece a una finalidad institucional de primer orden. Igualmente, los medios materiales, personales y financieros al servicio de la Administración tienen una naturaleza jurídica particular y un tratamiento propio y específico que los identifica frente a otras organizaciones humanas, y que apunta nuevamente al cumplimiento fiel de los dictados procedentes del interés general. Los medios al servicio de la Administración responden, por tanto, a las necesidades específicas que surgen en el normal desarrollo de la actividad administrativa.

En este sentido, el estudio de los bienes de la Administración Pública debe partir necesariamente de un

* Universidad Pontificia Comillas (Madrid).

terreno común a toda realidad administrativa, hundiendo sus raíces en el complejo mundo de las prerrogativas y el control, de lo reglado y lo discrecional; del Derecho Público, en general. Esta primera advertencia no es estéril si tenemos en cuenta que en este campo del Derecho Administrativo encontramos claros paralelismos con el Derecho Privado, similitudes que no pueden negarse en el origen de esta disciplina, pero que pueden llevarnos al espejismo de construir un Derecho de naturaleza estrictamente pública basándonos en categorías propias del Derecho Civil, e incurriendo en una suerte de miopía jurídica que nos impida ver la esencia de las instituciones y su particular problemática. Por este motivo, un estudio relativo a los bienes de dominio público como categoría esencial dentro de los bienes públicos no puede sentar ninguna afirmación sin antes partir de una esencial reflexión acerca de la naturaleza jurídica del dominio público, abordada desde la perspectiva propia del Derecho Administrativo.

Por todo lo anterior, pretendo en estas páginas[1] poner de manifiesto las cuestiones esenciales en relación con el dominio público como categoría en la que se integra buena parte de los bienes de la Administración Pública, sin entrar en detalle en toda la complejidad de su régimen jurídico (de especial interés en lo que se refiere a las formas de protección del mismo y al aprovechamiento de dichos bienes) sino, más bien, intentando definir qué debe entenderse por dominio público. Para ello dividiremos la exposición en dos partes: en la primera trataremos de aproximarnos al debate doctrinal en torno a la naturaleza jurídica del dominio público; y en la segunda nos dedicaremos a analizar las dificultades detectadas en el ordenamiento jurídico peruano sobre este particular; para terminar con las conclusiones que sirvan de síntesis de las ideas más relevantes.

I. PANORAMA DOCTRINAL EN TORNO A LA NATURALEZA JURÍDICA DEL DOMINIO PÚBLICO

Los estudios sobre realidades jurídicas acostumbran partir de reflexiones acerca de la naturaleza jurídica de las mismas, pues es ésta una forma de reseñar la marca de clase propia de todo lo que entra en el campo de análisis del Derecho; nos preguntamos por la naturaleza específica que imprime carácter dentro del universo de realidades jurídicas. En este sentido, la reflexión en torno a la naturaleza jurídica del dominio público debe situarse en la trayectoria que ha ido marcando la propia evolución de los bienes públicos a lo largo de la historia, de tal suerte que necesitaríamos remontarnos al Derecho Romano para rastrear los primeros precedentes del tema que nos ocupa, detenernos posteriormente en el estudio de los bienes del *Princeps* y seguidamente la regalía como institución esencial del Derecho Medieval, para profundizar posteriormente en el punto de inflexión marcado por la Revolución Francesa y el nacimiento de la Administración contemporánea. Con posterioridad a la obra de la Revolución Francesa tiene lugar la acogida de la categoría de bienes públicos en el *Code* francés y de ahí su extensión a otros ordenamientos jurídicos. En cualquier caso, no es objeto de este trabajo profundizar en la evolución histórica del dominio público, si bien es de obligada referencia en cualquier análisis de esta institución, dado que, como señala Parejo Alfonso[2]: "Siendo la teorización del dominio público reciente (...) aparece no obstante poderosamente lastrada por elementos de arrastre histórico". Pretender abundar en la complejidad de las instituciones y figuras jurídicas de las que trae causa el dominio público excede con mucho las pretensiones de un trabajo que busca, esencialmente, la delimitación de una serie de conceptos básicos y el cuestionamiento acerca de su encuadre en la legislación y doctrina científica peruana. No obstante, la advertencia queda hecha de antemano: la comprensión de este debate en toda su profundidad remite imperativamente al lector a los trabajos que de forma brillante abordan esta perspectiva histórica[3].

Desde el punto de vista doctrinal, la cuestión relativa a la naturaleza jurídica del dominio público puede reconducirse a una pregunta esencial: si los bienes que integran el dominio público son objeto de un derecho real de propiedad (en el sentido civil de este término) o, por el contrario, tienen una naturaleza diferente y alejada del esquema privado, una naturaleza propia y específica del Derecho Administrativo. Tras la recepción de la categoría en el Código Civil francés comienza a desarrollarse la producción doc-

[1] Este trabajo es una ampliación de uno anterior con título: "Reflexiones sobre la naturaleza jurídica del dominio público", publicado en Propiedad Estatal (Apuntes Jurídicos y Administrativos), editado por la Superintendencia de Bienes Nacionales. Lima,1998.

[2] PAREJO ALFONSO, Luciano. "Dominio Público: Un ensayo de reconstrucción de su teoría general". RAP número 100-102 Vol. III enero – diciembre 1983. p. 2380

[3] Podemos remitirnos, por ejemplo, a la misma obra citada del PAREJO ALFONSO, o igualmente a la publicación dirigida por SÁNCHEZ MORÓN: "Los bienes públicos (Régimen Jurídico)", Madrid; Tecnos, 1997. Sin perjuicio de encontrar referencias a la evolución histórica de esta figura en la práctica totalidad de los trabajos que la abordan, y que sería interminable citar aquí.

trinal sobre este particular. Proudhon[4] es uno de los primeros autores que la doctrina toma como referencia en este debate, al extraer de su *Traité du domaine public ou de la distinction des biens* la diferenciación esencial entre dominio público y dominio privado del Estado, afirmando respecto de los bienes que integran el primero que el Estado tiene poderes de guardia y vigilancia, pero que no mantiene una auténtica posición de titular dominical (propietario en el sentido atribuido por el Código Civil a esta posición subjetiva) respecto de dichos bienes. El dominio público sería, por tanto, una potestad pública y no una relación dominical. Señala Parejo[5] que esta construcción es aceptada en su origen tanto por la doctrina administrativa como por la doctrina civilista y la primera jurisprudencia. Por otra parte, los autores pertenecientes a la Escuela del Servicio Público (Duguit, Jeze) conciben la categoría de dominio público desde la idea de servicio público - capaz de soportar toda la construcción del edificio dogmático del Derecho Administrativo - entendiendo que se trata de un patrimonio afectado a la realización de una serie de fines públicos, siendo esta vinculación a la utilidad pública el eje sobre el cual gravita la naturaleza del dominio, y considerando, por tanto, inútil la calificación como derecho de propiedad de la vinculación que se tiende entre la Administración y los bienes en concreto[6]. La Administración ostenta sólo un deber de protección con respecto al dominio público, asegurando que la afectación del mismo a un fin de utilidad pública se mantenga en toda su integridad.

Durante el siglo XIX la tesis contraria al derecho de propiedad tuvo acogida favorable en Francia y se extendió como doctrina mayoritaria entre civilistas y administrativistas en la definición del dominio público. En los albores del siglo XX se plantea el debate entre las posiciones favorables a la Escuela del Servicio Público, y la tesis del derecho de propiedad, defendida por Hauriou desde la primera edición de su *Précis* (1892). La firmeza de los argumentos de Hauriou[7] conduce a la rápida aceptación de sus criterios y al abandono de las posiciones originales:

- Uno de los principales argumentos esgrimidos en contra de la teoría de la propiedad es el que se basa en la insusceptibilidad de la apropiación privada de los bienes que conforman el dominio público. Hauriou señala que este criterio sólo es predicable respecto de categorías globales de bienes, sobre géneros completos, tales como los ríos y las costas. Sin embargo el argumento pierde su valor cuando consideramos bienes concretos o partes de los mismos (la referencia al "*metre carré*"), respecto de los cuales es perfectamente concebible la vigencia de un auténtico derecho de propiedad.

- Por otra parte, los mecanismos de protección de carácter exorbitante no responden, señala el autor, a características intrínsecas del dominio público, sino que son resultado de su afectación a un destino público, de tal suerte que el carácter inalienable, imprescriptible e inembargable no niega la presencia de una titularidad dominical, pues no es un régimen consustancial a los bienes sino derivado de la afectación.

- En línea con lo anterior, Hauriou quiso poner de manifiesto cómo las diferencias entre el régimen de los bienes de dominio público y del derecho de propiedad no son absolutas. Así, respecto del uso *(ius utendi)*, éste aparece en forma de uso directo por la Administración Pública, en forma de uso común por los administrados o de uso particular e individualizado previa la oportuna concesión. En cuanto a los frutos *(ius fruendi)*, son visibles a través de las tasas y otros mecanismos. Por último, el problema del derecho de disposición sobre los bienes *(ius disponendi)* se encuentra seriamente cuestionado por la inalienabilidad del dominio público. Sin embargo, señala Hauriou, la enajenación de los bienes de dominio público es posible mediante su previa desafectación del fin público al que se encontraban vinculados, de manera que el carácter inalienable no resulta un obstáculo insalvable para admitir el derecho de propiedad del Estado sobre estos bienes.

En definitiva, Hauriou llega a trazar una serie de criterios favorables a la titularidad dominical del Estado sobre los bienes de dominio público, afirmando que la propiedad civil no es más que un tipo específico de propiedad que no agota la complejidad de manifestación de este derecho real, razón por la

[4] La tesis de PROUDHON puede encontrarse anteriormente expuesta en la obra de PARDESSUS, quien acoge la línea de pensamiento anterior a la Revolución Francesa.

[5] Ibid p. 2394

[6] PARADA, Ramón. "Derecho Administrativo". Tomo III. Marcial Pons. p. 61. PAREJO ALFONSO, Op. Cit. p. 2395.

[7] Las tesis de HAURIOU son de obligada referencia en cualquier estudio sobre la naturaleza jurídica del dominio público, por lo que podemos encontrar síntesis de su visión en toda la bibliografía que se maneja en este trabajo (a modo de ejemplo: PAREJO ALFONSO, Op. Cit. p. 2395; PARADA. Op. Cit. p. 62). La exposición de HAURIOU la encontramos En: "*Précis de Droit Administratif et de Droit Public*" Ed. Librairie de la Societé du Recueil Sirey. París 1911, p. 685 y ss.

cual debe admitirse la existencia de un derecho de propiedad administrativa, que es precisamente el que recae sobre el demanio. La doctrina de Hauriou tuvo una excelente acogida entre la comunidad científica francesa. Sin caer en afirmaciones reduccionistas, podemos afirmar que la mayoría de autores posteriores han aceptado, con más o menos matices, la tesis de la *propieté administrative*, pudiendo traer a colación la obra de Weil[8], quien a propósito de una exposición general sobre el Derecho Administrativo, señala que "algunos aspectos de este régimen (el régimen exorbitante de protección del dominio público) refuerzan los derechos de propiedad de la Administración".

Posteriormente esta doctrina se extendió a otros países herederos intelectuales de las elaboraciones francesas, como es el caso de España, cuya doctrina científica elabora sus primeras tesis acerca de la naturaleza jurídica del dominio público basándose directamente en las fuentes que arrancan de Hauriou. Sin embargo, antes de entrar en detalle acerca de los planteamientos que acoge y desarrolla la doctrina española, debemos hacer una suscinta referencia a otra tradición jurídica que enfoca con criterios diferentes el problema de la naturaleza jurídica del dominio público: la doctrina jurídica alemana.

La originalidad de la construcción alemana se encuentra en lo que H.J. Papier denomina la teoría dualista del *status* jurídico del dominio público. Señala este autor que sólo podemos afirmar la existencia de un único tipo de derecho de propiedad, que se rige por las disposiciones del Código Civil, de tal suerte que los bienes integrantes del dominio público son objeto de un derecho de propiedad en el sentido civil del concepto. Pero, la misma realidad objetiva nos muestra otra perspectiva jurídica que viene definida por la afectación de estos bienes a un fin de utilidad pública. En virtud de esta afectación, se entiende que los bienes quedan gravados por un derecho real limitado que se materializa en una servidumbre administrativa (jurídico – pública). La presencia de este gravamen determina el reconocimiento de una serie de facultades de uso y disfrute de naturaleza administrativa, a las que se unen los correlativos deberes de conservación, también de carácter administrativo, así como el desplazamiento o contracción de las facultades jurídico – civiles que corresponde al propietario en sentido lato.

Siendo ésta la construcción dominante entre los autores alemanes, debemos destacar la importante divergencia doctrinal que representa el pensamiento de O. Mayer, sin perjuicio de que, como señala Parejo[9], el análisis último de su posición nos lleve a concluir que no se encuentra tan alejado de las tesis dominantes entre los juristas alemanes. El poderoso influjo que tiene sobre Mayer su formación en Derecho francés le lleva a adoptar una posición científica en virtud de la cual considera que el dominio público es una propiedad del Estado regida por el Derecho Público. Se trata, por tanto, de una visión patrimonialista asentada en el concepto de propiedad pública que reúne el poder de policía y la titularidad dominical sobre la cosa pública.

Tras esta exposición sintética acerca de los planteamientos originales en torno al debate sobre la naturaleza jurídica del dominio público, podemos entrar en un análisis muy somero de los pensadores españoles que han producido doctrina en esta materia. En un esfuerzo simplificador que incurre en un vicio declarado de reduccionismo[10], podemos alinear las tesis en torno al problema que nos ocupa en dos grandes bloques: aquellas formulaciones construidas sobre la consideración de los bienes de dominio público como bienes objeto de un derecho de propiedad; y aquellas tesis que rechazan la construcción anterior y proponen otras fórmulas para explicar qué debe entenderse por dominio público.

Entre los autores que han sustentado sus tesis sobre el derecho de propiedad podemos ver al trasluz la influencia poderosa de la corriente doctrinal francesa, especialmente, de la tesis de Hauriou. Precisamente en abierta evidencia con lo anterior, el punto de referencia inicial en esta materia es la obra de Fernández de Velazco[11], quien defiende la aplicación en nuestro sistema de las tesis de Hariou.

Especial trascendencia tendrá la obra de Manuel Ballbé[12], quien escribe un primer trabajo acerca del

[8] WEIL, Prosper. "Derecho Administrativo". Madrid, Civitas, 1986, p. 98.

[9] Ibid, p. 2398

[10] Ciertamente el objeto de este trabajo es trazar un panorama general sobre las cuestiones más significativas en torno a la figura del dominio público. Por este motivo tiendo a simplificar la exposición de cuestiones que sobrepasan las pretensiones de un trabajo como el presente. No obstante, se puede estudiar cada una de las corrientes jurídicas y autores mencionados acudiendo a las referencias bibliográficas incluidas en el texto.

[11] FERNÁNDEZ DE VELASCO. "Naturaleza del dominio público según HAURIOU. Aplicación de su doctrina a la legislación española". Revista de Derecho Privado. 94 – 95. 1921 p. 230 y ss.

[12] En particular: BALLBÉ PRUNES, Manuel. "Concepto de dominio público" RJC, 1945-5. p. 25 y ss; y también "Dominio Público". NEJ VII, 1955 p.772 y ss. En cualquier caso, su tesis acerca de la naturaleza jurídica del dominio público la presenta En: "Las reservas dominiales (Principios)" RAP 4, 1951. p.76 y ss.

dominio público en 1945, sin hacer manifestación alguna que permita identificarle con la tesis favorable al derecho de propiedad, desplazando para un momento posterior la reflexión acerca de la naturaleza jurídica del dominio público. Este mismo trabajo se publica nuevamente en 1955, sin que contenga manifestaciones expresas en torno a este tema. Sin embargo, un trabajo acerca de las reservas dominiales, publicado en el íter temporal que transcurre entre los dos anteriores, concretamente, en 1951, contiene la posición clara y rotunda de este autor a favor de la consideración del derecho de propiedad del Estado sobre los bienes integrantes del dominio público. En su exposición, Ballbé defiende la idea de un derecho de propiedad válido, como categoría superior del ordenamiento jurídico, tanto para el derecho público como para el derecho privado, en el cual tiene sus raíces originarias. Esta misma idea está presente en la reflexión de S. Martín – Retortillo[13], cuando señala: "...en relación con el dominio público: que constituya una verdadera propiedad parece evidente (...) Hay una unidad inequívoca entre el dominio público y el privado (...)", afirmaciones que conducirán a este autor a formular la "sola e idéntica unidad lógica" de determinados conceptos (supraconceptos) afines tanto al Derecho Privado como al Público, precisamente por ser conceptos universales pertenecientes a la ciencia del Derecho y, en cuanto tales, integrados en un patrimonio científico único y común a todas las disciplinas jurídicas. Entre estos supraconceptos (los *Oberbegriff* de los que habla la doctrina alemana) se encuentra el derecho de propiedad.

Pero, volviendo a Ballbé, podemos afirmar que su trascendencia posterior es innegable, pues de sus elaboraciones se han servido gran cantidad de autores que se han identificado con este debate doctrinal. Las conclusiones del autor acerca de la naturaleza jurídica del dominio público lo llevan a extraer conclusiones coherentes en relación con las reservas dominiales[14], pues si la Administración Pública ostenta un auténtico derecho de propiedad sobre los bienes de dominio público, la reserva dominial será una simple facultad integrada en el poder de goce que corresponde a la posición subjetiva de propietario. Por ello, la reserva dominial no será un acto constitutivo de los derechos de aprovechamiento de la Administración, sino declarativo de sus potestades dominicales.

Estas posiciones doctrinales formuladas originalmente por Ballbé, tendrán acogida en la mayor parte de los autores españoles durante la década de los cincuenta y los sesenta[15], de forma que inicialmente podemos hablar de la extensión de la tesis del derecho de propiedad pública como tesis dominante en nuestra doctrina científica. Entre los autores que han desarrollado posiciones favorables a considerar la existencia de un derecho de propiedad del Estado sobre los bienes de dominio público, destacamos los planteamientos de García de Enterría[16], T-R Fernández Rodríguez[17], Clavero Arévalo[18], Guaita[19], Sainz Moreno[20], Garrido Falla[21], S. Martín Retortillo[22], González Pérez[23], Mendoza Oliván[24], entre otros autores[25].

Los profesores García de Enterría y Fernández Rodríguez afirman, así, que bajo la denominación "dominio público" se comprenden unos "tipos de bienes de propiedad de la Administración que se afectan a servir de soporte físico de una determinada función pública propia de la Administración propietaria...".

---

[13] MARTÍN-RETORTILLO BÁQUER, Sebastián. "El Derecho civil en la génesis del Derecho Administrativo y de sus instituciones". Madrid. Civitas, 1996, p. 52 y ss. No obstante, la publicación original de las tesis del autor que ahora nos ocupan data de 1960.

[14] El análisis de estas conclusiones se expone en la obra de BARCELONA LLOP, Javier. "La utilización del dominio público por la Administración: Las Reservas Dominiales" Ed. Aranzadi, 1996, p. 82 y ss.

[15] BARCELONA LLOP, Op. Cit. p. 129 – 130. PAREJO ALFONSO, Op. Cit. p. 2398

[16] Su posición puede extraerse de muchas de sus obras en las que hace referencia a este particular. Entre éstas, destacamos: "Dos estudios sobre la usucapión en Derecho administrativo". Madrid, Tecnos 1974. p. 79 y ss., así como su Tratado de Derecho administrativo con el Dr. FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ: GARCÍA DE ENTERRÍA, Eduardo y FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, Tomás Ramón. "Curso de Derecho Administrativo. (Volumen II)". Madrid, Civitas p. 150

[17] GARCÍA DE ENTERRÍA, Eduardo y FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, Tomás Ramón. "Curso de Derecho Administrativo. (Volumen II)". Madrid, Civitas.

[18] CLAVERO ARÉVALO, M.F. "La inalienabilidad del dominio público" En: Estudios de Derecho Administrativo. Civitas – Igo, 1992. p. 392 y ss.

[19] GUAITA MARTORELL, A. "*Le domaine public en Espagne.*" RISA 22 (1956), p. 131 y ss.

[20] SAINZ MORENO, F. "El artículo 132 de la Constitución Española" En: "Comentarios a la Constitución Española", de ALZAGA. p. 135 – 138.

[21] GARRIDO FALLA, F. "Tratado de Derecho administrativo". Madrid. TECNOS. p. 357

[22] MARTÍN-RETORTILLO BÁQUER, Sebastián. "El Derecho civil en la génesis del Derecho Administrativo y de sus instituciones." Madrid. Civitas, 1996. p. 52 y ss.

[23] GONZÁLEZ PÉREZ, J. "Los derechos reales administrativos". RCDI 1957.

[24] MENDOZA OLIVÁN, V. "El deslinde de los bienes de la Administración". Ed. Tecnos (1968) p. 68-69.

[25] Quisiera insistir en que no pretendo ser exhaustivo en mi exposición, por lo que la relación de autores presentada no es completa, sino que se restringe a algunos de los trabajos más representativos y conocidos, sin perjuicio de muchas otras opiniones doctrinales vertidas en la materia.

De acuerdo con las afirmaciones anteriores, podemos entender que la defensa de una naturaleza jurídica que no tenga su fundamento en el derecho de propiedad ha sido excepcional entre los autores, hasta las últimas décadas del siglo XX que permiten hablar ya de "una brecha muy seria"[26] en los postulados dominicales. En este sentido, las primeras elaboraciones que se separaban de la doctrina mayoritaria fueron las de Villar Palasí, y también Parejo Gamir y Rodríguez Oliver.

En cuanto a la posición del primero de estos autores[27], afirma Villar Palasí que la tesis del dominio público como derecho de propiedad ha conducido al oscurecimiento de la verdadera justificación de esta institución. La naturaleza jurídica del dominio público debe explicarse desde la consideración del mismo como un "título causal de intervención".

Por lo que se refiere a Parejo Gamir y Rodríguez Oliver[28], su exposición en contra de la teoría dominical es clara y rotunda, fundándose en la diferencia entre el concepto de "cosa" en sentido civil y en sentido administrativo, argumento que se encuentra también en la base de la postura de Parejo Alfonso[29]. Según los autores, las cosas en Derecho administrativo "existen por su sentido funcional, tan alejado del Derecho Privado y al interés del "propietario administrativo", que nada tienen que ver con él"[30]. En definitiva, el dominio público constituye "un soporte jurídico de potestades: un título jurídico de intervención que lo que permite es que la Administración titular esté en posición jurídica hábil para disciplinar las conductas de quienes utilicen las cosas calificadas como públicas, ordenándolas de acuerdo con las exigencias de los intereses generales". "El dominio público – continúan señalando – no interesa como propiedad, sino como justificación para que la Ley atribuya determinadas facultades y para que el Derecho Privado no llegue a absorberlo".

Posteriormente han sido cada vez más los autores que han construido sus aportaciones sobre la naturaleza jurídica del dominio público alejados de la base dominical: Parejo Alfonso, De La Cuétara[31], Gallego Anabitarte[32], Menéndez Rexach[33], García Pérez[34], entre otros autores.

El trabajo de Parejo Alfonso[35] arroja luz sobre el objeto de este debate con una aportación bien fundamentada, trazada sobre las huellas de la obra de T. Maunz[36], según la cual el dominio público se define en el campo de las realidades jurídicas no como objeto del derecho (concepción propia de las teorías dominicales), tampoco como sujeto de derecho, sino como relación jurídica: "La cosa pública surge sólo desligada de tales elementos – en referencia a los elementos físicos o extrajurídicos – como una realidad jurídica distinta, cuyo núcleo jurídico radica en la relación de su titular con el ordenamiento jurídico; es, pues, una específica relación jurídica"[37]. La definición de cosa pública culmina de forma coherente la arquitectura dogmática de Parejo: "la cosa pública consiste en la relación jurídica en sentido estricto que nace en el momento en que la Administración se autovincula por acto propio a la creación y el mantenimiento de una determinada prestación, en aplicación del ordenamiento jurídico que lo prevé y regula así. Lo primario en la cosa pública es, en efecto, el deber jurídico que para la Administración competente surge del referido acto, pues la relación jurídica determinada por dicho deber es, cabalmente, la cosa pública"[38].

Hasta este momento hemos realizado un recorrido de "alta velocidad" por el pensamiento jurídico, a propósito de la naturaleza jurídica del dominio público, punto de partida obligado para nuestras reflexiones. En todo caso, corresponde ahora dar un paso más y abordar un triple razonamiento: Por una parte, ¿cuál es la posición que ha mantenido hasta el momento la jurisprudencia? En segundo lugar, aunque íntima-

[26] BARCELONA LLOP, Op. Cit. p. 130.
[27] Las tesis de VILLAR PALASÍ pueden encontrarse en sus "Apuntes de Derecho administrativo (Tomo X)" Ed. Facultad de Derecho de la Universidad Complutense de Madrid. Igualmente, desde una perspectiva histórica se analiza la naturaleza jurídica del dominio público En: "La intervención administrativa en la industria". Instituto de Estudios Políticos. (1964).
[28] PAREJO GAMIR, R. y RODRÍGUEZ OLIVER, J.M. "Lecciones de dominio público". ICAI (1975).
[29] Ibid.
[30] Ibid 8.
[31] DE LA CUÉTARA, J.M. "El nuevo régimen jurídico de las aguas subterráneas". Madrid, Tecnos (1989) p. 67-69.
[32] GALLEGO ANABITARTE, A. "Concepto de dominio público hidráulico. El concepto de dominio público y la STC de 29 de noviembre de 1988. en SALVADOR, A. Ley de Aguas. Análisis de Jurisprudencia Constitucional. MAP, 1990.
[33] MENÉNDEZ REXACH, A. "La configuración del dominio público marítimo – terrestre. En: Ley de Costas. Legislación y Jurisprudencia Constitucional". Xunta de Galicia-EGAP-MOPT, 1992. p. 39.
[34] GARCÍA PÉREZ, M. "La utilización del dominio público marítimo – terrestre". Marcial Pons, 1995, p. 16 y ss.
[35] PAREJO ALFONSO. Op Cit.
[36] MAUNZ, T. "*Hauptprobleme des öffentlichen Sachentrets. Eine Studie zur Methodik und Dogmatik des Deutschen Verwaltungsrechts*", J. SCHWEITZER VERLAG. MÜNCHEN, 1933.
[37] Ibid. p. 2407
[38] Ibid. p. 2409

mente ligado a lo anterior, ¿hasta qué punto es relevante la configuración de la naturaleza jurídica del dominio público? Por último, ¿qué construcción se adapta mejor al devenir legislativo y extrajurídico en relación con el dominio público? La reflexión nos abrirá las puertas a la segunda parte de este trabajo, que se fija específicamente en la problemática propia del Derecho peruano.

a. El tratamiento jurisprudencial de la naturaleza jurídica del dominio público

Para abordar las posiciones jurisprudenciales en torno al tema que nos ocupa, debemos comenzar necesariamente por distinguir la jurisprudencia del Tribunal Supremo frente a la recaída en el Tribunal Constitucional.

- Las sentencias del Tribunal Supremo han acogido en numerosas ocasiones el criterio del derecho de propiedad sobre los bienes de dominio público. Prueba de ello lo constituyen las STS de 17 de marzo de 1980, 3 de diciembre de 1982 y 25 de enero de 1984, que traen su inspiración de las tesis emanadas del Consejo de Estado, en sus Dictámenes del 10 de mayo de 1952 y 14 de febrero de 1957. Según la primera de las sentencias citadas[39], "el dominio público, cualquiera que pueda ser la configuración teórica, está concebido en nuestro Derecho positivo, no como una relación de poder, sino como una relación de propiedad, según los artículos 338 y 339 del Código Civil establecen". En cuanto a la STS de 25 de enero de 1984, la tesis recogida es la misma, sólo que esta vez en relación con las concesiones otorgadas sobre el dominio público. Señala la Sentencia: "...el dominio público está concebido en nuestro derecho positivo, no como una relación de poder, sino como una relación de propiedad, por lo que la concesión no hace más que atribuir al particular beneficiario el uso exclusivo de terrenos en dicha zona, conservando la titularidad dominical el Estado, pero así como al propietario no le es suficiente la facultad de construir inherente a su derecho de propiedad, y para ejercitarla necesita la licencia municipal de obras, también el concesionario necesita tal licencia". La jurisprudencia posterior ha reiterado esta doctrina (STS del 21 de enero de 1987 y STS del 19 de julio de 1989). Sin embargo, no podemos dejar de destacar que recientes sentencias del Tribunal Supremo han eludido pronunciarse sobre este particular, y cuando se refieren a la naturaleza jurídica del dominio público se limitan a señalar la protección que al mismo le confiere el artículo 132 de la Constitución española: inalienable, imprescriptible e inembargable. Tal es el caso, por ejemplo, de la STS del 26 de abril de 1994 o la más reciente STS del 5 de mayo de 1998. En línea con una concepción teleológica del dominio público, en la que no prima el elemento dominical sino la finalidad pública a la que están destinados los concretos bienes dominiales, la STS del 19 de julio de 1996 señala, a propósito de la cláusula de precariedad, que ésta "ha de considerarse relacionada con el elemento causal y encaminada a preservar la finalidad del dominio público frente a una utilización anormal o especial del mismo que, además, no excluye siempre el reconocimiento de la oportuna indemnización, cuando sobre su base se procede a la revocación de la autorización por motivos de oportunidad conectados con el interés público específico a que sirve el dominio público".

- La jurisprudencia del Tribunal Constitucional, sin embargo, ha mantenido, desde sus primeros pronunciamientos en relación con el dominio público, una posición alejada de las tesis dominiales, lo cual ha tenido buena parte de responsabilidad en el abandono progresivo de estas posturas, tal como hemos señalado en la precedente exposición del panorama doctrinal. La postura del Tribunal Constitucional se encuentra formulada en la célebre STC del 29 de noviembre de 1988, a propósito del cuestionamiento de la constitucionalidad de la Ley de Aguas. Con ocasión de este pronunciamiento, el Tribunal pone de manifiesto que la relación de dominio público no entraña relación de propiedad, sino que supone "una técnica dirigida primordialmente a excluir el bien afectado del tráfico jurídico privado, protegiéndolo de esa exclusión mediante una serie de reglas exorbitantes de las que son comunes en dicho tráfico *iure privato*". En relación con esta forma de considerar el dominio público y la posición de la Administración Pública respecto del mismo, ha señalado Barcelona que la perspectiva adoptada por el Tribunal Constitucional es consecuente con una visión de la Administración ligada a la idea de prestación de un servicio objetivo al interés general, de forma que la funcionalidad de esta institución prevalece sobre el debate en torno a la presencia o ausencia de derecho de propiedad. "Es la satisfacción del interés general al que sirven

[39] Recoge la formulación del Decreto de conflictos de 8 de noviembre de 1962.

las Administraciones Públicas donde hay que poner el énfasis constitucional del dominio público"[40]. De este modo, resulta más evidente el encuadre del dominio público dentro de las coordenadas que definen la posición jurídica de la Administración en la actualidad, coordenadas que han evolucionado desde el nacimiento de la Administración contemporánea hasta nuestros días y que, necesariamente, deben imprimir carácter en todas las instituciones que abarca el Derecho Administrativo.

b. Relevancia práctica del debate en torno a la naturaleza jurídica del dominio público

En línea con las reflexiones anteriores surgidas a la luz de los pronunciamientos del Tribunal Constitucional, podemos plantearnos hasta qué punto el debate que estamos analizando tiene importancia sustancial en la práctica. En este sentido, considera Barcelona[41] que "cualquiera que sea la posición que se adopte en torno a la naturaleza jurídica del dominio público, tal extremo es constitucionalmente hablando[42] de segundo orden. En España para perfilar la dimensión constitucional del dominio público carece de importancia que el mismo responda o no a una relación de propiedad". Esta afirmación explica por qué el Tribunal Supremo y el propio Tribunal Constitucional se limitan en muchas ocasiones a confirmar la protección que el artículo 132 de la Constitución española atribuye a los bienes de dominio público ("inalienabilidad, imprescriptibilidad e inembargabilidad"), eludiendo los pronunciamientos relativos a la presencia o no de un derecho de propiedad del Estado sobre dichos bienes. La razón, en última instancia, reside en que la protección garantizada por la Constitución es de por sí suficiente y no exige una reconducción de las cuestiones hacia el derecho de propiedad; al contrario, existe un régimen jurídico propio y autónomo de los bienes demaniales. En cualquier caso, creo conveniente poner de relieve las siguientes apreciaciones en relación con este particular:

- Por una parte, el autor citado parece insistir en restringir el alcance de sus conclusiones al ámbito constitucional, de lo cual se extrae que el debate puede no ser de primer orden desde esta perspectiva, pero sí lo es desde el enfoque propio del Derecho Administrativo. Esto es así porque, como ya hemos adelantado, la Administración Pública tiene una configuración esencialmente basada en su vinculación a la satisfacción del interés general, de tal manera que la proyección de toda su actividad, la investidura de privilegios y el régimen jurídico de las instituciones derivadas de su actuación en el tráfico jurídico (tal es el caso del dominio público) deben registrarse desde este perfil de la Administración Pública. En consecuencia, una concepción que sitúa la naturaleza jurídica del dominio público en un especial derecho de propiedad de la Administración sobre los bienes objeto del mismo parece encajar con mayor aspereza en esta configuración de la Administración, frente a las tesis sustentadas en el elemento teleológico o finalista, que ponen el acento en el desarrollo de acciones orientadas a dicho interés público. Es decir, parece más acorde con el concepto actual de Administración Pública (en el que los vestigios de inmunidad son objeto de reiterada confrontación y prima la defensa del servicio objetivo a los intereses generales como justificación de la propia existencia de la Administración) una tesis como la de Parejo, que ponga el acento en la virtualidad funcional del dominio público, frente a aquellas teorías que acogen la visión dominical, pues en la misma persiste un vestigio de concepto señorial del poder, derivado de la propia noción de propietario. Es evidente, no obstante, que las tesis dominicales no niegan la dimensión mencionada y en ningún caso podríamos decir que pretenden imponer otro concepto de Administración Pública. Simplemente consideramos que se ajusta con menos fricciones un planteamiento que prescinda de la figura del propietario y se cimiente exclusivamente sobre las particularidades propias y específicas de la Administración y su Derecho. En esta línea se encuadran las reflexiones de Parejo[43], en una cita algo extensa pero expresiva de las ideas anteriores: "la Administración del Estado y los poderes públicos administrativos inferiores pueden ser definidos, ya no – como en la construcción tradicional y aún dominante – desde la idea de poder, en concreto de poder sobre las cosas (estas últimas en sentido jurídico – civil), y, por tanto, de señorío (en sentido jurídico - privado y público), sino más bien desde la de deber, en concreto de deber u obligación de creación y mantenimiento de cosas públicas y, consecuentemente, como (las Administraciones) sujetos obligados...". La misma idea

[40] Ibid. p. 136
[41] Ibid. p. 132
[42] En cursiva en el original
[43] Ibid. p. 2408

se extrae de la obra de Parejo Gamir y Rodríguez Oliver[44]: "lo relevante de la utilización del demanio es la satisfacción del interés general, objetivo para el que la Administración es un instrumento y cuyas exigencias, establecidas por las normas, son la razón determinante del régimen de aprovechamiento". Nada más expresivo que considerar a la Administración Pública como "instrumento" para la satisfacción del interés general. En esencia, el debate sobre la naturaleza jurídica del dominio público puede cruzarse con uno de mayor calado y trascendencia: ¿Qué tipo de Administración Pública?

- Estas reflexiones se localizan en un contexto jurídico en el que se conoce con aceptable precisión el elenco de bienes que integran el dominio público, los procedimientos para que determinados bienes pasen a formar parte de dicha categoría o dejen de serlo, un contexto en el que las normas que establecen el régimen jurídico de los bienes dominiales son esencialmente claras. Por tanto, la contundencia de los argumentos será mayor si nos situamos frente a un ordenamiento jurídico administrativo que no define claramente qué debe entenderse por dominio público ni cuáles son las prerrogativas inherentes a esta institución, llegando a cuestionarse en el debate la posibilidad de embargar bienes públicos. Efectivamente, como veremos en detalle en la segunda parte, la regulación establecida por el Derecho Peruano adolece de una serie de carencias que están siendo afrontadas pero que todavía tienen frente a sí un largo camino por recorrer hasta lograr una sistematización del Derecho de Bienes Públicos (el propio Derecho Administrativo en el Perú está viviendo una etapa de extraordinario despegue que acoge la regulación legislativa y el tratamiento doctrinal del dominio público en el seno de multitud de temas que están siendo revisados). En este marco, la visión del dominio público como institución inscrita en un concepto de Administración Pública actual y renovado, parece adecuarse mejor al esfuerzo edificador del Derecho Administrativo peruano.

c. Dinámica, progreso y dominio público

La última reflexión, antes de abordar específicamente el tratamiento jurídico del dominio público en el ordenamiento jurídico peruano, se refiere a la adecuación de estas reflexiones a una tendencia constante de progreso tecnológico y social que necesariamente debe influir en el régimen jurídico, y a consideraciones en relación con esta institución. Es decir, la propia dinámica social y el avance tecnológico no pueden dejar de lado nuestra visión acerca del dominio público, pues necesariamente influyen en la concepción que adoptemos:

- La dinámica social hace que la realización práctica del interés general evolucione con el tiempo, es decir, llena de contenido en cada momento la cláusula del interés general. En este sentido, podemos decir que la actuación administrativa tiende a fines diferentes en épocas diferentes, e, igualmente, se vale de medios diferentes en cada momento histórico.

- El progreso tecnológico hace que se consideren recursos productivos aprovechables, fuentes de riqueza o entidades integradoras de valor, ciertas realidades extrajurídicas (cosas en sentido físico) que en épocas anteriores no tenían relevancia para el Derecho o, simplemente, no se conocían.

Un ejemplo claro de lo anterior lo encontramos en los bloques de numeración a efectos de marcación telefónica. ¿Podría pensarse que los números naturales son un recurso finito? Semejante aberración se llena de sentido cuando consideramos la disposición numérica a efectos de integrar bloques de marcación, que pueden tener enormes ventajas económicas. Pues bien, esta circunstancia ha llevado a determinados autores[45] a afirmar que "realmente habría que considerar a la numeración como un recurso escaso (porque es un recurso finito), como un bien demanial". Podemos ver así que determinadas coordenadas sociales y tecnológicas confluyen para que se pueda llegar a reclamar la adscripción al dominio público de una realidad tan intangible como los bloques numéricos.

Otro ejemplo que ya está incorporado al Ordenamiento Jurídico Español lo constituye el llamado "dominio público radioeléctrico". A tenor del artículo 7 de la Ley 31/1987 del 18 de diciembre, de Ordenación de las Telecomunicaciones, "corresponde al Estado la gestión, con sus facultades inherentes de administración y control, del dominio público radioeléctrico...". La particularidad de esta declaración del espectro radioeléctrico como bien de dominio públi-

[44] Ibid. p. 6

[45] SALGADO, E. "Las telecomunicaciones en España ante la sociedad de la información". En: Telecomunicaciones "Situación", número 2, 1995. Ed. Servicio de Estudios del BBV, p. 64. La autora era en aquel momento Secretaria General de Comunicaciones.

co reside en que la LOT no define qué debe entenderse en concreto como dominio público radioeléctrico, rompiendo así el esquema de otras leyes relativas al dominio público, tales como la Ley de Aguas o la Ley de Costas, que comienzan por aclarar lo que en concreto entiende el legislador por dominio público hidráulico, marítimo, etc. Esta falta de definición ha llevado a diversos planteamientos doctrinales[46]; desde Chinchilla[47], quien considera que el objeto demanializado es la energía electromagnética, a otros autores como García de Enterría[48], que discuten el acierto del propio carácter dominial del espacio radioeléctrico. En cualquier caso, nuestro interés no recae específicamente sobre lo que deba entenderse acerca del dominio público radioeléctrico, sino que pretendemos llamar la atención acerca de la consideración demanial de una realidad que tiene una naturaleza intangible e inapropiable, pero que cumple con determinadas funciones relacionadas con la satisfacción del interés general, lo cual conlleva su calificación por el legislador como bien de dominio público. El aspecto que debemos extraer de esta reflexión es la progresiva desmaterialización[49] de que está siendo objeto el concepto de dominio público. Consecuentemente, se confirma que el dominio público debe ser entendido como aposento de dinámica jurídica y no tanto como una categoría derivada del derecho de propiedad que recaiga sobre entidades físicas y extrajurídicas (estáticas). La institución del dominio público debe adaptarse sin fisuras a la evolución de la realidad social y tecnológica, así como al concepto de Administración Pública que contemplamos a finales del siglo XX, configurándolo como la "matriz institucional para la gestión no ya de bienes, sino de derechos de uso de recursos, es decir, de mecanismo jurídico para la extracción de utilidades económicas de aspectos de cualquier realidad, física o puramente intelectiva"[50], en última instancia, como una relación jurídica en los términos expuestos por Parejo Alfonso. En definitiva, se trata de la sede en la cual el Derecho Administrativo hace descansar los medios económicos susceptibles de desplegar su eficacia en la dirección permanente del interés público, sede jurídica en continua tensión derivada del pulso permanente de los intereses sociales, económicos y jurídicos, así como de las posibilidades que abre el progreso tecnológico, a las cuales no puede ser ajeno el Derecho. Sede jurídica, en última instancia, cuyo interés es instrumental por estar vinculado al las concretas líneas de definición del interés general (que es realmente el que debe concentrar nuestra atención) y que prescinde de un definición ontológica – los bienes "no nacen" de dominio público – sin perjuicio de que el régimen exorbitante que engalana la institución sea objeto de interés por situar, una vez más, a la Administración Pública en una posición de privilegio con respecto al resto de actores del tráfico jurídico.

II. LA CONFIGURACIÓN DEL DOMINIO PÚBLICO EN EL PERÚ

Entramos ahora en el análisis del estado de la cuestión en el Derecho Público peruano, entendiendo que toda la reflexión recaída hasta ahora sobre la naturaleza jurídica del dominio público acompaña e inspira las líneas críticas siguientes.

En relación con el concepto constitucional de dominio público, señala el artículo 73 de la vigente Constitución Política del Perú:

"Los bienes de dominio público son inalienables e imprescriptibles. Los bienes de uso público pueden ser concedidos a particulares conforme a ley para su aprovechamiento económico".

Respecto del texto constitucional y su posterior desarrollo nos asaltan dos cuestiones fundamentales que podemos formular del siguiente modo:

- ¿Qué entiende el legislador peruano por dominio público? Es decir, ¿qué tesis acerca de la naturaleza jurídica del dominio público puede entenderse presente en el Derecho peruano?

- ¿Cuál es el conjunto de bienes que se consideran de dominio público? Más aún, ¿cuál es el mecanismo de ingreso en esta categoría y, en su caso, de abandono de la misma por bienes concretos?

Respecto de la primera de estas cuestiones, es precisamente ella la que nos enlaza con toda la reflexión anterior, pues nos preguntamos qué debe entenderse por dominio público a los ojos del jurista peruano. En este sentido la Constitución de 1993 no recoge el concepto de dominio público, del mismo modo que no lo hace la Constitución española o la Constitución mexicana. La Carta de 1993 se limita a señalar dos

[46] Consultar al respecto el trabajo de FERNANDO PABLO, M. "Sobre el dominio público radioeléctrico: espejismo y realidad". RAP 143, mayo – agosto 1997.
[47] CHINCHILLA MARÍN, C. "La radiotelevisión como servicio público esencial". Madrid, Tecnos, 1988. p. 113 y ss.
[48] GARCÍA DE ENTERRÍA, E. "La ejecución autonómica de la legislación del Estado". Madrid, Civitas,1984. p. 125.
[49] FERNANDO PABLO. Op. Cit. p.127.
[50] Ibid.

cualidades relativas a la protección exorbitante del demanio: inalienabilidad e imprescriptibilidad (no se hace referencia a la inembargabilidad). Por tanto, debemos remitirnos a la legislación de desarrollo de las diversas categorías de bienes integrantes del dominio público[51], entre las cuales destacamos (entre otras):

- La Ley General de Aguas (Decreto Ley 17752) señala en su artículo 1:

  "Las aguas, sin excepción alguna, son de propiedad del Estado, y su dominio es inalienable e imprescriptible...".

- La Ley de Promoción de las Inversiones en el Sector Agrario (Decreto Legislativo 653) señala en su artículo 23:

  "La propiedad de las tierras eriazas, sin excepción, corresponde al Estado...".

- La Ley sobre Patrimonio Cultural de la Nación (reformada por Ley 24193) señala:

  "Son bienes propiedad del Estado los inmuebles culturales pre-hispánicos de carácter arqueológico, descubiertos o por descubrir...".

- En cuanto a los terrenos ribereños, señala la Ley 26306:

  "Reconózcase la propiedad de los terrenos en el corredor ribereño, denominado Costa Verde, a los Municipios Distritales de Chorrillos, Barranco, Miraflores, San Isidro, Magdalena del Mar y San Miguel...".

En definitiva, como podemos ver en los textos señalados, el legislador peruano identifica perfectamente dominio público con propiedad estatal o municipal dado que, a pesar del tenor literal de la Constitución, las leyes no se refieren a la categoría de dominio público sino que aluden en su mayoría directamente al derecho de propiedad, sin especificar, por otra parte, en qué rasgos ese derecho público de propiedad es diferente de la propiedad privada que regula el Código Civil. Como excepción, encontramos leyes que se refieren a los bienes demaniales como "bienes de uso público", tal es el caso de la Ley de Playas (Ley 26856) en su artículo 1.

Al respecto tenemos que señalar que el legislador peruano ha optado por identificar dominio público con derecho de propiedad, cuestión que, tal como lo resalta la reflexión de las páginas anteriores, no es clara ni en la doctrina internacional ni tampoco en la jurisprudencia. Por esta razón, considero que existe un cuestionable vacío conceptual en el Derecho Público peruano, pues la identificación de la naturaleza jurídica del dominio público no deja lugar al debate en la interpretación del mismo: necesariamente debemos entender que el dominio público es equivalente a la propiedad estatal si queremos llenar de contenido el artículo 73 de la Constitución peruana, pues, si no, ¿a qué dominio público se refiere el citado precepto? En este sentido, considero que la grandeza del texto constitucional no depende sólo de la propia Carta Magna, sino también, y de manera prioritaria, del encaje perfecto de la Norma Fundamental con el resto del ordenamiento jurídico, de forma tal que el engranaje legislativo se cierre perfectamente en las mismas categorías. Por esta razón, encuentro frágil la inferencia que la legislación nos obliga a realizar entre los bienes que declara como propiedad del Estado y el amparo que éstos reciben en el artículo 73 de la Constitución. Para conectar ambos bloques legislativos debemos aceptar necesariamente que la naturaleza jurídica del dominio público es identificable con un particular derecho de propiedad del Estado o de los Municipios, y que esta identificación, insistimos, no está exenta de serios cuestionamientos, como espero haber puesto de relieve en las páginas precedentes.

La situación deseable sería, a mi juicio, que las normas legales que desarrollan el régimen jurídico del dominio público se refiriesen al mismo como tal (dominio público), en línea con lo que establece el artículo 73 de la Constitución, de forma que el silogismo jurídico tendría un peso lógico rotundo e incontestable: si las leyes que se refieren a los bienes demaniales predicasen, por ejemplo, que "Las aguas, sin excepción alguna, son bienes de dominio público..." nada se interpondría en relacionar esta categoría de bienes con la institución del dominio público a la que se refiere la Constitución. La cuestión relativa a si estos bienes integran o no un peculiar derecho de propiedad del Estado quedaría entonces en manos de las elaboraciones de la doctrina científica y los pronunciamientos jurisprudenciales, ya que debemos aceptar que este extremo no tiene una única solución y,

[51] Para el desarrollo de esta cuestión se ha tomado como referencia la obra de JIMÉNEZ MURILLO, Roberto. "La propiedad estatal y la de los gobiernos locales: algunas diferencias, algunas semejanzas" Publicado en Boletín Informativo de la Propiedad Estatal, número 3 (julio – septiembre 1997) Superintendencia de Bienes Nacionales. Lima, p. 9 y ss.

sobre todo, que está sujeto a la evolución dogmática del Derecho Administrativo y sus instituciones a lo largo del tiempo[52]. De este modo, el legislador eludiría pronunciarse acerca de este particular sin que ello supusiese merma de las potestades exorbitantes que recaen sobre los bienes de dominio público, pues éstas están suficientemente garantizadas por la Constitución y el resto del ordenamiento jurídico. La cuestión central radica en dónde poner el acento a la hora de definir el dominio público: si en las potestades dominicales o en la orientación vinculante y prioritaria de la Administración y sus medios a la satisfacción del interés general.

Otra opción, a mi entender inadecuada, sería que la propia Constitución estableciese que los bienes de dominio público son propiedad del Estado, de forma tal que se salvase la lógica interna del ordenamiento. Si bien ya he señalado que este extremo me parece demasiado frágil como para otorgarle rango constitucional, podemos, por ejemplo, señalar que la Constitución mexicana ha optado por esta definición constitucional aunque de manera indirecta y en sentido inverso al que se infiere del ordenamiento jurídico peruano: el artículo 130 de la Carta Magna de México señala como bienes de dominio privado (esto es, aquéllos que no son de dominio público) "los que le pertenecen (al Estado o al Municipio) en propiedad..." Puede inferirse, *contrario sensu*, que los bienes de dominio público son precisamente tales que no pertenecen "en propiedad" sino bajo otro título jurídico (que, por otra parte, no se explica más allá de su denominación como dominio público).

En cualquier caso, queda patente que la armonía del Derecho Público peruano en este tema depende de un hilo invisible de conexión entre la propiedad y el dominio público. Esta situación debería ser examinada a la luz de los impulsos de reforma de los que está siendo objeto el Derecho Administrativo en el Perú, esfuerzos que merecen todos los elogios hacia una comunidad científica embarcada en la digna tarea de sacar adelante un Derecho Administrativo propio y autónomo, con todas las implicaciones que esto tiene, más allá del mundo jurídico, en la vida de los ciudadanos.

La segunda cuestión que nos planteamos es el mecanismo por virtud del cual los bienes concretos pasan a integrar la categoría de los demaniales, esto es, el mecanismo de la afectación. En este sentido, llama la atención que la propia Constitución calle con respecto a dicho procedimiento y no aluda tampoco a categorías de bienes que por fuerza constitucional forman parte del dominio público. En este sentido, la Constitución española establece, en el mismo artículo 132, apartado segundo, que:

"Son bienes de dominio público estatal los que determina la ley y, en todo caso, la zona marítimo – terrestre, las playas, el mar territorial y los recursos naturales de la zona económica y la plataforma continental".

De esta forma queda claro que determinados bienes son dominales por imperativo constitucional, mientras otros lo serán de acuerdo con el mecanismo de adscripción o afectación que tenga previsto el ordenamiento jurídico.

La Constitución mexicana realiza también una enumeración de bienes de dominio público en su artículo 129, aunque no exhaustiva pues remite a otra categoría jurídica: "bienes de uso común". La Constitución de Panamá, sin embargo, en su artículo 254 lleva a cabo una enumeración extensa de los bienes de uso público, de los cuales predica que "pertenecen al Estado".

En cualquier caso, lo que pretendemos poner de relieve es la ausencia de una previsión constitucional que haga referencia a la técnica en virtud de la cual se inscriben los bienes concretos en el dominio público, aunque esta mención se limite a señalar que son las leyes ordinarias las que llevan a cabo esta adscripción al dominio. Lo que a todas luces queda descartado es que ciertas categorías de bienes, lo que se denomina dominio público natural, sean por su propia naturaleza bienes de dominio público, es decir, con fundamento ontológico y no jurídico. Como señalan a este respecto Parejo Gamir y Rodríguez Oliver[53], el origen de esta contraposición (dominio público natural frente a dominio público artificial) es fundamentalmente histórico, si bien en la actualidad la distinción tiene necesariamente su base jurídica en la forma en que tiene lugar la afectación. Es decir, ninguna categoría de bienes, por incoherente que sea su posible apropiación privada, es por sí sola parte del dominio público:

[52] Hemos visto que, con el paso del tiempo, en la evolución social, tecnológica y, sobre todo, doctrinal, se ha ido imponiendo una tendencia a favor de las tesis que no consideran la presencia de un derecho de propiedad estatal sobre los bienes dominales. No considero casual que el desarrollo del Derecho Administrativo hacia otros parámetros y otro concepto de Administración Pública "arrastre" las construcciones sobre esta materia hacia determinada orientación.

[53] PAREJO *et al.* "Lecciones de dominio público". p. 15.

es preciso que tal condición le sea atribuida por el poder público. Con esta idea queremos recalcar que es imprescindible señalar cuál es el procedimiento por el cual los bienes adquieren la condición de dominales y, a este respecto, la Constitución peruana calla.

Esta reflexión nos lleva a considerar el mecanismo de afectación como categoría central de toda la construcción del dominio público. Esta importancia esencial de la afectación goza de amplio consenso en la doctrina científica, sea cual sea la tesis que se admita respecto de la naturaleza jurídica del dominio público[54]. En consecuencia, se impone la necesidad de legislar en relación con el régimen jurídico de la afectación de bienes al dominio público en el Perú, y en este sentido debería partirse de una previsión constitucional que recogiese al menos la figura de la adscripción al dominio de forma implícita, señalando, por ejemplo, que pertenecen al dominio público los bienes que en tales condiciones establezcan la leyes.

Es, sin duda, la afectación la categoría que llena de sentido cuanto hemos estado señalando respecto de la vinculación de la Administración Pública a determinados fines relacionados con el interés general y la sumisión de los medios materiales, que se concretan en bienes de dominio público, a la satisfacción de dichos intereses, es decir, su vinculación a determinada función pública. En este sentido, se afirma, mediante la institución del dominio público a través de la afectación, que los bienes integrados en el mismo son objeto de permanente dinámica jurídica de la Administración Pública en cumplimiento de su cometido constitucional. No se trata, por tanto, de bienes que integran un valor en sí mismos, sino un valor relacional, en la medida en que se pongan a disposición del aparato administrativo. En este sentido, señalaba Ballbé[55] el nexo entre cosa y función siempre debe ser el de hallarse destinada (afectada) – la cosa - a su realización – de la función - y no el ser objeto o resultado, que no constituye por sí mismo causa para ser tratado como bien dominial.

En línea con lo anterior, sin pretender abundar en el tema, pues no es el objeto del presente trabajo, podemos distinguir dos formas de adscripción de los bienes al dominio público:

I. La que se refiere a los bienes de dominio público natural o necesario, respecto de los cuales, como señala Parada[56], la dominialidad depende de la conjunción de dos elementos:

1. De una parte, la calificación de determinada categoría genérica de bienes como pertenecientes al dominio público por aplicación de una norma de carácter general.

2. La consecuente identificación de un bien en concreto dentro de dicha categoría genérica. Tal sería la pretensión de la Ley de Aguas, la Ley de Playas, etc.

II. La afectación propiamente dicha de bienes concretos al dominio público por medio de la intervención directa de la Administración Pública, respecto de aquellos bienes que se consideran de dominio público artificial (aquéllos que no destacan por sus condiciones físicas y respecto de los cuales sería perfectamente concebible la propiedad de los particulares). Es evidente que esta forma de adscripción al dominio público exige la observancia de determinados requisitos procedimentales que deben estar previstos con rigor en la Ley. A su vez, la doctrina española suele distinguir tres tipos de afectación:

1. Afectación expresa: es el caso genérico explicado.

2. Afectación Implícita: que tiene lugar cuando la vinculación se produce en virtud de la acción expropiatoria de la Administración Pública en lo que se refiere a los bienes del Estado, y, en lo que se refiere a bienes de las entidades locales, cuando la adscripción tiene lugar por actos dictados por la correspondiente corporación local con iguales o mayores solemnidades formales que las previstas para la afectación expresa.

3. Afectación Presunta: sólo contemplada para los bienes de las entidades locales, que tiene lugar de forma automática cuando se vinculan bienes patrimoniales (esto es, de propiedad privada) por más de 25 años a un uso o servicio público, o cuando la entidad local adquiere por usucapión civil el dominio sobre una cosa que estuviese destinada a un uso o servicio público.

CONCLUSIONES

Llegados a este punto de la exposición, podemos hacer un trabajo de síntesis y recoger las ideas fundamentales sobre las que hemos reflexionado:

[54] SÁNCHEZ BLANCO, ÁNGEL. "La afectación de bienes al dominio público". Instituto García Oviedo. Sevilla, 1979. p. 11.
[55] BALLBÉ, M. "Voz "Dominio Público"" En: Enciclopedia Jurídica Seix. Barcelona p. 784.
[56] Ibid. p. 68

- En primer lugar, la constatación de la dificultad que rodea la definición de la naturaleza jurídica del dominio público, pudiendo identificarse dos grandes posturas al respecto dentro de las cuales la variedad y rigor de cada opinión particular es encomiable. La evolución doctrinal a lo largo de los últimos años tiende a identificarse con posturas lejanas al derecho de propiedad como fundamento del dominio público y persigue la construcción de una categoría autónoma del Derecho Administrativo, que recoja la configuración actual de la Administración Pública como persona jurídica vinculada a la permanente satisfacción del interés general de los administrados, respecto del cual los medios materiales (en sentido amplio) se ordenan en cuanto tales medios y no como entes de valor en sí mismos. Por otra parte, la necesidad de integrar el pulso social y la nueva perspectiva de la función administrativa en la configuración del dominio público, asumiendo así la progresiva desmaterialización del concepto y su identificación con la utilidad económica en sentido amplio.

- Por otra parte, la toma de conciencia acerca de la implicación que tiene la construcción de una categoría como el dominio público de cara a la definición de un determinado modelo de Administración Pública y de Derecho Administrativo, esencial en un ordenamiento jurídico como el peruano, que está fortaleciendo el régimen jurídico de esta disciplina en torno a los principios constitucionales que definen una República democrática y social (artículo 43 de la Constitución Política del Perú). En este sentido, debe construirse con fundamento la teoría del dominio público, de tal forma que integre un Derecho Administrativo adecuado a las exigencias del papel constitucional que corresponde a la Administración Pública.

- Por último, la constatación de las carencias legislativas en relación con esta materia en el ordenamiento jurídico del Perú, haciéndose imperativa la necesidad de una reforma que dote de perfecta coherencia los distintos textos legales implicados en el régimen jurídico del dominio público, que armonice y simplifique los conceptos y establezca el procedimiento para que los bienes se integren en esta especial categoría jurídica. No se trata de un debate estéril o con meras pretensiones dogmáticas, sino que detrás del mismo está en juego el afianzamiento de la seguridad jurídica, la eficacia en la actuación administrativa y la garantía de los derechos de los ciudadanos frente a la Administración.

LA INDICACIÓN DE MEDIDAS CAUTELARES POR LA CORTE INTERNACIONAL DE JUSTICIA: EL ASUNTO BREARD (PARAGUAY C. ESTADOS UNIDOS)

Soledad Torrecuadrada García-Lozano*

Uno de los problemas más importantes que se suscitan al intentar ejecutar una sentencia emitida por un órgano de carácter internacional es, precisamente, lograr que la o las partes acaten dicha decisión.

En el presente artículo, el autor desarrolla, a partir de un caso práctico, todos los aspectos involucrados en este fenómeno, para finalmente establecer los puntos que deben modificarse, y sugerir un tipo de solución viable, a fin de obtener la eficacia real de las sentencias internacionales.

A través de la resolución de un caso propuesto a la Corte Internacional de Justicia, la autora analiza las posibilidades y limitaciones de este sistema de administración de justicia.

Indica que el procedimiento bajo comentario, particularmente destinado a salvaguardar las garantías procesales del señor Breard e impedir la ejecución de su condena a muerte, no llegó a concretar sus fines dado que la sentencia se ejecutó aún cuando había una medida cautelar ordenada por la Corte, solicitando la suspensión de dicha condena.

Se puede notar en este caso, la discusionalidad con la que pueden actuar los Estados, en este caso los Estados Unidos, ante las resoluciones que emitan los organismos internacionales de solución de sus resoluciones.

El 14 de abril de 1998 era ejecutado en el Estado de Virginia (Estados Unidos) un ciudadano paraguayo, Angel Francisco Breard, en cumplimiento de una sentencia dictada en 1993. Dicha ejecución tuvo lugar a pesar de la ordenanza de la Corte Internacional de Justicia (CIJ) por la que el Organo Judicial Principal de las Naciones Unidas solicitaba a los Estados Unidos que adoptasen todas las medidas necesarias para procurar la suspensión de la misma, hasta que la CIJ se pronunciara sobre el fondo de la demanda interpuesta el 3 de abril de 1998 por Paraguay ante este Tribunal. El Gobierno paraguayo solicitaba que la CIJ fallara a favor de la restitutiio in integrum al momento anterior de la detención de A.F. Breard, por entender que las autoridades estadounidenses habían violado la Con-

* Doctora en Derecho por la Universidad Autónoma de Madrid, M.A. y en Relaciones Internacionales por la Fundación José Ortega y Gasset de Madrid. Profesora de Derecho Internacional Público de la Universidad Autónoma de Madrid. Diplomada del Centre d' Étude et de la Recherche de Droit International et de Relations Internationales de l'Académie de Droit International de La Haya (Holanda).

vención de Viena el 24 de abril de 1963 sobre Relaciones Consulares (en adelante,"CV63"). La ordenanza emitida por la CIJ fue adoptada por unanimidad, lo que significa que incluso el juez estadounidense (M. Schwebel[1]) había votado a favor de la mencionada suspensión. En este breve estudio, en primer lugar, vamos a describir brevemente el origen de la diferencia que son, en definitiva, los hechos que dieron lugar a la condena de este ciudadano paraguayo; en segundo lugar, nos ocuparemos de los argumentos esgrimidos por las partes ante la Corte así como el contenido de la solución adoptada por ella; y, finalmente, en tercer lugar nos dedicaremos al análisis de lo que son los incidentes procesales que nos ocupan: las medidas provicionales o cautelares[2] y los efectos jurídicos derivados del instrumento en el que se indican: las ordenanzas o providencias.

1. ORIGEN DE LA DIFERENCIA

El 1 de setiembre de 1992 Angel Francisco Breard era detenido como sospechoso de violación y asesinato de una mujer llamada Ruth Dickie. Las Autoridades del Estado de Virginia no informaron a A.F.Breard acerca del derecho a asistencia consular que le amparaba en virtud de la CV63 de la que eran partes tanto Paraguay (Estado cuya nacionalidad poseía el detenido), como Estados Unidos (responsable de su captura y posterior ejecución). Esas mismas autoridades tampoco notificaron al Consulado Paraguayo que la detención se había producido, tal y como establece el artículo 36.1b) de CV63, a pesar de que el Gobierno de los Estados Unidos había reconocido ante la CIJ con ocasión del asunto del Personal diplomático y consular de los Estados Unidos en Teherán la importancia del artículo 36 del citado texto convencional[3].

Tras la celebración de un proceso judicial (Circuit Court del Condado de Arlington, Estado de Virginia) en el que el acusado no ejerció el derecho que le ampara al disfrute del beneficio de la asistencia consular – del que no se le había informado – el 23 de junio de 1993 fue declarado culpable de los cargos que se le imputaban y el 22 de agosto el tribunal le condena a muerte, fijándose cinco años más tarde, el 25 de febrero de 1998 la fecha de la ejecución para el 14 de abril del mismo año.

En la primavera de 1996 (tres años después de recaer la condena y dos antes de la fecha fijada para la ejecución) Paraguay conocía la situación de Breard (a pesar de la ausencia de comunicación por parte de las autoridades de Virginia) estableciendo inmediatamente contacto con el condado tanto su Embajada como su Consulado[4]. El 30 de agosto de 1996 (contando ya con la asistencia de los funcionarios consulares paraguayos), por primera vez, A.F. Breard alega las violaciones de al CV63 ante el Tribunal Federal de Primera Instancia, solicitando un procedimiento de habeas corpus. El citado Tribunal resolvió negativamente el recurso de fundamentos su decisión en dos motivos: 1) la infracción alegada es un defecto procesal y no sustantivo; y, 2) puesto que no se había alegado en el procedimiento judicial previo no puede introducirlo ahora en un procedimiento federal de habeas corpus[5]. Con esta solicitud denegada se inicia el largo proceso de recursos al objeto de evitar la aplicación de la condena recaída que termina el 14 de abril de 1998 con la ejecución de A.F. Breard.

2. LOS ARGUMENTOS DE LAS PARTES Y LA SOLUCION ADOPTADA POR LA CIJ.

Días antes de consumarse la pena capital (el 9 de abril) una vez el condenado había agotado infructuosamente la vía de recursos internos que ofrecía el sistema judicial norteamericano, el Gobierno de Paraguay introdujo una demanda ante la CIJ por infracción de la CV63 frente a los Estados Unidos en ejercicio de la Protección Diplomática de nacional, como un último intento de evitar lo que finalmente se mostró inevitable. Junto a la demanda se presentó ante este Tribunal una solicitud de medidas cautelares con la que el Estado demandante pretendía conseguir una suspen-

---

1 El juez estadounidense añadió una declaración a la Ordenanza en la que señala haber votado la indicación de estas medidas cautelares para preservar los derechos de Paraguay en una situación de incontestable urgencia. Por otra parte, S.M. Schwebel, al ser nacional de uno de los Estados partes en la controversia, no actuó en este caso como Presidente de la CIJ en aplicación del artículo 32.1 del Reglamento, ejerciendo estas funciones el Vicepresidente Sr. Weeramantry.

2 Nos encontramos ante un incidente procesal sobre el que existe una múltiple y variada bibliografía, entre la que destacan los siguientes títulos: R. CASADO RAIGON "La jurisdicción contenciosa de la Corte Internacional de Justicia. Estudio de las reglas de su competencia", Córdoba 1987, p.27;A. COCATRE-ZILGIEN *"Les mesures conservatiores décidées par le juge international"*.
El poder de dictar este tipo de medidas se concibe como un principio procesal de Derecho Internacional en el asunto de la Compañía de Electricidad de Sofia. Vid. Ordenanza del 5 de diciembre de 1939 en CPJI Série A/B, número 79.

3 En su memoria en el caso indicado Estados Unidos afirmaba: *"The main fuction of the consular officer is to provide varying kinds of assistance to nationals of the sending State, and for this reason the channel of communication between consultar officers and nationals must at all times remain open. Indeed, such communication is so essential to the exercise of consular functions that its preclusion would render meaningless the entire establishment of consultar relations"*.

4 Parágrafo 12 de la demanda de Paraguay.

5 Parágrafo 13 de la demanda de Paraguay.

sión de la ejecución de A.F. Breard hasta que la CIJ pudiera pronunciarse acerca del fondo de la diferencia: la presunta infracción por el demandado de las disposiciones de la CV63.

Ante la CIJ los argumentos presentados por las partes fueron los siguientes: Paraguay fundamentó su demanda en la infracción de los artículos 5- relativo a las funciones consulares[6] – y 36.1.b) de la CV63 que establece lo siguiente: artículo 36.1. "Con el fin de facilitar el ejercicio de las funciones consulares relacionadas con el Estado que envía: b) si el interesado lo solicita, las autoridades competentes del Estado receptor deberán informar sin retraso alguno a la oficina consular competente en ese Estado cuando, en su circunscripción un nacional del Estado que envía sea arrestado de cualquier forma, detenido o puesto en detención preventiva. Cualquier comunicación dirigida a la oficina consular por la persona arrestada, detenida o puesta en prisión preventiva, le será asimismo transmitida sin demora por dichas autoridades, las cuales habrán de informar sin dilación a la persona interesada acerca de los derechos que se le reconocen en este apartado."

La alegación paraguaya se basaba en que el procedimiento entablado contra A.F. breard se desarrollo sin asistencia consular, a la que tenía derecho en virtud del precepto precitado. La falta de la mencionada asistencia supuso la ausencia de traducción durante el proceso, lo que según el Estado demandante condujo al imputado a adoptar una serie de decisiones poco razonables, llegando incluso a rechazar la oferta de cadena perpetua a cambio de su declaración de culpabilidad en el crimen. Sin embargo, a pesar de lo anterior, cuando la oferta del cambio de ola pena ya no era posible, confesó dicha culpa[7]. La incongruencia de esta actuación por parte del acusado fue debida (siempre según la argumentación paraguaya) al desconocimiento del sistema judicial estadounidense por parte de imputado, puesto que el señor Berard no comprendía las diferencias entre el sistema judicial estadounidense y el establecido en el Estado del que era nacional: Paraguay, ya que si esta confesión producido ante los tribunales paraguayos habría servido para apelar la sentencia solicitando clemencia[8]. La conclusión a la que llega el Estado demandante en este punto es que este error podría haberse evitado si los funcionarios consulares hubieran sido advertidos de la detención, en cuyo caso habrían tenido ocasión de ilustrar al acusado acerca de las diferencias entre ambos sistemas.

Por todo lo anterior, Paraguay solicitaba en la demanda introducida ante la CIJ que este Tribunal declarase a Estados Unidos responsable internacionalmente frente a Paraguay por infracción de sus obligaciones internacionales, de la que resulta ser víctima un nacional paraguayo. La consecuencia de incurrir en responsabilidad internacionales es, como sabemos, la obligación de reparar, siendo la primera modalidad para ello, siempre que resulte posible, la restitutio in intergrum[9]. El efecto de esta reparación sería volver al status quo ante, lo que supone no la repetición del proceso sino la vuelta a la situación anterior a la detención que por incumplimiento del artículo 36.1b) de CV63, detención que es, en consecuencia, contraria a derecho[10].

Por su parte, el Estado demandado (Estados Unidos) estructura su actuación en este caso en los siguientes puntos:

1) la culpabilidad del condenado se encuentra firmemente establecida a través de pruebas evidentes, habiendo incluso a admitir su culpabilidad, como se indicó supra[11], sin que la confesión sirviera como único fundamento de la incriminación en el caso; 2) El estado demandado reconoce que sus derechos en los términos que establece el artículo 36.1b) de la CV63. El demandado estima que su reconocimiento de la infracción producida se traduce en la ausencia de diferencia que pueda ser resuelta por la Corte ya que no existe ningún desacuerdo acerca de la aplicación o no del precepto indicado[12] Por otra parte,

---

[6] Cuyos apartados a) y e) indican entre las funciones consulares las siguientes: Prestar ayuda y asistencia a los nacionales del Estado que envía, sean personas naturales o jurídicas.

[7] Vid. Demanda de Paraguay parágrafo 9.

[8] Todo esto, según la argumentación defendida por el Sr. Legum, abogado de Paraguay, en la Audiencia Pública del 7 de Abril de 1998 sobre la solicitud de indicación de medidas cautelares.

[9] La restitutio in integrum no es una medida que contemple la CV63 como reparación por incumplimiento de este texto convencional, aunque el fundamento de esta forma de reparación se encuentra por una parte en la jurisprudencia de la CIJ, Vid. Las alegaciones de Paraguay en la audiencia publica del 7 de abril de 1998 sobre la demanda de medidas cautelares.

[10] Vid. El parágrafo 25 (2) de la demanda de Paraguay.

[11] Vid. El parágrafo 18 de la Ordenanza. Por otra parte, en las alegaciones estadounidense durante las audiencias orales sobre demanda de medidas cautelares se afirma que existen pruebas evidentes de su culpabilidad.

[12] Vid. los parágrafo 3.18 de la argumentación estadounidense en las audiencias orales en las que se resolvió el procedimiento de indicación de medidas cautelares.

el gobierno de Estados Unidos justificó el incumplimiento de la CV63 en que lo entendieron innecesario dado que el acusado conocía bien la lengua inglesa, ya que residía en Estados Unidos desde 1986, donde llegó a la edad de 20 años(contrayendo matrimonio posteriormente con la ciudadana estadounidense), de modo que la asistencia consular prevista en el citado precepto no habría cambiado el resultado del procedimiento entablado frente a él.

3) La tercera línea argumental de la defensa se basa en que la consecuencia de la inaplicación del artículo 36.1b) es la presentación de excusas del gobierno responsable, no la restitutio in integrum, que no se encuentra establecida como forma de reparación en la CV63 (texto que tampoco establece en este sentido la satisfacción que se es la modalidad pretendida por los Estados Unidos). Presentadas esas excusas oficiales, no existe responsabilidad internacional del demandado, puesto que se ha producido una reparación y, en consecuencia de una diferencia. La conclusión resulta ser que si no existe controversia la CIJ carece de competencia para conocer del fondo del asunto por ausencia de objeto.

4) En respuesta a la afirmación paraguaya acerca de que la declaración de culpabilidad realizada por A.F.Breaard una vez que no era posible el cambio de pena era fruto de la confusión entre los sistemas judiciales paraguayos y estadounidense, el demandado responde con las siguientes razones: (1) el señor Breard estuvo asistido por un abogado formado y conocedor del sistema judicial estadounidense, quien le informo de las consecuencias de sus decisiones y actuaciones ante el tribunal que estaba conociendo de la causa en cuestión; (2) difícilmente el acusado podía tener conocimiento del sistema judicial paraguayo puesto que nació y vivió su infancia en Argentina, posteriormente se trasladó a Paraguay donde cursó sus estudios secundarios marchando a la edad de veinte años a Estados Unidos[13].

5) En último lugar, en cuanto a la adopción de las medidas cautelares solicitadas por Paraguay, el Estado demandado entiende que con ello se perjudicarían los intereses de la Comunidad Internacional en su conjunto porque daría lugar a una proliferación de recursos de este tipo[14].El temor de Estados Unidos era que la solución del proceso entablado por Paraguay se convirtiera en un debate sobre la pena de imponerla[16].

En conclusión, Estados Unidos estima que la Corte no es competente para conocer de la demanda introducida por Paraguay puesto que no existe ninguna diferencia que le enfrente a este Estado.[17]

La CIJ, una vez escuchadas las alegaciones de las partes, establece en primer lugar, que aunque el demandado dude de su competencia para conocer el fondo del asunto (lo que da lugar en virtud del artículo36.6 de su Estatuto a un procedimiento preliminar en que la Corte decide acerca de su propia competencia, prima facie parece posible dictar medidas cautelares teniendo en cuenta el vínculo jurisdiccional alegado por el demandado [18]: el artículo 1 del Protocolo de firma facultativo de la CV63 que estable-

[13] Vid. los parágrafos 2.24 (7) y (8) de las alegaciones estadounidenses audiencias orales en las que se resolvió el procedimiento de indicación de medidas cautelares.

[14] Parágrafo 22 de la Ordenanza.

[15] Sobre la pena de muerte en Estados Unidos de Mr. Bcre Waly Ndiaye, relator especial sobre ejecuciones extrajudiciales, sumarias o arbitrarias, sometido a la Comisión de Derechos Humanos el 22 de enero de 1998.

[16] Estados Unidos en el transcurso de las audiencias orales en el procedimiento de indicación de medidas cautelares alegaba que la pena de muerte no era objeto de la diferencia entre Estados unidos y Paraguay. Además se cita que en 38 Estados de los 51 que configuran los Estados Unidos existe la pena de muerte para los criminales especialmente graves y que el mantenimiento de la pena capital ha sido elegida por los votantes. Por otro parte, el demandado indica que la pena de muerte no infringe El Derecho Internacional –ni convencional ni consuetudinario-, puesto que no exsite ninguna norma que lo prohiba. Aunque el derecho a la vida es un derecho supremo como establece el artículo 3 de la Declaración Universal de los Derechos Humanos y artículo 6 del Pacto Internacional de Derechos Civiles y Políticos, este último precepto admite como excepción a la misma pena de muerte.

[17] Id. Nota anterior parágrafo 1.8 señala que Paraguay no tiene derecho del amparo de la CV63 a la nulidad de la declaración de culpabilidad, de la sentencia de la condena impuesta por ello contra el Sr.Breard. Esta petición, según la opinión de estados unidos, no es producto de la falta de notificación prevista en el CV63, sino de la autoría de A.F.Breard de los delitos que se le imputan.

[18] Se trata de la aplicación del denominado test de Lauterpacht. Recibe esta denominación porque fue formulado por H.LAUTERPACHT en su opinión individual a la Ordenanza del 24 e Octubre de 1957, en el asunto del Interhandel (Suiza C. Estados Unidos) En CIJ Recueil 1957,pp.118-119. Supone que la Corte puede dictar las medidas cautelares (aunque se hayan interpuesto excepciones preliminares) que por su propia naturaleza exigen una actuación urgente, siempre que aparentemente exista un vínculo jurisdiccional suficiente. Las Corte, en el asunto de la competencia en materia de pesquerías, indicó que no deben adoptarse estas medidas cautelares cuando su incompetencia sobre el fondo del asunto es manifiesta. En CIJ Recueil 1973, p 15. Podemos encontrar otra formulación de este test en la opinión del Juez Elías acerca de que competencia de la Corte para adoptar medidas cautelares puede derivar del Art.36.6 del Estatuto.-T.O.ELIAS *"The International Court of justice and the indication of provisional Measures of Protection"* En Gilbert D´Amado Memorial Lecture,1978,p.9.- La declaración introducida por E.JIMEDNEZ DE ARECHAGA a la Ordenanza del 22 de junio de 1973, en el asunto de los Ensayos Nucleares

ce la jurisdicción obligatoria de la CIJ para todas las diferencias relativas a la interpretación o aplicación de la CV63.

En cuanto a la falta de competencia de la Corte por inexistencia de una controversia, la CIJ aprecia que si nos encontramos ante una diferencia, que consiste en no resolver si se ha producido o no la infiltración de la CV63, aspecto éste que ha sido admitido por el demandado, sino en dilucidar si la solución pretendida por Paraguay (la resintutio in integrum) se encuentra entre los medios de reparación posibles establecidos por la CV63 [19].

Por otra parte, la CIJ entiende que el asunto no tiene que ver con la pena de muerte establecida para los crímenes más odiosos, ni con el derecho que tienen los estados federados de recurrir a ella, por tanto no supone una intromisión en los asuntos internos del Estado demandado, aunque evidentemente puede poner en peligro no los intereses de la Comunidad Internacional en su conjunto pero si de los Estados Unidos puesto que produciría como efecto la proliferación de estos recursos. Tenemos que tener en cuenta que según el informe de Mr. Brake Waly Ndiaye, relator especial sobre ejecuciones extrajudiciales, sumarias o arbitrarias, (informe sometido a la Comisión de Derechos Humanos el 22 de enero de 1998) las autoridades estadounidenses no suelen informar nunca a los detenidos extranjeros del derecho del derecho que les ampara en virtud del artículo36.1.b) de la CV63 a recibir asistencia consular[20]. Según el citado documento en los Estados Unidos hay, en la fecha de realización del citado informe, alrededor de 60 condenados a muerte extranjeros. Algunos han sido ejecutados sin recibir esa asistencia y habiendo obtenido por toda reparación las excusas emanadas del Departamento de Estado. Resulta, por tanto, comprensible el interés estadounidense por justificar su actitud e intentar que la corte entre a conocer el fondo del asunto, evitando de esta forma que el asunto prospere en la dirección pretendida por el demandante.

A la vista de todo ello, la CIJ, decide indicar la adopción de las siguientes medidas cautelares: (1) que Estados Unidos adopte las medidas necesarias para asegurar que A.F. Breard no será ejecutado mientras este tribunal resuelve el caso; (2) que el Gobierno de los Estados Unidos informe inmediatamente a la CIJ de las acciones que adopta en cumplimiento de la medida anterior así como de los resultados de esas acciones[21]. Paraguay en su solicitud de medidas cautelares depositada ante la CIJ había solicitado junto a las dos anteriores una tercera (que el Gobierno del Estado demandado asegure que no adoptará ninguna acción en perjuicio de los derechos de la República de Paraguay respecto a la decisión que pueda adoptar la CIJ sobre el fondo de este asunto), que este Tribunal, en virtud de la discrecionalidad de que goza este incidente, rehusa indicar.

3. LAS MEDIDAS CAUTELARES

Hasta ahora hemos hablado de las medidas cautelares sin analizar las características de los incidentes procesales que nos ocupan ni los efectos Jurídicos derivados del instrumento en el que se indican: las ordenanzas o providencias. Al estudio de ambos aspectos nos dedicaremos a lo largo de este epígrafe.

Las medidas provisionales o cautelares son un incidente procesal por el cual la CIJ indica unas medidas de carácter preventivo que encuentran fundamento en el artículo 41.1 del Estatuto de la CIJ[22] y cuyo objeto es la salvaguarda de los derechos sobre los que la corte deberá decidir en el procedimiento en causa. Por ello, han de dictarlas los tribunales que conocen del fondo de un asunto cuando a su juicio son objetivamente necesarias[23].

---

pueden interpretarse como apoyo a esta teoría. En CIJ Recueil 1973, p.106-108-. En este mismo sentido se pronunciaron los jueces M.Lacjhs, J.M. Ruda y H. Mosler en la Ordenanza por la que se denegaban las medidas cautelares en el asunto de la Plataforma continental del mar Egeo, Es la ordenanza del 11 de noviembre de 1976. En CIJ Recueil 1976, p. 19,23 y 25, casi veinte años después de que H.Lauterpacht la formulara.

[19] Vid parágrafo 38 de la Ordenanza.

[20] Vid. en E.CN.4/1998/68/Add.3,parágrafos 117-121.

[21] Vid. Parágrafo 41 de la Ordenanza del 9 de abril de 1998

[22] Sin embargo, el contenido de este precepto es diferente en las versiones francesa e inglesa. Del texto francés deriva el mandato imperativo para la Corte de indicar las medidas que *"doivent etre prises"*, sin embargo el tiempo verbal utilizado en el texto inglés es un condicional, de modo que correspondrá a la Corte la adoptación de medidas cautelares que *"which ought to be taken"*, careciendo, por tanto del carácter imperativo predicativo respecto de la versión francesa. El texto español del precepto se aproxima más al francés, al introducir un presente de subjuntivo, según el precepto estatuto español la Corte podrá indicar medidas cautelares"que deban tomarse". La regulación concreta de las mismas en los procedimientos ante la CIJ se contiene en el Reglamento de esta institución - Sección D, Subsección I, artículo. 73-78.

[23] Vid. en este sentido las Ordenanzas del 3 de agosto de 1931, en el asunto del estatuto jurídico del territorio de Groenlandia Oriental, en CIJ. Serie A/B, número 48,p.284; Ordenanza del 29 de julio de 1933 en el asunto de la reforma Agraria polaca en CPJI, Serie A/B, número 58p. 177; Ordenanza del 5 de julio de 1951 en el asunto de la Anglo-Iranian Oil Company. En CIJ, Recueil 1951,p.93 y ordenanza del 24 de diciembre de 1957 en el asunto interhandel. en CIJ, Recueil 1957,p.111.

Estas medidas cuentan con dos rasgos distintivos(1) su finalidad, la protección de los derechos que son objeto de la controversia en causa, que es requerida, por tanto, con carácter urgente[24]; y (2) su carácter doblemente transitorio; en primer lugar, porque se pueden modificar en cualquier momento y, en segundo término, por cuanto, de no ser modificadas o revocadas antes, resultan de aplicación sólo hasta que el Tribunal dicte Sentencia definitiva en el asunto principal. El efecto que el fallo de la Corte puede tener sobre las medidas dictadas puede ser múltiple, ya que cabe su confirmación, su sustitución por otras, o bien su terminación, si con la Sentencia se zanja la controversia.

Este incidente tiene, además, caácter prioritario. Cuando coincide con el planteamiento de excepciones a la competencia[25] la Corte está obligada a verificar ésta prima facie, aplicando el denominado test de Lauterpacht[26]. Con ello no se demora excesivamente la adopción de las medidas cautelares que resultan necesarias para salvaguardar los derechos pendie3ntes de la decisión del Tribunal, amenzados en el transcurso del proceso, pero tampoco se reconoce una competencia autónoma de la corte respecto de la que debe tener para conocer del fondo del asunto principal.

La aplicación de esta teoría, sin embargo, tiene un inconveniente: que después de dictar y ejecutar estas medidas, la corte decida su incompetencia para conocer del fondo del asunto, en cuyo caso, las medidas inicialmente indicadas devienen sin efecto, puesto que fueron adoptadas por un órgano carente de competencia para conocer del procedimiento principal con los consiguientes perjuicios que pudieran derivar por los efectos producidos por esas medidas sobre el Estado que debió adoptarlas, sin que quepa posteriormente reclamación alguna por esos posibles daños[27]. En el caso que nos ocupa la posible incompetencia de la Corte no plantearía mayores problemas, puesto que con las medidas cautelares problemas, puesto que con las medidas cautelares impuestas tan sólo se produciría un retraso en la ejecución del cuidadano paraguayo objeto de protección diplomática mediante el recurso ante la CIJ.

Dada la finalidad perseguida con este tipo de medidas resulta lógico que el procedimiento tome lugar en una única fase y que ésta sea oral. En las audiencias orales la Corte debe analizar la necesidad de adopción de las medidas, es decir, la urgencia de las mismas[28], así como su justificación. En este último sentido se requiere la existencia de una conexión directa entre los actos que se pretenden evitar con la indicación de las medidas cautelares y el objeto del asunto principal[29]. A pesar de ello, la presentación de observaciones por escrito acerca de la adopción de medidas cautelares es una práctica frecuente, si tenemos en cuenta las

[24] Como señaló la Corte entre en los asuntos Interhandel, ordenanza del 24 de octubre de 1957. En CIJ Recueil 1957. En CIJ Recueil 1957,pp.110-112 y el pasaje por el Gran Belt Finlandia c. Dinamarca) Ordenanza del 29 de julio de 1991. En: CIJ RECUEIL 1991, p.17.a.cocatre-zilgien en *"les mesures conservatories EN droit international"*. En "Revue Egyptiene de Droit International", 1955, vol. 11,p.84, indica una triple finalidad: 1)conservar algunos elementos probatorios, 2)salvaguardar los derechos de las partes pendente lite y 3)impedir que el conflicto se agracve, siendo esta última consideración política.

[25] Como ocurrió en el asunto del Proceso de los Pricioneros de Guerra Paquistaníes (Paquistán c. India) en el que la Corte estimó que, debido al rechazo por parte de la India de la competencia de la corte para conocer del fondo del asunto, resultaba prioritario resolver esta última cuestión señala. Vid. en ordenanza del 11 de mayo de 1973. CIJ Recueil 1973, p.328 y ss; o el asunto de la Plataforma continental del mar Egeo-Grecia c.Turquía-Ordenanza del 11 de septiembre de 1976. En: CIJ Recueil 1976, p.3 y ss. Lo mismo sucedió en los asuntos siguientes:Anglo-Iranian Oil Company, Ordenanza del 5 de julio de 1951. En: CIJ Recueil 1951, p.89 y ss.; Interhandel, Ordenanza del 24 de octubre de 1957, En: CIJ Recueil 1957, pp.105 y ss.; Competencia en materia de pesquería-UK c. Islandia-Ordenanza del 12 de julio de 1972. En: CIJ Recueil 1972, P.17 Y SS; competencia en materia de pesquería - RFA c. Islandia-Ordenanza del 12 de julio de 1972. En CIJ Recueil 1972,p. 35 y ss; Ensayos Nucleares-Australia c.Francia - Ordenanza de 22 de junio de 1973. En CIJ Recueil 1973, p.99 y ss; Ensayos Nucleares-Nueva Zelanda c. Francia-Ordenanza del 22 de junio de 1973. En: CIJ Recueil 1973, p.135 y ss.; personal diplomático y consular de estados unidos En teherán ordenanza del 15 de diciembre de 1979. En: CIJ Recueil 1979, p 7 y ss.; Actividades militares y paramilitares en contra Nicaragua-Nicaragua c. Estados Unidos- en Ordenanza del 10 de mayo de 1984. En: CIJ Recueil 1984, En: CIJ Recueil 1984, p. 179 y ss.; Ordenanza del 8 de abril de 1993. En: CIJ Recueil 1993, p. 231 y ss. En la Sentencia del 26 de noviembre de 1984 recaía en p.179 y ss.; Ordenanza del 8 de abril de 1993. En: CIJ Recueil 1993, p. 231 y ss. En la sentencia del 26 de noviembre de 1984 recaía en la fase de competencia de la Corte y admisibilidad de la demanda en el último de los asuntos citados-Actividades militares y paramilitares en y contra Nicaragua-,ante la interposición de la demanda estadounidense de incompetencia, la Corte subrayó que no era necesario alcanzar una solución definitiva al respecto antes de decidir sobre la indicación de las medidas cautelares solicitadas por Nicaragua, afirmando que únicamente procedería la adopción de ésta cuando las disposiciones que el demandante alega parecen constituir prima facie una base competencia suficiente. Vid. también Ordenanza del 2 de marzo de 1990. En: CIJ Recueil 1990, pp.68-69, en el asunto relativo a la Sentencia arbitral del 31 de julio de 1989 (Guinea Bisau c. Senegal).

[26] Vid. en relación con el test de LAUTERPACHT supra nota 3 número 12.

[27] Un ejemplo de esta situación es el asunto de la Anglo-Iranian Oil Company, en cuya Sentencia-del 22 de julio de 1952 Vid. en CIJ Recueil 1952, p. 93 y ss-, se declara incompetente para conocer del fondo del asunto anulado consecuentemente las medidas cautelares dictadas un año antes, por la Ordenanza del 7 de julio de 1951. En: CIJ Recueil 1951, p. 89 y ss.

[28] Vid. en este sentido la bibliografía indicada supra y, más recientemente, la ordenanza de 29 de julio de 1991 en el asunto del Pasaje por el Gran Belt. En CIJ Recueil 1991, p.ñ 12 y ss.

[29] Vid. en este sentido la ordenanza del 2 de marzo de 1990 en el asunto relativo a la Sentencia arbitral del 31 de julio de 1989 (Guinea Busau c. Senegal). En: CIJ Recueil 1990, p. 69.

ocasiones en las que ello se ha llevado a cabo[30]. El objeto del procedimiento es lógicamente averiguar su procedencia o no, pudiendo participar en él los jueces que hayan sido designados *ad hoc* por las partes[31]. En el caso Breard, Paraguay indica su intención de designar un juez ad hoc (recordemos que Estados Unidos cuenta con un juez de su nacionalidad que, en la actualidad, es el Presidente de la Corte: S.M. Schwebel) aunque no participó en el procedimiento por el que se sustancia la solicitud de medidas cautelares por no haberse procedido a su nombramiento, debido a la urgencia con la que hubieron de desarrollarse las audiencias orales.

Por otra parte, una vez afirmada su competencia *prima facie*, el Tribunal puede actuar de diferente modo, ya que cabe:

Que estime las medidas solicitadas como las más adecuadas y en consecuencia, proceda a dictarlas;

Que entienda que, si bien resulta necesaria la adopción de medidas provisionales, las sugeridas por la(s) parte(s) no son las más convenientes para el asunto, en cuyo caso, la Corte indicará unas medidas distintas de las propuestas por la(s) parte(s)[32], ya que el Tribunal ex artículo 75.2 no tiene la obligación de adoptar las medidas propuestas por las partes. En ambas hipótesis la CIJj, una vez adoptadas dichas medidas, deberá comunicarlas al Secretario General de las Naciones Unidas, para que las transmita al consejo de Seguridad. Al respecto se plantean dos cuestiones: (1) si sólo ha de facilitarse la información indicada respecto de las medidas cautelares adoptadas a instancia de parte y (2) cuál es la función de este trámite. La respuesta a la segunda cuestión resuelve también la primera: se trata de mantener informado al consejo de Seguridad en situaciones que podrían ser amenazas para la paz internacional. Por eso la información debería darse en todos los casos, es decir, aunque razonablemente no se pusiera en peligro la paz internacional[33].

La Corte, tras analizar las circunstancias del asunto en cuestión, puede decidir que no procede la indicación de medidas cautelares, rechazando en consecuencia la demanda introducida en este sentido. En este último caso, la parte interesada puede renovar su solicitud de medidas cautelares tantas veces como crea conveniente[34]. Estas demandas sucesivas podrán ser materialmente idénticas o diferir en las medidas concretas que son objeto de la solicitud, ya que en este punto es el Estado interesado el que decide. Las partes en un

---

[30] Anglo-Iranian Oil Company, Ordenanza del 5 de agosto de 1951. En: CIJ Recueil 1951, p. 91-92; Interhandel, ordenanza del 24 de octubre de 1957. En: CIJ Recueil 1957, p.107; Competencia en materia de pesquería (Reino Unido c. Islandia y RFA c. Islandia) Ordenanza del 17 de agosto de 1972. En: CIJ Recueil 1972,pp.14 y 32 respectivamente; Plataforma Continental del mar Egeo (Grecia c. Turquía), Ordenanza del 11 de setiembre de 1976, En: CIJ Recueil 1976, p.3 y ss.; Personal Diplomático y consular de Estados Unidos en Teherán, Ordenanza del 15 de diciembre de 1979. En: CIJ Recueil 1979, p. 10-11; Diferencia fronteriza entre Burkina Faso y Malí, Ordenanza del 10 de enero de 1986, pp. 5-7; asunto de las actividades militares y paramilitares en y contra Nicaragua (Nicaragua c. Estados Unidos), Ordenanza del 10 de mayo de 1984. En: CIJ Recueil, p. 169; Asunto relativo a la Sentencia arbitral de 31 de julio de 1989 (Guinea Bisau c. Senegal) Ordenanza de 2 de marzo de 1990. En: CIJ Recueil 1990, pp. 66- 68; Asunto del pasaje por el gran Belt, Ordenanza del 29 de julio de 1991. En CIJ Recueil 1991, pp. 14-15; Asunto relativo a la aplicación de la Convencional para la prevención y represión del crimen de genocidio (Bosnia-Herzegovina c. Yugoslavia- Serbia y Montenegro-), Ordenanza del 8 de abril de 1993. En: CIJ Recueil 1993,p.3 y ss.

[31] Ex artículo 31.6 del Estatuto. Participaron jueces ad hoc en los asuntos siguientes: Groenlandia Oriental (de ambas partes); Interhaendel (elegido por Suiza); Ensayos Nucleares (el Juez designado por Australia y Nueva Zelanda); Plataforma del mar Egeo (Grecia); Diferencia fronteriza entre Burkina Faso y Mali (los nombrados por ambos Estados); en el asunto relativo a la Sentencia arbitral de 31 de julio de 1989 (el designado por Guinea Bisau, ya que hastgpel 5 de febrero de 1991, Senegal contó con un juez nacional en el Tribunal-Kéba MBAYE, posteriormente en virtud del artículo 31.3 del estatuto fue elegido como juez ad hoc por Senegal-Vid. en la Sentencia de 12 de noviembre de 1991 en CIJ Recueil 191, p.56-); y en el asunto del Pasaje por el gran Belt (tanto el designado por Finlandia como el designado por Dinamarca). No participaron pese a haber sido designados en el asunto de la Fábrica de Chorzow (ni por Alemania ni por Polonia), Compañía de electricidad de Sofía (el Juez ad hoc búlgaro declinó su participación alegando fuerza mayor Vid. en CPJI Serie E, número 16, p. 151), en el asunto de los prisioneros de guerra paquistaníes (el juez designado por Paquistán, Muhamed Zufrulla Khan lo fue hasta el 2 de julio de 1973, ocho días después de esta fecha el Agente paquistaní informó a la Corte del desistimiento de su Estado). No se nombraron jueces *ad hoc*, en el asunto de la Anglo-Iranian Oil Company (fue designado posteriormente), Competencia en materia de pesquería (ni la RFA ni Islandia), Actividades Militares y paramilitares en y contra nicaragua.

[32] Vid. en este sentido Anglo- Iranian Oil Company. En CIJ Recueil 1951, p.89; competencia en materia de pesquería (UKc. Islandia y RFA c. Islandia) En: CIJ Recueil 1972,p.12 y ss. respectivamente; Ensayos Nucleares (Australia c. Francia y Nueva Zelanda c. Francia). En CIJ Recueil 1973, p.99 y ss y 135 y ss respectivamente; Personal diplomático y consular de estados Unidos en Irán (Estados Unidos c. Irán) En: CIJ Recueil 1979, p. 7.

[33] Hay también quienes opinan, que como señalan J.B.ELKIND. Op. Cit., P. 159-161- y J.SZTUCKI, Op. Cit., 294-298-, que el objeto de la comunicación es fácilitar el recurso al artículo 94 de la carta, que en los supuestos de incumplimiento de las medidas decididas por la Corte prevé la ejecución forzosa de las mismas. Ahora bien, aunque el artículo 94.1 de la carta se refiere a decisiones, el apartado siguiente de carácter definitivo. No cabría pues, ampararse en este precepto para fundamentar la intervención del Consejo de Seguridad en el supuesto de incumplimiento, porque el texto del artículo es suficiente claro al respecto:"Cada Miembro de las Naciones Unidas se compromete a cumplir la decisión de la corte internacional de justicia en todo litigio en que sea parte", con lo que evidentemente se está refiriendo a la decisión final de la Corte.

[34] En el asunto de la Denuncia del Tratado Chino-belga del 2 de noviembre de 1865, la petición de medidas, primera de este tipo, fue desestimada por la Corte. Sin embargo, posteriormente se planteó una segunda demanda de 18 de junio de 1927 con el mismo objeto que la anterior, siendo en esta ocasión estimada. En ordenanza de 8 de enero de 1927. En: CPJI Série A, número 8, p.6.

proceso ante la Corte podrán instar al Tribunal la indicación de medidas cautelares con una única limitación de carácter temporal: la que deriva de la permanencia en causa del procedimiento del que éste es incidental.

Por otra parte, la Corte se pronuncia respecto de una demanda de medidas cautelares mediante una Ordenanza. La utilización de este instrumento es lógico, si tenemos en cuenta que, a diferencia del resto de los procedimiento incidentales, el Tribunal puede considerar su indicación de oficio. Además, el contenido de las Ordenanzas no tiene carácter definitivo. Ambas características en ningún caso pueden predicarse de las Sentencias del Tribunal. Lo anterior se traduce en que cuando la Corte ha dictado las medidas que ha considerado necesarias para salvaguardar los derechos objeto del procedimiento principal, puede revocarlas[35], o modificarlas[36]. El trámite a seguir para la modificación de las medidas dictadas básicamente idéntico al previsto para la indicación de medidas cautelares ex artículo 76 del Reglamento, aunque con dos diferencias básicas: en primer lugar, se requiere instancia de parte y, en segundo término, el Reglamento deja abierta la posibilidad de formular las observaciones pertinentes al respecto, por escrito o en una audiencia oral.

Una vez que la Corte ha indicado estas medidas[37], mantiene un control muy leve sobre su ejecución, ya que el Reglamento en su artículo 78, establece que la Corte se reserva la posibilidad de solicitar información a las partes acerca de la puesta en práctica de las medidas dictadas. Ciertamente, pretende ser un control sobre la ejecución de éstas, aunque se queda en algo tan superficial que a duras penas puede ser calificado como tal[38]. Algunos autores afirman que el único problema delicado que plantea este procedimiento incidental es el de su autoridad: si de ellas deriva una obligación jurídica o tan sólo poseen un carácter recomendatorio[39]. Un sector doctrinal opina acertadamente a nuestro entender, que ha de existir una obligación jurídica de ejecutar las medidas cautelares adoptadas por la corte[40]. Sin embargo, esta opinión no es unánime puesto que en su contra se han manifestado también algunos autores[41].

La cuestión que se plantea a continuación es que, dado que estas medidas son de obligado cumplimiento, en el supuesto de no proceder a su ejecución ¿la parte cumplidora podría recurrir al Consejo de Seguridad en virtud del artículo 94.2 de la Carta de Naciones Unidas? La mayoría de la doctrina resuelve negativamente esta cuestión[42]. Sin embargo, se trata de un problema no resuelto jurisprudencialmente, aunque se suscitó con ocasión del asunto de la Anglo-Iranían Oil Company. La Corte, en este caso, dictó una serie de medidas y ante el incumplimiento de las mismas por Irán, el Reino Unido acudió al CdS por entenderle competente para la ejecución forzosa de la ordenanza anterior. Sin embargo, una vez puesta la situación en conocimiento del Consejo de Seguridad,

[35] Como ocurrió en los asuntos de la Anglo-Iranian oil company, Sentencia del 22 de julio de 1952. n CIJ ecueil 1952, p.114; Ensayos Nucleares (Australia c.Francia y nueva Zelanda c. Francia) Sentencia del 20 de diciembre de 1974. En: CIJ Recueil 1974, p.272 y 478 respectivamente.

[36] Esto sucedió en el asunto de la Competencia en materia de pesquería, ordenanza del 12 de julio en 1973, En: CIJ Reueil 1973, p. 302-304.

[37] Normalmente las medidas cautelares adoptadas por la Corte consiste en un mandato dirigido a una de las partes-denuncias del tratado de comercio chino belga, a China; Compañía de electricidad de Sofía, a Bulgaria; en la competencia en materia de pesquerías, a Islandia; en los Ensayos nucleares, a francia; en el personal Diplomático y consular de estados Unidos en Teherán, a Irán; en las actividades militares y paramilitares en y contra nicaragua, a Estados unidos-, pero también-aunque en escasas ocasiones- puede adoptar medidas que deban ejecutar ambos. También CPJI y posteiormente la CIJ han intentado lograr un acuerdo provisional interpartes acerca de la cuestión por la que se solicita la adopción de este tipo de medidas. En el caso del tratado de Comercio chino-belga.La corte dicta medidas provisionales-Ordenanzas del 8 de enero de 1927 En: CPJI Série A número 8, p.6-, un mes más tarde constata la existencia de un acuerdo en este sentido y anula su auto anterior-Ordenanza del 15 de febrero de 1927 CPJI, Serie A número 8, p.9.

[38] En el asunto relativo a Groenlandia oriental, el tribunal rechaza la demanda Noruega solicitando medidas provisionales convencida de que las partes tenían intención de evitar incidentes-CPJI, Serie A/B, número 54, p. 277-. n el asunto del Principe de Pless, la CPJI constató la existencia de un acuerdo entre las partes declarando sin objeto la demanda alemana CPJI Serie A/B número 54, p. 150.

[39] Como L. DELBEZ Op. Cit p. 118.

[40] Vid. A COCATRE- ZILGIEN *"Les mesures conservatories en Droit International"*, En Revue Egyptienne de Droit International, 1955, p.98; M. DUBISSON Op. Cit., p.223; GOLDSWORTHY *"Interim measures of Protectión in the International Court of justice"* En: AJIL, 1974, p. 258; P.GUGGENHEIM. Op. Cit., p 679; A. EL- AOUALI *"Effets juridiques de la sentence internationale. Contribution a L´exécution des normes internationales"*, aris 1984, p.92-100; K.OELLERS-FRAHM. Op. Cit.,p.71-2; P. PESCATORE Op. Cit.,p. 350; Sh. ROSEDNNE *"The Law and Practice of the International Court"*, vol.1,Leyden 1965, p.141-142; J.SZTUCKI. op. Cit., p. 269-294.

[41] Como G. TESAURO. Op. Cit., 894-901; como G.TESAURO quien además de senalar que la adopción de estas medidas "no vincola le parti", subraya *"ma addirittura non ha senso"*; U. VILLANI *"In tema di indicazioni di misure cautelari da parte della Corte Internazionale di Giustizia"* En RDI, 1974, p.670-676-. P.GUGGENHEIM op. Cit., p.679, entendía que el artículo 41 del statuto de la CPJI- y de la CIJ- contenía una derogación indirecta del principio de las medidas cautelares dispositivas, consagrado en los Tratados Bryan,derogación derivada de la introducción de la obligación de notificar las medidas cautelares al Consejo de la Sociedad de Naciones apreciación que pueden mantenerse en las actualidad.

[42] L.DELBEZ. Op. Cit., p. 118; M.DUBISSON. Op., p. 223; P PESCATORE. Op. Cit., p.350; GOLDSWORTHY "Interim measures of Protection in the International Court of justice". En AJIL, 1974, p. 258; P.GUGGENHEIM. Op. Cit., p.679; K.OELLERS-FRAHM. Op. Cit., p.71-2; P.PESCATORE. Op. Cit., p.350; Sh. ROSENNE *"The law and Practice of the international Court"*, Vol.1 Ledyden 1965, p. 141-142; J.SZTUCKI. op. Cit., 269-294, debido a la formulación del artículo 94.2 de la Carta.

la corte se declaró incompetente para conocer del fondo del asunto, por lo que el tema que nos ocupa quedó pendiente. El Reino Unido utilizó loas artículos 35 y 39 de la Carta, en lugar del 94.2, evitando los problemas que plantea este último. El objeto de los preceptos utilizados en esta ocasión por el Gobierno del Reino Unido es someter la controversia a la atención del consejo de Seguridad, artículo 35 para que este órgano recomiende o decida las medidas que deberán adoptarse de conformidad con los artículos 41 y 42 para mantener o restablecer la paz y la seguridad internacionales - artículo 39. Utilizando aquel procedimiento estaríamos sometiendo la nueva controversia surgida en torno de la ejecución de ésta, a conocimiento del CdS. En definitiva, se trata del empleo paralelo de dos métodos de arreglo pacífico de controversias: ante la Corte jurisdiccional y ante el CdS político.

Esta es la única vía que, consideramos, cuenta con fundamento jurídico suficiente para que el CdS pueda conocer del incumplimiento de las medidas cautelares indicadas por la corte. Además, la existencia de un doble procedimiento de arreglo no impide la competencia de la Corte para conocer del asunto[43].

En el caso que nos ocupa, no habría tenido sentido recurrir al artículo 94.1 de la Carta, puesto que una vez incumplida la Ordenanza de la Corte (consumada la pena capital sobre A.F. Breard) no da lugar a la ejecución forzosa de la misma debido al contenido de la misma que no era otro que la suspensión de la ejecución del ciudadano paraguayo que es objeto de la protección diplomática.

La solicitud de medidas cautelares tiende en general a aumentar, pero ni con mucho se acerca su número al de otros incidentes procesales solicitados a la CIJ como las excepciones preliminares[44]. El panorama es más desolador cuando se toma en consideración la actitud de los demandados ante las medidas indicadas por la corte. Hemos de tener en cuenta que habitualmente se dictan en medio de la impugnación de la competencia de la Corte (como ocurre en el asunto Breard) y la ausencia del demandado (sentencias dictadas en rebeldía), han sido a menudo desatendidas por sus destinatarios[45].

CONCLUSIONES

Este asunto supone que los Estados Unidos, en la CIJ, vuelven ocupar el lugar procesal de demandado, a pesar de la retirada en 1984 de su declaración de aceptación de la jurisdicción obligatoria de este Tribunal (como consecuencia de la sentencia en el asunto de las actividades militares y paramilitares en y contra Nicaragua – Exportaciones preliminares[46]). Desde entonces su presencia en la Corte se ha producido en dos asuntos más.

1) Como demandante, en el caso de la diferencia relativa a la Elettronica Sicula S.pA. ELSI[47]. En esta ocasión, Estados Unidos acudió a la Corte para ejercer la Protección Diplomática de sus nacionales, accionistas de esta sociedad y que habían visto perjudicados sus intereses (según las alegaciones estadounidenses) por la actuación de Italia. El fundamento de la jurisdicción de la CIJj se encontraba entonces en el artículo XXVI del Tra-

[43] En este sentido ha pronunciado el tribunal en distintas ocasiones: en el asunto de la Plataforma Continental del mar Egeo-Sentencia del 19 de diciembre de 1978. En: CIJ Recueil 1978, p.12-; Personal Diplomático y consular de Estados Unidos en Teheran-Ordenanza del 15 de diciembre de 1979. En: CIJ Recueil 1979, p.15-; Actividades militares y paramilitares en y contra Nicaragua- Ordenanza del 10 de mayo de 1984, En: CIJ Recueil 1984, p. 207- y en el asunto de la diferencia fronteriza entre Burkina faso y la República de Mali- Ordenanza.

[44] Desde 1946 se ha solicitado la adopción de medidas cautelares en menos de una docena de ocasiones: Anglo-Irania Oil Company, Ordenanza del 5 de julio de 1951, p. 89 y ss.; Interhandel, Ordenanza del 24 de octubre de 1957, En: CIJ Recueil 1957 , p. 105 y ss.; Comnpetencia en materia de pesquerías'UK c. Islandia'Ordenanza del 12 de julio de 1972. En: CIJ Recueil 1972, P.35 y ss; Ensayos Nucleares'Australia c. Francia-Ordenanza del 22 de junio de 1973, en CIJ Recueil 1973, p.135 y ss.; Prisioneros de guerra paquistaníes Ordenanza del 13 de julio de 1973. En: CIJ Recueil 1973,p.238 y ss; Plataforma continental del Mar Egeo – Grecia c. Turquía-, Ordenanza del 11 de septiembre de 1976. En: CIJ Recueil 1976,p. 3 y ss; Personal diplomático y consular de Estados Unidos en Teheran Ordenanza del 15 de diciembre de 1979. En: CIJ Recueil 1979,p.7 y ss.Actividades militares y paramilitares en y contra Nicaragua-Nicaragua c. Estados unidos en Ordenanza del 10 de mayo de 1984. En CIJ Recueil 1984, p. 186 y ss.; Diferencia fronteriza entre Burkina Faso y Malí, Ordenanza del 10 de enero de 1986. En: CIJ Recueil 1986, p. 3 y ss.; asunto relativo a la Sentencia arbitral de 31 de julio de 1989 (Guinea Bissau c. Senegal), Ordenanza del 2 de marzo de 1990. En 1990. En: CIJ Recueil 1990, p. 64 y ss.; asunto del Pasaje por el Gran Belt, Ordenaza del 29 de julio de 1991. En: CIJ Recueil 1991, p.12 y ss.; Cuestiones de interpretación y aplicación de la Convención Montreal de 1971, acerca del incidente aéreo en Lockerbie Libia c. UK y Libia c. Estados Unidos Ordenanza del 14 de abril de 1992. En CIJ Recueil 1992. En: CIJ Recueil 1992, p. 3-26 y 114-128; Aplicación de la Convención de la Prevención y represión del crimen de genocidio – Bosnia y Herzegovina c. Yugoslavia (Serbia y Montenegro)- Ordenanza del 8 de abril y 13 de septiembre de 1993. En: CIJj Recueil 1993, p. 3 y ss. Y 325 y ss.

[45] El incumplimiento de las medidas cautelares decididas por la Corte es un hecho harto frecuente. Hemos de tener en cuenta que al menos en cinco de los casos en los que fueron adoptadas por esta institución, no resultaron aplicadas Anglo-Iranian, Competencia en materia de pesquerías, ensayos nucleares, personal diplomático y Consular de Estados Unidos en Teherán y actividades militares y paramilitares en y contra Nicaragua y, más recientemente, en el asunto relativo a la aplicación de la Convención para la prevención y represión del crimen de genocidio (Bosnia-Herzegovina c. Yugoslavia), además, evidentemente, del caso que nos ocupa.

[46] Sentencia del 26 de noviembre de 1984. En: CIJ Recueil 1984 , p. 396 y ss

[47] Sentencia del 20 de julio de 1989. En: CIJ Recueil 1989, p. 15 y ss.

tado de Amistad, Comercio y Navegación del 2 de junio de 1948 entre Estados Unidos e Italia, siendo sustentado el procedimiento no ante el Pleno de la CIJ, sino ante una sola constituida ad hoc ex artículo 26.2 del Estatuto de la CIJ.

2) Como demandado en el asunto Lockerbie que sí supuso la vuelta de los Estados Unidos a la CIJ ocupando por primera vez desde 1984 esa posición procesal. En este caso, Libia demandó a Estados Unidos por violación del Convenio de Montreal del 23 de setiembre de 1971, sobre represión de actos ilícitos contra la seguridad de la aviación civil. Este texto Convencional faculta a los Estados partes a conceder la extradición de quienes hayan realizado los actos contra la seguridad de la aviación civil tipificados en el Tratado y sirve de fundamento convencional en el supuesto de que no exista un tratado bilateral de extradición entre los estados interesados. La Convención de Montreal no obliga a los Estados a entregar al delincuente cuando se encuentre en su territorio, puesto que su artículo 7 posibilita la negativa a la petición que pudieran formular en este sentido otros Estados. Eso sí, el Estado que se niegue a la extradición debe enjuiciar al reiterado delincuente como si se tratara de un delito común de carácter grave, de acuerdo con su legislación interna. En el caso Lockerbie Estados Unidos (y Reino Unido) ha presionado a Libia para que le entreguen los presuntos delincuentes, mientras que Libia estima que la extradición no tiene razón de ser puesto que ha cumplido la excepción prevista en el artículo 7 de la Convención de Montreal. La CIJ se pronunció el 27 de febrero de 1998 a favor de su competencia para conocer del fondo del asunto, aspecto éste que era cuestionado por los Estados Unidos.

Por otra parte, el caso Breard se asemeja al de las actividades militares y paramilitares en y contra Nicaragua (Nicaragua c. Estados Unidos) en que nuevamente el Estado que actúa como demandante es latinoamericano y se trata del supuesto incumplimiento de las medidas cautelares indicadas por la corte. Junto a las semejanzas existe también una diferencia (además de la evidente diversidad material entre ambos asuntos); el vínculo jurisdiccional establecido. Recordemos que en el asunto de Nicaragua el citado vínculo se encuentra en las declaraciones de aceptación de la jurisdicción obligatoria de la CIJ realizadas ex artículo 36.2 del Estatuto de este Tribunal tanto por Nicaragua como por Estados Unidos. Por el contrario, en el caso Breard nos encontramos con una cláusula compromisoria, del mismo modo que ocurría en el caso de la Elettronica Sicula S.p. A. ELSI y sucede también con el de Lockerbie.

Sin embargo, en el asunto de la ELSI la cláusula compromisoria se encuentra en un tratado bilateral (del Tratado de Amistad, Comercio y Navegación del 2 de junio de 1948 entre Estados Unidos e Italia), mientras que en los casos Lockerbie y Breard está insertada en un texto convencional multilateral (en el primero se trata del Convenio de Motreal de 1971 sobre represión de actos ilícitos contra la seguridad de la aviación civil; en el segundo de la convención de Viena de 1963 sobre relaciones consulares).

El vínculo jurisdiccional no podía ser otro (salvo el compromiso) si tenemos en cuenta que desde 1984 Estados Unidos carece de una declaración facultativa u opcional del artículo 36.2 del Estatuto de la CIJ y que el artículo 1 del Protocolo de firma facultativo de la CV63, del que ambos Estados (tanto Paraguay como Estados Unidos) son partes, establece la competencia obligatoria de la CIJ para todos los asuntos relativos a la interpretación y aplicación de este texto convencional.

El asunto relativo a la Convención de Viena sobre las relaciones consulares (Paraguay c. Estados Unidos) se distingue de los anteriores en que es el único que no se ha resuelto mediante sentencia, puesto que el Estado demandante ha desistido de la continuación del procedimiento.

Por otra parte, en este asunto, nuevamente, Estados Unidos, igual que hicieran otros muchos Estados y él mismo, desobedece la indicación de las medidas cautelares indicadas por la corte[48]. Cierto es que, como hemos visto, las medidas cautelares se indican (no es un fallo judicial), en una Ordenanza que no goza de los efectos de una Sentencia de la CIJ (aunque defendamos que la adopción de las reiteradas medidas cautelares por el Tribunal crea en las partes la obligación jurídica de ejecutarlas). Desde un punto de vista estrictamente material es evidente la necesidad de aplicación de las medidas indicadas por la Corte, puesto que como se ha visto supra, el objeto que se persigue con ellas no es sino el de proteger (con carácter urgente) los derechos que son el objeto de la demanda de Paraguay que no era otro que el ejercicio de la protección diplomática traducida en el intento de evitar la ejecución de uno de sus nacionales.

[48] No podemos olvidar que las medidas cautelares son los incidentes procesales que se han incumplido casi en tantos casos como en los que se han dictado.

Por otra parte, aunque consideremos que la indicación provisional de medidas cautelares por la corte se configura como una obligación jurídica para la(s) parte(s) a la(s) que el Tribunal encarga su ejecución, lo cierto es que en el supuesto de incumplimiento de las mismas carecemos de la posibilidad de ejecución forzosa de estos instrumentos jurídicos (las ordenanzas o providencias) puesto que el artículo 94.2 de la carta de las Naciones Unidas sólo ampara la de las Sentencias. Esta puede ser considerada una interpretación muy formalista del precepto indicado, aunque de momento no existe una práctica que venga a indicarnos si es correcta o no, puesto que nunca se ha utilizado.

En otro orden de consideraciones, no podemos olvidar que la estructura interna de los Estados Unidos confiere un elevado ámbito de poder a los Estados federados y es uno de estos últimos (Virginia) el que incumple la indicación de medidas cautelares realizada por la CIJ, pero en cualquier caso, el responsable de la no ejecución de la Ordenanza son los Estados Unidos puesto que el Ordenamiento Internacional desconoce entes menores del Estado y todas aquellas infracciones que pudieran cometer éstos le resultan imputables a aquél del que forman parte. Es cierto que la Secretaría de Estado de los Estados Unidos solicitó sin éxito el cumplimiento de la Ordenanza de la Corte, pero ahí quedaron todos los intentos por procurar la aplicación de la misma.

En definitiva, el resultado al que nos conduce este nuevo incumplimiento de las Ordenanzas en las que se indican medidas cautelares es a la imposibilidad de lograr el resultado propuesto por Paraguay a la Corte: la *restitutio in integrum*.

En definitiva, el procedimiento emprendido por Paraguay podrían haber seguido adelante aunque, en esta ocasión, al incumplirse las medidas cautelares indicadas por la CIJ se hubiera destruido el bien que Paraguay pretendía defender al interponer la demanda: la vida de un nacional del Estado demandante. A partir del 14 de Abril, debido a la ejecución de la pena capital a la que fue sentenciado A.F.Breard, la protección diplomática que ejercía Paraguay ante la CIJ necesariamente debía cambiar la modalidad de reparación pretendida restitutio in integum (por la imposibilidad de conseguirla debida precisamente a la actuación del Estado demandado) por la subsidiaria; reparación por equivalencia.

Aunque inicialmente el procedimiento parecía que iba a continuar (de hecho el pasado 9 de octubre el Gobierno de Paraguay depositaba su memoria en el procedimiento preliminar que debía resolver la cuestión de la competencia de la Corte para conocer del fondo del asunto, puesta en duda por Estados Unidos) lo cierto es que el 2 de noviembre Paraguay ponía en conocimiento de la Corte su intención de desistir. En vista de que el Estado demandado no se oponía al desistimiento paraguayo, a la CIJ no le quedó otro remedio que dictar una Ordenanza el día 10 de Noviembre dando fe del desistimiento y ordenar que el asunto fuera borrado de la lista de los pendientes.

Sin embargo, si el desistimiento no se hubiera producido el arreglo judicial de la controversia tampoco habría sido inmediato, debido al nivel de trabajo de que goza en la actualidad la CIJ, superadas ya afortunadamente las crisis pasadas. Este que es un aspecto positivo la recuperación de la confianza perdida por los Estados en la solución judicial de las controversias internacionales se traduce necesariamente un efecto muy negativo, como es el de las excesivas demoras en el fallo de los casos sometidos a conocimiento de este Tribunal. Quizá el asunto que nos ocupa hubiera sido un buen punto de partida para examinar profundamente el funcionamiento de la Corte al objeto de intentar establecer un sistema de arreglo judicial de controversias realmente eficaz intentando evitar entre otros los dos problemas que se ponen de relieve en él.: (1) por una parte la consecuencia del incumplimiento de las medidas cautelares indicadas por la CIJ; (2) las demoras excesivas en la solución de las controversias sometidas al conocimiento del Tribunal.

Jaime A. Murguia Cavero

NOTARIO - ABOGADO

HORARIO CORRIDO
De Lunes a Viernes
9:00 am. a 5:45 pm.

Av. Rivera Navarrete 881 - San Isidro - Lima 27
☎ 442-0300 Fax: 442-0850

S. Alejandro Collantes Becerra

NOTARIO DE LIMA

Av. El Polo 103 - Surco
(Esq. cuadra 12 Av. Primavera)

Horario de atención
Lunes a viernes : 9 am. a 6 pm.
Sábado : 9 am. a 1 pm.

Teléfonos : 437-3919 / 437-0771 / 437-0690
Telefax : 437-5155
E-mail : acollantes@terra.com.pe

LA SIMPLIFICACIÓN ADMINISTRATIVA: UN ASUNTO COMPLEJO

Milagros Maraví Sumar*

En el presente artículo la autora analiza uno de los temas de más urgente solución en todo ordenamiento jurídico: crear y mantener un sistema administrativo eficiente, rápido y justo, tanto a nivel de normas como en su ejecución.

Teniendo ello en cuenta y enfocando el tema desde un ángulo diferente, la autora propone una nueva vía de solución.

La autora describe la situación jurídica actual del sistema administrativo en nuestro país, las soluciones que da el ordenamiento jurídico, y los numerosos problemas que éste genera; enfocando el tema a la vez, desde un ángulo diferente, la autora.

INTRODUCCIÓN

En los últimos diez años se han producido notables avances en materia de simplificación administrativa y en la desregulación que ha acompañado al cambio del rol del Estado en la economía y la sociedad.

Con respecto a la simplificación administrativa, hitos importantes son la Ley de Simplificación Administrativa (Ley 25035) y su reglamento, el Título IV de la Ley Marco para el Crecimiento de la Inversión Privada (Decreto Legislativo 757) y su reglamento, y la creación y funcionamiento de la Comisión de Acceso al Mercado del Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y la Propiedad Intelectual (INDECOPI).

No será materia de este trabajo describir el contenido de las normas señaladas ni relatar la valiosa experiencia de la Comisión de Acceso al Mercado del INDECOPI, temas que han sido objeto de numerosos estudios y conferencias que el lector puede haber revisado o atendido. Nuestro propósito es identificar los problemas que enfrenta actualmente la simplificación administrativa en el Perú y esbozar algunas ideas para su solución.

I. PRINCIPALES PROBLEMAS DE LA SIMPLIFICACIÓN ADMINISTRATIVA

A partir de nuestra experiencia, que proviene de un estudio permanente sobre el tema, así como del trabajo con entidades públicas y privadas en consultorías sobre el diagnóstico y solución de los problemas de la simplificación administrativa, pode-

* Abogada y profesora universitaria.

mos afirmar que los tres principales problemas que ésta enfrenta y que deben ser objeto de atención inmediata son los siguientes: a) la reducción de la simplificación administrativa al ámbito de la regulación sobre los Textos Únicos de Procedimientos Administrativos (TUPA); b) la falta de un eficiente sistema de control y fiscalización del cumplimiento de los principios y normas sobre simplificación administrativa; y, c) las carencias y defectos de las acciones de fiscalización posterior. De estos problemas se derivan otros pero son estos tres señalados los que deben merecer atención privilegiada.

a) La reducción de la simplificación administrativa al ámbito de la regulación sobre los Textos Únicos de Procedimientos Administrativos (TUPA)

Un hecho que explica en gran parte los problemas que enfrenta la simplificación administrativa en el Perú es el que ésta se ha querido reducir, a partir de la vigencia del Decreto Legislativo 757 y con la creación de los Textos Únicos de Procedimientos Administrativos (TUPA), a un conjunto normativo que se limita a establecer qué debe (o no debe) contener un TUPA.

Así, cada vez que se aborda el tema de la simplificación administrativa tanto los funcionarios de la administración como los abogados nos avocamos directamente a discutir sobre los TUPAs y la clasificación de los procedimientos (según sean de aprobación automática o de evaluación previa), los casos en los que se aplican los silencios administrativos y el listado de los documentos que se pueden o no pedir a los administrados. Sin embargo, si sólo entramos a estos temas efectivamente parecemos encontrarnos ante un listado de "frenos" y "prohibiciones" para los funcionarios, y de "privilegios" o derechos en favor de los administrados para defenderse de la posible arbitrariedad de aquéllos. En ese camino se han perdido de vista los principios que inspiran la simplificación administrativa y sus objetivos.

El objetivo inmediato de la simplificación administrativa es que los procedimientos que deben seguir los ciudadanos ante la administración tengan costos razonables y no impongan trabas innecesarias. ¿Por qué? Porque la vigencia de procedimientos complicados, con trabas y costos irrazonables, no sólo afecta el interés particular de cada ciudadano que se ve obligado a acudir a la administración[1], sino a la sociedad en su conjunto, al limitar el acceso al mercado (fomentando la informalidad) y así restringir la libre competencia y afectar a los consumidores que son los que deben pagar mayores precios en un mercado distorsionado, conforme más trámites, requisitos y costos (legales o ilegales) existan. Los problemas para la captación de recursos de la inversión nacional y extranjera son asimismo evidentes, lo cual determina también una menor recaudación de tributos (idealmente, la fuente principal de ingresos del Estado).

Sin embargo, el objetivo más ambicioso de la simplificación administrativa es lograr que el Estado, y más precisamente la administración pública, se dirijan al cumplimiento de sus fines: estar al servicio del ciudadano, velando al mismo tiempo por el interés general, lo cual legitima al Estado en su conjunto frente a la población en beneficio de la vigencia del Estado de Derecho. Como nos recuerda Siegan[2], y debemos tener siempre presente, "El Estado existe para beneficio de las personas, el ser humano no existe para beneficio del Estado".

En ese sentido, la simplificación administrativa debe ser entendida como un conjunto de principios que regulan la organización de la administración para el trato con el administrado, principios que inspiran las normas que conocemos sobre simplificación administrativa (incluidas las que se refieren a los TUPA).

La Ley de Simplificación Administrativa vigente presenta tales principios en su artículo segundo, que dispone que las funciones que desarrolla la administración pública están sujetas a los siguientes principios generales:

1. La presunción de veracidad, que rige en las relaciones de aquélla con sus funcionarios y servidores y con el público y que consiste en suponer que las personas dicen la verdad. Esta presunción admite prueba en contrario.

2. La eliminación de las exigencias y formalidades cuando los costos económicos que ellas impongan sobre la sociedad excedan los beneficios que le reportan.

[1] Recordemos que con respecto a los procedimientos administrativos el Estado actúa como proveedor único de servicios indispensables pues existen normas que obligan a seguirlos para la realización de determinadas actividades económicas y sociales.

[2] SIEGAN, Bernard. "Reforma Constitucional" Citel: Lima. 1993 p. 5.

3. La desconcentración de los procesos decisorios a través de una clara distinción entre los niveles de dirección y los de ejecución.

4. La participación de los ciudadanos en el control de la prestación de los servicios por parte de la Administración Pública y en la prestación misma de los servicios.

Todas las disposiciones de la referida Ley en adelante y todo el resto de normas sobre simplificación administrativa surgen y se organizan sobre la base de estos principios.

Tanto en el proyecto de Ley de Normas Generales de Procedimientos Administrativos, recientemente aprobado por la Comisión creada mediante Resolución Ministerial 198-97-JUS (en adelante, la Comisión), como en el proyecto de Ley de Simplificación Administrativa de la Presidencia del Consejo de Ministros (PCM) -que toma al primero como base de trabajo- se incluyen descripciones más amplias de esos principios y se añaden otros[3]. Así, tenemos los siguientes:

1. Principio de Simplicidad: los trámites establecidos por la autoridad administrativa deberán ser sencillos, debiendo eliminarse toda complejidad innecesaria; es decir, los requisitos exigidos deberán ser racionales y deberán ser proporcionales a los fines que se persigue cumplir.

2. Principio de Uniformidad: La autoridad administrativa deberá establecer requisitos similares para trámites similares, garantizando que las excepciones a los principios generales no sean convertidas en la regla general. Toda diferenciación deberá basarse en criterios objetivos debidamente sustentados.

3. Principio de Celeridad: Quienes participan en el procedimiento deben ajustar su actuación de tal modo que se dote al trámite de la máxima dinámica posible, evitando situaciones procesales que dificulten su desenvolvimiento o constituyan meros formalismos, a fin de alcanzar una decisión en tiempo razonable, sin que ello releve a las autoridades del respeto al debido procedimiento o vulnere el ordenamiento.

4. Principio de Predictibilidad: La autoridad administrativa deberá brindar a los administrados o sus representantes información veraz, completa y confiable sobre cada trámite, así como sobre los criterios de interpretación que utiliza en ejercicio de su competencia, de modo tal que el administrado al iniciarlo pueda tener una conciencia bastante certera de cuál será el resultado final que obtendrá.

5. Principio de Presunción de Veracidad: En la tramitación del procedimiento administrativo se presume que los documentos y declaraciones formuladas por los administrados en la forma prescrita por esta ley responden a la verdad de los hechos que ellos afirman. Esta presunción admite prueba en contrario.

6. Principio de Privilegio de Controles Posteriores: La tramitación de los procedimientos administrativos se sustentará en la aplicación de la fiscalización posterior; reservándose la autoridad administrativa el derecho de comprobar la veracidad de la información presentada y de aplicar las sanciones pertinentes en caso que la información presentada no sea veraz.

7. Principio de Participación: Las entidades deben brindar las condiciones necesarias a todos los administrados para acceder a la información que administren sin expresión de causa, salvo aquellas que afectan la intimidad personal, las vinculadas a la seguridad nacional o las que expresamente sean excluidas por ley; y extender las posibilidades de participación de los administrados y de sus representantes, en aquellas decisiones públicas que les puedan afectar, mediante cualquier sistema que permita la difusión, el servicio de acceso a la información y la presentación de opinión.

Lamentablemente, es tan abundante y dispersa la normatividad sobre simplificación administrativa que todos los actores (administración, administrados, abogados, economistas, etc.) nos hemos extraviado al interior de ese conjunto normativo y hemos perdido de vista los principios que la inspiran.

b) La falta de un eficiente sistema de control y fiscalización del cumplimiento de los principios y normas sobre simplificación administrativa

Existe un deficiente e incompleto sistema de control del cumplimiento de los principios y normas de simplificación administrativa que conspira contra la vigencia de ésta.

[3] Tuve la oportunidad de participar en la preparación de ambos proyectos.

Tal sistema de control está constituido por una serie de normas que permiten denunciar al funcionario público que incumple las reglas de simplificación administrativa y que éste sea pasible de una sanción administrativa o penal que rara vez se aplica.

Entre esas normas tenemos:

a) El artículo 37 del Reglamento del Decreto Legislativo 757 que dispone que:

"El funcionario público a cargo de la recepción de las solicitudes o formularios que arbitraria e injustificadamente determine que la solicitud o formulario adolece de defectos u omisiones que requieren subsanación, o exija la presentación de requisitos o el pago de derechos que no consten expresamente en el TUPA, será pasible de la aplicación de las sanciones a que se refiere el Capítulo V del Título I del Decreto Legislativo 276, Ley de Bases de la Carrera Administrativa y de Remuneraciones del Sector Público. Iguales sanciones serán aplicables a cualquier otro servidor o funcionario público que incurra en las mismas fallas disciplinarias".[4]

b) El artículo 38 del mismo Decreto Legislativo 757 que señala que:
"El funcionario titular de la oficina de administración de la entidad correspondiente que determine para su inclusión en el TUPA un cobro por concepto de los derechos de tramitación de los procedimientos administrativos que no se ajuste a lo establecido en el artículo 31 del presente Reglamento, incurrirá en el delito de abuso de autoridad previsto en el artículo 376 del Código Penal".

c) El artículo 39 que dispone que:
"En el caso de incumplimiento de lo prescrito en el artículo 12 del Reglamento[5], los particulares podrán interponer, indistinta o conjuntamente, y sin perjuicio de las acciones civiles o penales a que hubiera lugar, los siguientes reclamos:

a) La queja a que se refiere el artículo 108 de la Ley de Normas Generales de Procedimientos Administrativos;
b) Un reclamo al órgano de control interno de la entidad respectiva; o
c) El recurso de queja ante el Fiscal de la Nación a que se refiere el artículo 67 del Decreto Legislativo 52".

d) El artículo 40 que establece que:
"En el caso de que los funcionarios o servidores públicos soliciten al particular un donativo, una promesa o cualquier otra ventaja indebida para favorecer, realizar u omitir un procedimiento administrativo o alguno de sus requisitos, ya sea en cumplimiento o en violación de sus funciones, los particulares podrán interponer contra éstos, indistinta o conjuntamente, y sin perjuicio de las acciones civiles o penales a que hubiera lugar, las siguientes denuncias:
a) Ante el órgano de control interno de la entidad respectiva.
b) Ante el Ministerio Público conforme a lo dispuesto en los artículos 11, 12 y 13 del Decreto Legislativo 52.[6]

Por otro lado, el Decreto Ley 25868 que norma la Organización y Funciones del INDECOPI señala en su artículo 26 *bis* que:

"La Comisión de Acceso al Mercado es competente para conocer sobre los actos y disposiciones de las entidades de la Administración Pública, incluso del ámbito municipal o regional, que impongan barreras burocráticas que impidan u obstaculicen ilegal o irracionalmente el acceso o permanencia de los agentes económicos en el mercado, en especial de las pequeñas empresas, y de velar por el cumplimiento de las disposiciones sobre la materia establecidas en los Decretos Legislativos 283, 668, 757, el artículo 61 del Decreto Legislativo 776 y la Ley 25035, en especial los principios generales de simplificación administrativa contenidos en su artículo 2, así como las normas reglamentarias pertinentes. Ninguna otra entidad de la Administración Pública podrá arrogarse estas facultades. La Comisión, mediante resolución, podrá eliminar las barreras burocráticas a que se refiere este artículo".

La Comisión podrá imponer sanciones y multas al funcionario o funcionarios que impongan la barrera burocrática declarada ilegal, sin perjuicio de la responsabilidad administrativa y la formulación de la denuncia penal correspondiente, de ser el caso.

[4] Norma que se repite en el TUO de la Ley de Normas Generales de Procedimientos Administrativos. Que señala que sólo podrá exigirse a los administrados el cumplimiento de procedimientos y requsitos establecidos en el TUPA.
[5] Que señala que sólo podrá exigirse a los administrados el cumplimiento de procedimientos y requsitos establecidos en el TUPA.
[6] Norma que se repite en el TUO de la Ley de Normas Generales de Procedimientos Administrativos. Que señala que sólo podrá exigirse a los administrados el cumplimiento de procedimientos y requsitos establecidos en el TUPA.Que señala que sólo podrá exigirse a los administrados el cumplimiento de procedimientos y requsitos establecidos en el TUPA.

En caso que la presunta barrera burocrática haya sido establecida en un Decreto Supremo o Resolución Ministerial, la Comisión no podrá ordenar su derogatoria o inaplicación ni imponer sanciones. En tal supuesto, el pronunciamiento de la Comisión se realizará a través de un informe que será elevado a la PCM para ser puesto en conocimiento del Consejo de Ministros a fin de que éste adopte las medidas que correspondan.

La misma Comisión de Acceso al Mercado del INDECOPI, según el artículo 61 del Decreto Legislativo 776 (Ley de Tributación Municipal) tiene a su cargo cautelar el que no se apliquen tributos que contravengan las normas del referido artículo que dispone que:

"Las Municipalidades no podrán imponer ningún tipo de tasa o contribución que grave la entrada, salida o tránsito de personas, bienes, mercadería, productos y animales en el territorio nacional o que limiten el libre acceso al mercado.

En virtud de lo establecido por el párrafo precedente, no está permitido el cobro por peaje; fumigación; o el cargo al usuario por el uso de vías, puentes y obras de infraestructura; ni ninguna otra carga que impida el libre acceso a los mercados y la libre comercialización en el territorio nacional.

El incumplimiento de lo dispuesto en el presente artículo genera responsabilidad administrativa y penal en el Director de Rentas o quien haga sus veces".

Las personas que se consideren afectadas podrán acudir al INDECOPI o al Ministerio Público (en caso de responsabilidad penal).

El único mecanismo de fiscalización y control del cumplimiento de las normas de simplificación administrativa que funciona en la actualidad es el que está en manos de la Comisión de Acceso al Mercado del INDECOPI que, como hemos señalado, es competente para conocer sobre los actos y disposiciones de las entidades de la Administración Pública, incluso del ámbito municipal o regional, que impongan barreras burocráticas que impidan u obstaculicen ilegal o irracionalmente el acceso o permanencia de los agentes económicos en el mercado, así como cobros de derechos de tramitación municipales ilegales.

La pretendida responsabilidad administrativa y penal recogida en las normas descritas es "letra muerta". Todo ese ámbito de responsabilidad no funciona como medio de control y fiscalización porque, como es obvio, por una lado se sustenta en funcionarios públicos que deben sancionar a sus pares y, por el otro lado, en la denuncia de administrados que tienen más interés en solucionar su problema con un trámite concreto que en buscar la sanción administrativa o penal de los funcionarios públicos. Nos encontramos ante un sistema que no favorece la advertencia interna de aquello que no funciona bien ni tampoco la denuncia por parte de la ciudadanía, ya que las soluciones se centran fundamentalmente en la sanción del agente. Es necesario desarrollar mecanismos con objetivos de *accountability* más vinculados a la prevención o a la reparación, lo cual es indispensable para el funcionamiento adecuado de las normas de simplificación administrativa.

En ese sentido, creemos que, a partir de la experiencia desarrollada por la Presidencia del Consejo de Ministros (PCM) en materia de asesoría en simplificación administrativa a las distintas entidades del gobierno central desde 1998, se puede desarrollar un mecanismo de carácter preventivo a cargo de la PCM que, sin perjuicio de las facultades atribuidas a la Comisión de Acceso al Mercado, se encargue (como señala el Proyecto de Ley de Simplificación Administrativa de la PCM) de asesorar a las entidades en materia de simplificación administrativa y evaluar de manera permanente los procesos de simplificación administrativa al interior de éstas, supervisar y fiscalizar el cumplimiento de las normas sobre el tema, detectar los incumplimientos de la misma y recomendar las modificaciones que considere pertinentes, realizar las gestiones conducentes a hacer efectiva la responsabilidad de los funcionarios involucrados, detectar los casos de duplicidad de los procedimientos administrativos en las distintas entidades y proponer las medidas necesarias para su corrección, dictar directivas de cumplimiento obligatorio tendientes a garantizar el cumplimiento de las normas de simplificación administrativa y establecer los mecanismos para la recepción de denuncias y otros mecanismos de participación de la ciudadanía para contar con mayor información, entre otras. Un sistema así permite identificar problemas al interior de las entidades y solucionarlos (en la mayoría de casos) antes de que se llegue al punto de perjudicar a los administrados, determinar la existencia de trabas administrativas y la presentación de denuncias. Un sistema así es mucho más conveniente tanto para la administración (que en ocasiones incumple por ignorancia más que por mala voluntad) como para los administrados. El alcance multisectorial de la PCM favorecería el papel a cumplir.

c) El olvido de la existencia de la fiscalización posterior y su escaso funcionamiento

De acuerdo al principio de simplificación administrativa de presunción de veracidad, la fiscalización del cumplimiento de las obligaciones del administrado debe realizarse de preferencia con posterioridad, sobre la base de que el principio de la fiscalización posterior *(ex post)* supone la veracidad de la información presentada por los administrados como sustento de sus solicitudes para la iniciación de procedimientos administrativos; ello sin perjuicio del derecho de comprobar tal veracidad. Si se encontrase que la información no es veraz, la Administración Pública puede revertir el sentido de su pronunciamiento y aplicar sanciones disuasivas. La optimización de recursos (tanto del sector público como de los particulares) indica que debe privilegiarse la fiscalización posterior sobre la previa.

En ese sentido, la simplificación administrativa y el funcionamiento de la presunción de veracidad sólo pueden ser viables y permanentes si existe un adecuado sistema de fiscalización posterior que garantice que el administrado esté debidamente disuadido de incumplir las normas o presentar información falsa. En caso contrario, el sistema colapsará y cada paso avanzado será seguido de varios de retroceso. Un ejemplo nos excusará de realizar una extensa explicación al respecto: una noticia en los medios de comunicación denunciando que una determinada entidad pública ha otorgado una autorización o licencia a una empresa sólo sobre la base de una declaración jurada y que eso ha permitido que opere sin cumplir en la realidad con ciertos requisitos mínimos de seguridad o salubridad, puede determinar, como reacción inmediata, el que se establezcan una serie de controles previos en ese y otros procedimientos. En lugar de que se refuerce el control posterior, cuyo efecto disuasivo del incumplimiento debería aprovecharse, la tendencia será siempre a incrementar los controles previos. La falta de una adecuada fiscalización posterior, sea por falta de recursos o de conocimientos sobre cómo debe implementarse ésta, determina, en ese sentido, que los funcionarios al calificar sus procedimientos en el TUPA muchas veces no tomen en cuenta que los procedimientos sujetos a aprobación automática, o incluso los de evaluación previa pero con la aplicación del silencio administrativo positivo, no implican que la administración no pueda ejercer la fiscalización posterior.

Sin embargo, no basta con que exista o se realice fiscalización posterior. Aquellas entidades que sí la realizan, al carecer de criterios adecuados, pueden pecar por exceso o por defecto. Si es por defecto, los administrados sabrán que pueden declarar lo que sea porque nunca será verificado. Si, en el otro extremo, la excesiva fiscalización previa se traslada a una excesiva fiscalización posterior, el problema de la existencia de trabas que distorsionan la libre competencia seguirá vigente. La fiscalización posterior también debe ser razonable. Un ejemplo puede graficar a qué nos referimos sin requerir mayores precisiones: si en una fiscalización posterior o "pesquisa" realizada por la Dirección General de Medicamentos, Insumos y Drogas (DIGEMID) de acuerdo a sus directivas el día de hoy, ésta requiere a una empresa que le entregue buena parte de su *stock* de productos -en este caso quince unidades de cada uno de los perfumes y cremas importadas y de alto costo - para verificar su composición, está afectando a la empresa en sus ventas muchas veces durante los períodos de campaña de ventas -como en Navidad o el Día de la Madre-, está afectando también la competitividad de esa empresa en el mercado (y reduciendo la oferta) y está afectando en consecuencia a los consumidores. En un caso así es fácil concluir que la cantidad de "muestras" requeridas es excesiva, lo cual constituye además una verdadera "confiscación". Si facilito el acceso al mercado para luego dificultar la permanencia irrazonablemente, estoy destruyendo todos los beneficios de la simplificación administrativa y deslegitimando al Estado en su conjunto.

Las pautas y criterios de la fiscalización posterior de las entidades públicas deben ser fijadas de manera uniforme para las entidades y ser conocidas por los administrados. En ese sentido, creemos que la tarea de asesoría a las entidades antes descrita debería incluir el establecimiento de esas pautas y criterios que guiarán las actividades de fiscalización posterior.

Finalmente, creemos que las actividades de control y seguimiento del cumplimiento de la fiscalización posterior deben merecer una atención esmerada dentro del marco general de control y fiscalización del cumplimiento de los principios y normas sobre simplificación administrativa porque, como ya hemos dicho, de su adecuada realización depende el que se privilegie los controles posteriores sobre los previos.

II. OTROS PROBLEMAS DE LA SIMPLIFICACIÓN ADMINISTRATIVA

La reducción de toda la simplificación administrativa al tema de los TUPA, la falta de un adecuado control del cumplimiento de los principios y normas de la simplificación administrativa y los problemas de la fiscalización posterior han determinado que se produzcan o no se puedan resolver otros problemas que expondremos a continuación:

a) El pretendido problema de la no aprobación del TUPA por las entidades

Si bien tanto el Decreto Legislativo 757 como su reglamento exigen la aprobación del TUPA por las entidades y señalan que, en caso contrario, no se podrá exigir a los administrados el cumplimiento de procedimientos y trámites; ésta norma no se cumple y es de difícil ejecución pues existe abundante legislación que exige tramitar una serie de procedimientos para la realización de actividades económicas y sociales, los cuales a la vez, pueden ser requisitos para seguir otros procedimientos. En resumen, ni las entidades sin TUPA dejan de exigir el cumplimiento de procedimientos y requisitos ni los administrados se resisten a hacerlo pues pueden enfrentar más inconvenientes al optar por la renuencia.

Por otro lado, los problemas que se presentan por un TUPA no aprobado, no vigente o no publicado no son muy distintos de los que aparecen con la existencia de un TUPA vigente que no recoge mínimamente los principios de simplificación administrativa y que estamos obligados a acatar, o de un TUPA que cumple con todos los requisitos pero que no impide a los malos funcionarios imponer "condicionamientos" adicionales a los administrados, demorar injustificadamente la tramitación de procedimientos o resolver "A" en un caso y "B" en un caso idéntico, generando inseguridad.

Por eso entendemos que el problema no consiste en la falta de aprobación del TUPA sino en la falta de transparencia y predictibilidad de entidades que, teniendo o no TUPA, exigen el cumplimiento de procedimientos y requisitos absolutamente irracionales. Ese problema precede y subsistirá a la vigencia de los TUPA.

En ese sentido, lo más recomendable es que, por un lado, el control del cumplimiento de los principios de la simplificación se vea reforzado (como hemos propuesto líneas arriba) y, para el caso de ausencia de TUPA, se formule un marco normativo aplicable que incluya (como lo hacen los proyectos preparados por la Comisión y la PCM): i) una descripción mucho más precisa y detallada que la vigente ahora que identifique cuáles son los procedimientos sujetos a aprobación automática y los diversos supuestos de silencios administrativos; y, ii) un régimen para las entidades que no cuentan con TUPA, que disponga que respecto de los procedimientos que deben ser aprobados automáticamente, los administrados quedan liberados de la exigencia de iniciarlos a fin de obtener la autorización previa para realizar su actividad social o económica, sin ser pasibles de sanciones por el libre desarrollo de tales actividades; y que, respecto de las materias sujetas a procedimiento de evaluación previa, se sigue el régimen previsto en cada caso según el punto i) anterior.

De manera complementaria, y para darle flexibilidad al sistema de expedición de los TUPA, éstos, una vez aprobados por Decreto Supremo, norma de mayor jerarquía de otros poderes o de organismos constitucionalmente autónomos, o norma municipal o regional del mayor rango, deben poder modificarse por normas de menor jerarquía, si tal modificación no implica la creación de nuevos procedimientos, incremento de derechos de tramitación o requisitos. Así las modificaciones operarían mediante Resolución Ministerial del sector, Norma Regional de rango equivalente o Acuerdo Municipal, o por Resolución del titular del organismo autónomo conforme a la Constitución, según el nivel de gobierno respectivo.

En el mismo sentido, la vigencia anual debe ser eliminada y con ella la fecha límite de publicación de los TUPA aprobados o actualizados. Una razón adicional a favor de esta opción la encontramos en el hecho fácilmente comprobable de que la aprobación o actualización del TUPA se ha convertido en la ocasión perfecta que han encontrado las entidades para crear nuevos procedimientos y añadir requisitos y no sólo recopilarlos como era el objetivo original del TUPA.

En ese mismo orden de ideas, como un medio de control de esta irregularidad advertida, la base legal del procedimiento administrativo y de sus requisitos debería ser incluida en el TUPA, a pesar que el Decreto Legislativo 757 no lo exija. Actualmente es recogida sólo en pocos casos, lo que dificulta verificar si se está creando procedimientos o requisitos a través del mismo TUPA y que el administrado pueda recurrir a la norma legal que establece la obligación o trámite a cumplir.

b) Se exige en la actualidad el cumplimiento a los administrados de procedimientos administrativos que no lo son.

Una consecuencia directa del desconocimiento de los principios de simplificación administrativa y de la falta de control del cumplimiento de éstos se revela en la tendencia de las entidades a establecer procedimientos administrativos cuando las normas sólo precisan la obligación de las personas de presentar información o comunicar algo a la administración. En esos casos, no se requiere la emisión por la administración de ningún acto administrativo que apruebe los documentos a presentar o la presentación misma. Un

ejemplo se presenta en el Ministerio de Trabajo con respecto al Registro de Contratos a Tiempo Parcial, el Registro Especial de Trabajadores a Domicilio o la aprobación y modificación del Reglamento Interno de Trabajo.

Al respecto, debemos tener presente que sólo cuando hay la necesidad de que la administración emita una declaración de voluntad o certifique algo estamos ante un procedimiento administrativo.

Asimismo, se da el tratamiento de procedimientos administrativos (y se incluye en el TUPA) a actividades que son verdaderamente servicios que brinda la administración y que no suponen, como señalamos antes, la emisión de una declaración de voluntad por la administración. A manera de ejemplo podemos mencionar la expedición de copias simples, la guardianía de vehículos, el uso de equipos (montacargas en el caso de los CETICOS) o el almacenaje, la realización de estudios de factibilidad (como cualquier particular en el caso del Instituto del Mar del Perú - IMARPE) o la venta de publicaciones.

Insistimos entonces en que sólo deben crearse procedimientos administrativos cuando existe verdadera necesidad por parte de la administración de emitir un pronunciamiento o certificar o declarar algo con respecto a las actividades de los administrados.

Sin embargo, en beneficio del usuario, sería conveniente dar un tratamiento a los "servicios" similar al de los procedimientos administrativos y aplicar los principios de simplificación administrativa a aquellos servicios prestados por el Estado a través de sus distintas entidades; pero únicamente a aquellos en los que el usuario no tiene posibilidad de obtener el servicio acudiendo a otro lugar o dependencia. Es decir, que sólo deben incluirse los servicios que el Estado presta en exclusividad o monopolio.

c) La tendencia a no aceptar la presunción de veracidad y, por ende, las declaraciones juradas o las copias o traducciones simples

Otro problema derivado de la prescindencia de los principios de simplificación administrativa, las limitaciones de la fiscalización posterior y la falta de un adecuado sistema de control del cumplimiento de las normas de simplificación administrativa es el consistente en el cotidiano y reiterado incumplimiento de las normas del Decreto Legislativo 757, que señalan que las copias simples de documentos estén o no certificadas por notarios, funcionarios o servidores públicos en el ejercicio de sus funciones tendrán el mismo valor que los originales para el cumplimiento de los requisitos de los procedimientos seguidos ante cualquier entidad de la Administración Pública; asimismo, las traducciones simples deben tener el mismo valor que las oficiales.

La efectiva aplicación de esta norma determinaría que, a pesar de que las normas legales o el mismo TUPA exijan requisitos distintos (originales o certificados), el administrado pueda presentar y el funcionario **esté obligado a recibir** los sucedáneos documentales. Eso no sólo no ocurre así sino que, en el extremo de la irracionalidad, en muchos casos se exige la presentación de originales y copias autenticadas por fedatario o por la misma autoridad que los ha emitido. Por ejemplo, el Ministerio de Educación exige la presentación del título original y además la copia autenticada por el Secretario General de la Universidad. Nada muy distinto ocurre con las traducciones oficiales. Asimismo, aún hoy, hasta donde hemos podido comprobar, al menos el Ministerio de Defensa y el Ministerio de Educación exigen traducciones oficiales.

La resistencia de la administración al cumplimiento de estas normas se justifica lamentablemente en la virtual inexistencia de la fiscalización posterior. Una salida transitoria a este *impasse* la fórmula tanto el proyecto de la Comisión como el de la PCM que señalan que la administración está obligada a aceptar "Copias simples autenticadas por los fedatarios institucionales, en vez de documentos originales o copias legalizadas notarialmente de tales documentos". Para ello, cada unidad de recepción documental deberá contar con fedatarios que brinden gratuitamente sus servicios a los administrados, autenticando, previo cotejo entre el original que exhibe el administrado y la copia presentada, la fidelidad del contenido de ésta, o certificando firmas.

Por supuesto, y esto parecen olvidarlo los funcionarios, la administración no sólo está facultada para requerir en cualquier estado del procedimiento la exhibición del original presentado para la autenticación por el fedatario, sino que, en caso de comprobar fraude o falsedad en la declaración, información o en la documentación presentada por el administrado, la entidad considerará no satisfecha la exigencia respectiva para todos sus efectos, incurriéndose en causal de nulidad del acto administrativo, sin perjuicio de la multa o sanción penal correspondiente.

d) La exigencia de información que obra en poder de la administración

La solicitud de documentación que obra en poder de la entidad o la exigencia frecuente a los administrados

de seguir procedimientos ante la misma entidad u otra distinta para obtener dictámenes que podría tramitarlos directamente ésta, contraviniendo las normas de simplificación administrativa, está en directa relación con el desconocimiento de los principios de simplificación administrativa y con la falta de control del cumplimiento de los mismos.

Paradójicamente, éste puede ser un problema que, si se trata de solucionar trasladando la responsabilidad de conseguir la información del administrado a la misma entidad, puede perjudicar al administrado por la mayor demora que esta vía signifique para obtener la información requerida. En ese sentido, este esfuerzo debe realizarse paralelamente a una mejora en la organización y coordinación entre entidades; ya que los problemas de desorganización de la administración pública o de falta de coordinación entre entidades no deben ser asumidas por los administrados.

Al respecto, el proyecto de LNGPA y el de la PCM incluyen una salida transitoria: el prohibir a las entidades solicitar información que poseen o deben poseer en virtud de algún trámite realizado por el administrado en cualquiera de sus dependencias o por haber sido fiscalizado por ellas durante los cinco años anteriores inmediatos, siempre que los datos no hayan sufrido variación o haya vencido la vigencia del documento entregado. Sin embargo, el administrado puede optar por la entrega de la información aun cuando no tenga la obligación de hacerlo.

e) El monto de los derechos de tramitación

Este problema no sólo revela un desconocimiento de los principios y objetivos de la simplificación administrativa o la virtual inexistencia de mecanismos de control, sino, más aún, es una expresión de la total desorientación de la administración con respecto a qué son los derechos de tramitación y cómo deben determinarse.

Las normas vigentes sobre simplificación administrativa pretenden que las entidades no lucren con la realización de procedimientos administrativos sino que cobren sólo por lo que su tramitación les significa. La situación ideal consistiría en que a través de otros tributos se financie indirectamente a las entidades para la realización de los procedimientos administrativos, y no exista ocasión para los pagos por derechos de tramitación de los procedimientos. Dado que eso no es posible, se debe cobrar por la tramitación del procedimiento estrictamente el importe del costo que su ejecución genera para la entidad; y, en su caso, por el costo real de producción de documentos que expida la entidad. El Decreto Legislativo 757 hace referencia como criterio de determinación de los derechos de tramitación al "costo marginal" lo cual, a decir de los economistas, es casi imposible de calcular. Por otro lado, y desconocemos con qué criterio, se prohibe cobrar más de una UIT por procedimiento.

La aplicación real de todas estas normas podría describirse según lo siguiente: la administración cobra por lo general lo que quiere, sin ningún criterio técnico (o al menos uniforme) y el administrado sólo sabe que una UIT es el límite. Este "límite" a su vez es sobrepasado por las entidades porque cuando el procedimiento tiene un mayor costo (como es el caso del proceso de adopción o el de varios procedimientos que incluyen inspecciones especializadas y costosas) se divide el procedimiento en tantos otros como UITs se requieran cobrar, determinando así que el administrado deba seguir varios procedimientos en lugar de uno solo.

A nuestro entender, el límite de una UIT debe ser eliminado, y más allá de establecer en una norma que: i) el cobro de derechos de tramitación procederá únicamente cuando dichos procedimientos sean seguidos a solicitud de parte y siempre que la tramitación correspondiente implique para la entidad la prestación de un servicio inherente a dicho trámite; y, ii) que el monto de los derechos no podrá exceder el costo real del servicio sustentado por la oficina de administración de la entidad competente, bajo responsabilidad; debe disponerse (como hace el proyecto de la PCM) que si existen tributos o partidas presupuestales específicas destinadas a financiar directamente las actividades de la entidad, tampoco podrán establecerse derechos de tramitación (éstos no deben ser utilizados como mecanismos para incentivar o desincentivar la tramitación de procedimientos) y, por otro lado, que la entidad debe estar obligada a reducir los derechos de tramitación en los procedimientos administrativos si, como producto de su tramitación, se hubieren generado excedentes económicos en el ejercicio anterior.

Estas normas son necesarias para orientar tanto a la administración como al público en general y también para facilitar el control por parte de las entidades a cargo de garantizar el cumplimiento de las normas de simplificación administrativa. Es un requerimiento urgente de la administración pública que se precisen los criterios y procedimientos para la determinación de los costos de los procedimientos y servicios que brinda la administración y para la fijación de los derechos de tramitación. Este fin lo podría cumplir la PCM en su tarea de asesoría con el apoyo del Ministerio de Economía y Finanzas.

No podemos dejar de mencionar lo "indispensable" del control en este tema, pues los cobros excesivos se explican no sólo por la falta de conocimiento de las entidades sobre cómo se determinan los derechos de tramitación, sino también porque en ocasiones se cubren carencias presupuestales con los cobros hechos en procedimientos administrativos. Claro que si se eliminan tales cobros se atenta contra la eficiencia de la entidad, pero no debemos perder de vista que son impuestos encubiertos aplicados a la población. Sólo a manera de ejemplo, recordemos el caso de más reciente discusión con respecto al monto de derechos de tramitación: el pago por la expedición de pasaporte. Asimismo, otras distorsiones se presentan en los casos de las entidades que en la mayoría de sus procedimientos no cobran, pero con el cobro en uno de sus procedimientos cubren más de la mitad de su presupuesto; el de otras que cobran "sobretasas" por presentación extemporánea, cuando lo que deberían aplicar en todo caso, y si está así establecido, son multas; o, el de la Superintendencia Nacional de Registros Públicos (SUNARP) que cobra por inscripción de inmuebles en función del valor de éstos y no del costo de los procedimientos.

El control se hace aún más necesario pues, si bien la entidad debe estar autorizada para el cobro de derechos por una norma con rango de ley, los referidos derechos de tramitación y su monto se establecen en el ámbito del Poder Ejecutivo por Decreto Supremo, ya que en materia de tasas el Poder Ejecutivo, a partir de la Constitución de 1993, tiene poder tributario originario[7].

e) Problemas en la calificación de los procedimientos

Otros problemas relacionados con el desconocimiento de los principios y objetivos de la simplificación administrativa y la falta de control de su cumplimiento es la tendencia de los funcionarios a establecer procedimientos de evaluación previa, en los que se aplica el silencio administrativo negativo o procedimientos no regulados, cuando según las normas, tales supuestos son absolutamente excepcionales y la regla general es la vigencia de la aprobación automática (artículos 24 y 25 del Decreto Legislativo 757)[8].

Por otro lado, muchos procedimientos que deben ser de aprobación automática son calificados como "no regulados". Por ejemplo, cuando no estamos ante la emisión de un documento o resolución sino de procedimientos como la apertura o el sellado de un libro o de hojas (por ejemplo, en el caso de las planillas). Lo mismo ocurre, cuando el plazo que requiere la entidad para la evaluación previa es mayor al de 30 días señalado en el TUO de la Ley de Normas Generales de Procedimientos Administrativos, en cuyo caso los funcionarios parecen entender que, al ser el plazo mayor, el procedimiento sale del campo de lo regulado por el Decreto Legislativo 757.

Del mismo modo, cuando en los procedimientos de aprobación automática, debe necesariamente emitirse un documento (por ejemplo, la licencia de conducir o una copia certificada), pero no se hace **inmediatamente**, tiende a calificarse el procedimiento por esta falta de "inmediatez" como de "evaluación previa", aun cuando no haya evaluación alguna. Al respecto, debe tenerse presente que la falta de "inmediatez" no altera la calificación de aprobación automática, que se caracteriza por la inexistencia de evaluación previa, lo cual no impide la expedición de un documento con posterioridad, que no tiene la calidad de "pronunciamiento" posterior.

Como sabemos, de acuerdo al Decreto Legislativo 757 y su reglamento, son procedimientos sujetos a evaluación previa pero no regulados: los procedimientos tributarios, los que resuelven cuestiones contenciosas entre particulares, los de adquisición de bienes por o para el Estado, los de concesiones de obras de infraestructura o de servicios públicos y aquellos así calificados por ley.

La mayoría de procedimientos calificados como no regulados en los TUPAs no se condicen con las referidas normas y esta clasificación se ha convertido en una válvula de escape, ya que la decisión sobre el tipo de procedimiento queda en manos de los mismos funcionarios públicos sujetos a un control muy débil.

Como sabemos, y no parece querer entender la administración pública, la existencia del silencio administrativo se justifica como el correlato de la obligación que tiene el administrado de acudir ante ella a realizar trámites; lo cual obliga a su vez a la autoridad a resolver una cuestión planteada por los administrados dentro de un plazo cierto. Para sustituir esa expresión de la administración, es decir, ante la inacción estatal, se establece una presunción en

[7] DANÓS, Jorge. "El Régimen Tributario en laLa Constitución: Estudio Preliminar" En: Themis-Revista de Derecho. número 29 Segunda Época. Lima, 1994. p. 131.

[8] Éste es otro problema que, al igual que el de la inobservancia de la presunción de veracidad, está relacionado con la escasa fiscalización posterior que realizan las entidades.

favor del administrado, en virtud de la cual, transcurrido un plazo determinado, se deriva una manifestación de voluntad estatal con efectos jurídicos estimatorios o desestimatorios. El silencio administrativo opera en los procedimientos iniciados a solicitud de parte o cuando el administrado ha impugnado una resolución.

En ese mismo sentido, sería conveniente que se eliminen los así denominados "procedimientos no regulados". Esta propuesta se orienta a que todo procedimiento tenga un plazo. No deben existir procedimientos que signifiquen excepciones al régimen de silencios, positivos o negativos. El ciudadano debe conocer con toda certeza el plazo máximo dentro del cual se producirá el pronunciamiento de la administración. Toda excepción al sistema de silencios o el establecimiento de plazos especiales debe ser aprobado por norma con rango de Ley.

Una vez más, encontramos problemas que se producen por el desconocimiento de la administración con respecto al sentido de instituciones como la aplicación de silencios administrativos, y la procedencia de los principios de simplificación administrativa, y por la falta de un eficaz mecanismo de control del cumplimiento de los principios y normas de la simplificación administrativa.

A MANERA DE CONCLUSIÓN

Este texto contiene una descripción de problemas y de propuestas de la simplificación administrativa que giran en torno a la necesidad urgente de:

a) Mejorar el sistema de seguimiento y control de las normas de simplificación administrativa; con especial atención sobre las que se refieren a la fiscalización posterior por la indudable importancia del papel que cumplen en las distorsiones que enfrenta la simplificación administrativa en el Perú; y,

b) Dirigir más la atención a los principios y objetivos de la simplificación administrativa que al TUPA y toda la problemática que lo rodea.

Los demás problemas y propuestas se resolverán en gran forma a partir de las medidas concretas que se adopten conforme a lo anterior.

Muchas de las propuestas esbozadas en este texto implicarán modificaciones normativas que, idealmente, deberían propiciar el que se dicta una ley que reemplace, integre y codifique en un solo cuerpo orgánico las normas vigentes en materia de simplificación administrativa tales como la Ley de Simplificación Administrativa y su Reglamento y el Título IV de la Ley Marco para el Crecimiento de la Inversión Privada y su Reglamento, así como las normas sobre el tema recogidas en el TUO de la Ley de Procedimientos Administrativos y sus modificatorias. Ello sería de mucha utilidad tanto para la administración como para los administrados porque la cantidad y dispersión normativa actualmente vigente y la incertidumbre sobre su aplicación favorece el incumplimiento de los principios y normas sobre simplificación administrativa.



ROSALIA MEJIA ROSASCO DE ELIAS

ABOGADA - NOTARIA DE LIMA

UNA NOTARIA A SU SERVICIO

Horario de Atención:
Lun. a Viernes: 8:30 a.m. - 6:30 p.m.
Sábados: 9:00 a.m. - 1:00 p.m.

Av. República de Panamá Nº 6540 - Lima 4 (alt. cdra. 14 de Av. 28 de Julio - Miraflores) Telfs: 445-1499 / 445-3197 Fax: 446-2065 Email: rosamej@amauta.rcp.net.pe

LA EXTENSIÓN DE LA HIPOTECA COMENTARIOS A LA SENTENCIA DEL TRIBUNAL CONSTITUCIONAL

Zoila Horna Zegarra*

La hipoteca es una de las garantías reales más importantes y más utilizadas en las transacciones comerciales, ya que supone la afectación de un bien específico en garantía del cumplimiento de una obligación.

En el presente artículo, se realiza un comentario crítico de la manera mediante la cual el Tribunal Constitucional interpretó y aplicó las normas que regulan dicha garantía, especialmente los artículos 1100 y 1101 del Código Civil.

INTRODUCCIÓN

En un país con limitados recursos económicos y donde un sector importante de la población difícilmente puede acceder a la propiedad, la garantía hipotecaria cumple un rol trascendental como fuente de financiamiento, toda vez que facilita el acceso al crédito al garantizar al acreedor el pago de su deuda; y alienta la inversión de capitales; todo lo cual redunda en beneficio económico del país.

En ese sentido, el diseño del marco legal de la hipoteca, la determinación de sus características y alcances, así como la adecuada interpretación y aplicación de sus normas por parte de los Tribunales de Justicia, reviste gran importancia.

I. LA SENTENCIA DEL TRIBUNAL CONSTITUCIONAL

Con fecha 21 de julio de 1999[1], el Tribunal Constitucional revocó la sentencia expedida por la Sala de Derecho Constitucional y Social de la Corte Suprema de Justicia de la República que, confirmando la de la Sala Especializada en Derecho Público de la Corte Superior, declaró improcedente la Acción de Amparo interpuesta por un deudor hipotecario contra el Juez del Undécimo Juzgado Especializado en lo Civil de Lima.

Mediante Resolución 02 de fecha 17 de febrero de 1995, el referido Juez Especializado ordenó el remate público del inmueble (área superficial y edificación) de propiedad del recurrente, el cual había sido otorgado en garantía del cumplimiento de un contrato de compraventa.

---

* Abogada por la Pontifica Universidad Católica del Perú.

1 Acción de Amparo. Expediente 428-97-AA/TC, publicada el 28 de setiembre de 1999 en el Diario Oficial "El Peruano".

A decir del deudor, la Resolución 2 expedida en el proceso de ejecución de garantía, afectaba el derecho de propiedad consagrado en el artículo 70 de la Constitución Política, al incluir indebidamente en el remate a la construcción efectuada, cuando solamente se había otorgado en garantía el área superficial.

El Tribunal Constitucional señala en los considerandos de la Resolución que, conforme a lo establecido en el contrato de compra con garantía hipotecaria y a tenor de la ficha registral respectiva, la hipoteca se limitó a un área de terreno específicamente determinada. En ese sentido, en aplicación del artículo 1100 del Código Civil, las construcciones existentes sobre el terreno no se comprendieron como garantía del saldo deudor. Por lo tanto, la referida Resolución 2 comprendió indebidamente en el remate las edificaciones, afectando el derecho de propiedad.

II. LA GARANTÍA HIPOTECARIA

Podemos definir a la hipoteca como "un derecho real de garantía y de realización de valor que recae sobre bienes inmuebles, y que asegura el cumplimiento y la satisfacción forzosa de un crédito mediante la concesión a su titular de la facultad de llevar a cabo la realización del valor de aquéllos enajenándolos y percibiendo su precio a través del procedimiento legalmente establecido y cualquiera que sea en ese momento su poseedor o propietario."[2]

La hipoteca es una de las garantías reales más importantes y utilizadas en las transacciones comerciales, ya que elimina los riesgos inherentes a la responsabilidad patrimonial universal, según la cual el deudor responde de manera genérica con todos sus bienes, presentes y futuros, por sus obligaciones.

Los derechos de persecución y preferencia, recogidos en el artículo 1097 del Código Civil, protegen al acreedor hipotecario contra el peligro de las enajenaciones fraudulentas y la reducción del patrimonio del deudor por asunción de nuevas deudas.

En otras palabras, la hipoteca se constituye como una medida preventiva y cautelar de carácter patrimonial, que garantiza y protege los derechos de crédito.

III. EXTENSIÓN DE LA HIPOTECA

Alcances del artículo 1101 del Código Civil.

Jorge Eugenio Castañeda[3] señala que los efectos de la hipoteca, en cuanto al bien gravado, se manifiestan en su poder de expansión respecto de bienes sobre los que primariamente no se había establecido el gravamen.

Este principio es recogido por el artículo 1101 del Código Civil, que al igual que su antecedente, el artículo 1017 del Código derogado, señala:

Artículo 1101.- La hipoteca se extiende a todas las partes integrantes del bien hipotecado, a sus accesorios, y al importe de las indemnizaciones de los seguros y de la expropiación, salvo pacto distinto.

Este precepto, norma, a falta de previsión contractual, el alcance de la hipoteca en relación con el inmueble gravado; en palabras de A. Muro[4], "la extensión natural de la hipoteca".

a) Parte Integrante

El concepto de parte integrante presupone la existencia de una cosa compuesta, la cual puede ser definida como aquélla que tiene una unidad, pero en la que son distinguibles piezas que la integran, que antes y fuera del todo que forman, tenían su propia individualidad. En otras palabras, la cosa compuesta está formada por las llamadas partes integrantes que se hallan unidas entre sí.[5]

Castán Tobeñas[6] señala que son partes integrantes "aquellos elementos componentes de un todo que, teniendo una cierta autonomía, están coligados entre sí para formar aquél." Del mismo modo, Díez Picaso[7] afirma que "partes integrantes son todos aquellos objetos que poseyendo nombre e individualidad física e incluso independencia económica han pasado a formar, junto con otros elementos, una unidad real superior y más completa."

El artículo 887 del Código Civil define a la parte integrante como aquélla que está unida físicamente

2 DIEZ PICAZO PONCE DE LEON, Luis y GULLON, Antonio. "Sistema de Derecho Civil". Madrid: Tecnos, 1986. p. 494
3 CASTAÑEDA, Jorge Eugenio. "La Hipoteca". Lima: San Marcos, 1958. p. 13
4 MURO P., A. "Manual de Derechos Reales de Garantía". Lima: Librería y Ediciones Jurídicas, 1999. p. 67
5 ALBALADEJO, Manuel. "Derecho Civil I. Introducción y Parte General. Vol. II". Barcelona: José María Bosch Editor, 1991. p. 117
6 CASTAN TOBEÑAS. Citado por José María Chico y Ortiz. "Estudios sobre Derecho Hipotecario". Tomo II. Madrid: Marcial Pons Ediciones Jurídicas. 1994. p. 1405
7 DÍEZ PICASO. Citado por José María Chico y Ortiz. Op. Cit.

de forma tal a la unidad integradora, que no puede separarse de ella, bien porque la separación origine la destrucción de la sustancia, o bien porque cause un perjuicio económico. La parte integrante, al constituir una unidad real con la cosa a la cual se encuentra unida, queda prácticamente sometida a su mismo régimen jurídico.

El concepto de parte integrante es usado en el Código Civil sin excesivo rigor, para referirse en forma general y con todas las distintas variables a aquello que de algún modo forma parte o corresponde a una cosa o está unido a ella.

La doctrina suele señalar como ejemplos de partes integrantes a las obras realizadas, las plantaciones de la finca, las edificaciones, las elevaciones de edificios, los objetos muebles instalados en la finca hipotecada e identificados de tal manera que sea imposible su separación, los frutos en su condición de pendientes, y los derechos subjetivos reales.

b) Partes accesorias

El artículo 888 del Código Civil define a las partes o bienes accesorios como aquellas cosas que, conservando su individualidad y autonomía, son puestas en relación duradera de subordinación respecto a la otra principal para servir a los fines de ésta.

El fundamento para extender el gravamen hipotecario a las partes accesorias es la máxima *accesorium sequitur principale*. No obstante, esta regla puede ser mediatizada por la voluntad declarada de las partes en el contrato.

La doctrina exige dos requisitos fundamentales para considerar a una cosa como parte accesoria:

- Que la cosa sea destinada al fin económico de la principal.
- Que el vínculo de afectación sea duradero y permanente.

En la legislación comparada encontramos otros conceptos que vale la pena definir brevemente.

La Ley Hipotecaria española introduce el concepto de pertenencias, que son aquellos bienes que conservando por completo su separación e individualidad, se hallan puestos de modo permanente al servicio de un bien principal por disposición de su propietario, de forma que entre ambas se establece un vínculo objetivo[8]. Otras legislaciones también recogen esta categoría de bienes denominándolos "inmuebles por destino".

Por su parte, el Código Civil argentino incluye dentro de los alcances del gravamen hipotecario a las mejoras. En ese sentido, un sector de la doctrina[9] distingue los accesorios de las mejoras en que los accesorios existen al tiempo de la constitución de la hipoteca, mientras que las mejoras son modificaciones que se introducen al inmueble hipotecado con posterioridad a la constitución del gravamen.

Las mejoras a las cuales se extiende el gravamen hipotecario según la legislación argentina son: 1) las mejoras artificiales o industriales, que son las que se introducen en el inmueble por el trabajo y con el capital del hombre, aun cuando fueran puestas por un tercero; y 2) las mejoras naturales o accidentales, que son las producidas por obra exclusiva de la naturaleza.

IV. LAS CONSTRUCCIONES EFECTUADAS EN EL TERRENO HIPOTECADO

Según la definición establecida en párrafos anteriores, las construcciones realizadas sobre los terrenos constituyen una típica parte integrante, y como tales, se incorporan al objeto del gravamen hipotecario.

Cabe señalar que el artículo 1101 del Código Civil contiene un principio general, ya que no hace distinción ni contempla ninguna excepción a los alcances de la hipoteca. Es decir, salvo pacto expreso de las partes, la hipoteca se extenderá sin excepción a las partes integrantes y accesorias del inmueble gravado.

Asimismo, la norma en referencia no distingue entre aquellos supuestos en que las partes integrantes o accesorias han sido incorporadas al inmueble antes o después de la constitución del gravamen. En ese sentido, la doctrina es unánime al señalar: "Debe hacerse hincapié, que es indiferente que tales construcciones hayan sido realizadas con posterioridad a la inscripción de la hipoteca, igualmente es irrelevante que las mismas sean efectuadas por el hipotecante o por el tercero adquirente; en todo caso, el inmueble gravado y todo lo que le corresponda por accesión se encuentra afecto a la hipoteca."[10]

[8] ALBALADEJO, Manuel. Op. Cit. p. 118
[9] PEÑA GUZMAN, Luis Alberto. "Derecho Civil. Derechos Reales". Buenos Aires: Tipográfica Editora Argentina, 1975. p. 325.
[10] MURO P. A. Op. Cit. p. 101.

V. EL PRINCIPIO DE ESPECIALIDAD Y LA EXTENSIÓN DE LA HIPOTECA

El artículo 1100 del Código Civil recoge el principio de especialidad de la hipoteca, según el cual debe individualizarse en el acto constitutivo de la hipoteca el bien o bienes hipotecados. El fundamento de esta norma se encuentra en la necesidad de otorgar seguridad jurídica al tráfico de bienes inmuebles, eliminado las repudiadas hipotecas generales u ocultas.

De allí que el principio de especialidad de la hipoteca no se oponga a la posibilidad de que una vez determinado e individualizado el bien objeto del gravamen se incorporen a él otros bienes que como integrantes o accesorios garantizarán también el cumplimiento del crédito.

VI. CONSECUENCIAS JURÍDICAS DE LA SENTENCIA DEL TRIBUNAL CONSTITUCIONAL

La interpretación y aplicación que realiza el Tribunal Constitucional de las normas de la hipoteca, específicamente de los artículos 1100 y 1101 del Código Civil, trae como primera consecuencia una desnaturalización de esta institución.

Tal como lo señalamos anteriormente, el espíritu del principio de extensión de la hipoteca es justamente que se afecten bienes que en un inicio no lo estaban, pero que por tener una relación especial con el bien principal se les extiende el gravamen.

Esta situación reviste especial gravedad considerando que de una interpretación sistemática del Código Civil se desprende claramente que las construcciones constituyen partes integrantes y se incorporan al bien hipotecado. Tal como lo señalamos, la doctrina nacional y extranjera es unánime en este punto.

Más aún, hubiese sido importante y hasta ilustrativo que el Tribunal Constitucional explicase el mecanismo para ejecutar un área superficial sobre la cual se ha efectuado una construcción sin afectar esta última. La ejecución de una hipoteca implica la venta pública del bien gravado y, en ese sentido, es imposible pensar que alguna persona tenga interés en adquirir la propiedad de un inmueble de manera limitada, en tanto sobre dicha superficie existe una construcción cuya titularidad recae en el anterior propietario.

En ese sentido, la Sentencia del Tribunal Constitucional tiene importantes consecuencias jurídicas, más aún cuando, según lo establecido por el artículo 9 de la Ley 23506, las sentencias de este órgano constituyen jurisprudencia obligatoria.

Por lo tanto, para evitar la aplicación de dicha interpretación jurisprudencial por parte de los Tribunales de Justicia, que atenta abiertamente contra el espíritu de la institución de la hipoteca, las partes deberán pactar expresamente en los contratos que las construcciones que se efectúen con posterioridad a la constitución del gravamen se incorporarán al bien hipotecado. Esta situación incrementa necesariamente los costos de transacción, cuya reducción es el objetivo principal de las normas contenidas en el Código Civil.

La inseguridad jurídica que genera la Resolución en cuestión afecta no sólo a los contratos de naturaleza civil cuyo cumplimiento se encuentra garantizado por un gravamen hipotecario, sino también y especialmente al sistema financiero que utiliza frecuentemente esta garantía real para el otorgamiento de créditos.

SEMINARIO INTERNACIONAL: PROBLEMAS ACTUALES DE LA ADMINISTRACIÓN DE JUSTICIA EN LOS DELITOS SEXUALES

Dentro de la problemática de la defensa de los derechos fundamentales de la persona, el tratamiento de los delitos sexuales ha sido siempre importante y polémico, desarrollando un enfoque con el objetivo de identificar con mayor precisión el problema y así darle una mejor solución.

Consciente de la importancia del tema , la Defensoría del Pueblo especializada en los Derechos de la Mujer organizó, con el auspicio de Thémis-Revista de Derecho, un importante evento denominado Seminario Internacional: Problemas actuales de la Administración de Justicia en los Delitos Sexuales. Dicho evento tuvo lugar los días 18, 19 y 20 de agosto del presente año y contó con la participación de figuras muy destacadas y con amplia experiencia en el tema, tanto nacionales como del extranjero, entre los que destacan: los doctores José Hurtado Pozo, Dino Carlos Caro, Rocío Villanueva, César San Martín Castro, Olga Fuentes Soriano. Juan Carlos Sandoval, Yván Montoya Vivanco y Rosario De Vicente Martínez.

El Seminario trató muy diversos temas dentro de la amplia problemática de los delitos sexuales y las formas de combatirlo, tratados desde originales perspectivas y novedosos ángulos, tales como la valoración de la prueba indiciaria y la declaración de la víctima, los problemas de la interpretación judicial en los delitos contra la libertad sexual, las consecuencias jurídicas en los delitos sexuales, entre otros.

SEMINARIO DE TELECOMUNICACIONES, LIBRE COMPETENCIA Y REGULACIÓN: ALCANCES Y PERSPECTIVAS

Es ya de conocimiento público que en los últimos años el área de las telecomucaciones ha tenido una expansión y un desarrollo vertiginosos a nivel mundial, cambiando muchos – si no todos – los diferentes ámbitos y hábitos de la sociedad. En nuestro país ello coincide con la apertura del servicio de las telecomunicaciones al libre mercado, luego de un período de monopolio

Ante este importante acontecimiento en nuestro país, Thémis- Revista de Derecho organizó, con el auspicio de Osiptel, un evento de grandes proporciones, denominado Telecomunicaciones, Libre Competencia y Regulación: Alcances y Perspectivas, en el cual se

trataron precisamente los cambios, las modificaciones, y sobre todo las consecuencias que tendría la nueva apertura del mercado de las telecomunicaciones. El Evento contó con la participación de importantes figuras del medio jurídico y empresarial, como los Doctores Rafael Muente, Jorge Melo, Javier Tovar, Julio García, José Amado, Manuel Cipriano, Maria del Carmen Tovar, Juan Rivadeneira, Cayetana Aljovín, Hortensia Rozas, Geofrey Cannock, y Mayte Quiñones. Así, todos aquéllos relacionados de alguna manera con dicho mercado –las empresas de servicios, el ente regulador, los usuarios– participaron, comentando y analizando lo positivo, lo negativo, lo que debe permanecer, lo que se debe modificar, y lo que debemos esperar del campo de las telecomunicaciones en el futuro.

ACCESO A LOS RECURSOS

Tesis sustentada por el Sr. Juan José Ahumana Bastidas, para optar por el Título Profesional de Abogado en la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

La tesis en cuestión constituye un esfuerzo serio dirigido a estudiar un tema novedoso, no sólo para nuestro país, sino incluso a nivel mundial. El acceso a los recursos genéticos se ha convertido en un tema de actualidad que el Derecho no ha abordado aún de una manera completa y comprehensiva. La existencia de una serie de países (entre los cuales el Perú goza de una posición privilegiada) que cuentan con una inmensa diversidad biológica, frente a otro grupo de países que cuentan con la tecnología para estudiar dicha diversidad y la información genética en ella contenida, generando así conocimientos valiosos, plantea la necesidad de una adecuada definición de las titularidades involucradas, que permita establecer una relación adecuada para el uso y aprovechamiento de estos recursos.

Nos encontramos pues frente a un terreno virtualmente virgen, en el que aún no hay definiciones claras, a pesar de la importancia que las mismas tienen para el desarrollo de nuestro país. No existe una teoría precisa que defina en que consiste el objeto de este llamado "derecho sobre los recursos genéticos" ni cuales son las implicancias jurídicas de la relación que da acceso a los mismos. Debe anotarse que no hablamos sobre una titularidad que involucra a las especies que contienen dicha información. Es distinta la titularidad sobre una planta al derecho a acceder a la información genética contenida en ella. Esa es una diferencia compleja y difícil, a la vez que necesaria. Así, el propietario de una planta podría no tener derecho a acceder y estudiar la información genética en ella contenida, de la misma manera que el propietario de un terreno podría no tener acceso a extraer los minerales en él contenidos. A ello se añade el problema de cuáles son las razones por las que el Estado puede reservarse el derecho a conceder o no el acceso a dicha información.

Saber cuáles son los beneficios sociales y económicos de establecer límites al acceso, sobre todo cuando se trata de información no creada, sino ya existente en la propia naturaleza (como podría ser el caso de las leyes físicas sobre las cuales no hay titularidad posible), es un tema básico que debe ser abordado para encontrar respuestas al problema planteado.

Preguntas sobre si estamos frente a un "patrimonio común de la humanidad", un derecho de propiedad especial o simplemente una forma de propiedad privada, o frente a una relación obligacional, aún no han sido resueltas. La doctrina sobre el tema es todavía muy escasa e imprecisa y podríamos decir que la regla en el área es la incertidumbre.

A pesar de estas dificultades, el señor Ahumada asumió el reto de entrar en este terreno difícil a fin de tratar de buscar respuestas a cómo resolver el problema del acceso a los recursos genéticos, reconociendo derechos a los países que cuentan con ellos de limitar o regular el acceso, pero haciendo compatible ello con la necesidad de investigar y convertirlos en conocimientos útiles para la humanidad.

La tesis esta dividida en tres capítulos. El primero, titulado "Ante-

cedentes a Toda Legislación de Acceso", se dedica a analizar las bases de la legislación sobre el tema, que incluye el análisis del marco normativo internacional, pero sobre todo la trascendencia económica y social de los recursos genéticos. En este capitulo se muestra el difícil equilibrio entre la Ley y la realidad, y la importancia de evaluar los efectos sociales y económicos antes de definir una teoría carente de fundamento en la realidad.

En el capítulo segundo, titulado "Concesión de Recursos Naturales" se define un concepto básico para comprender la propuesta del autor. A partir de la figura de la concesión, y utilizando como coordenada matriz el concepto de "soberanía del Estado", el autor nos dibuja un mapa que permite entender cuál es la naturaleza del derecho que tienen los países sobre los recursos genéticos. Este capítulo, además de tener una detallada descripción y análisis sobre la soberanía del Estado y el concepto de concesión, que de por sí pueden ser considerados un estudio aparte que permite obtener información útil sobre estas figuras, nos presenta una aproximación que consideramos adecuada. Así define (incluso en contra de lo que establecen los textos de los tratados existentes) que el derecho del Estado de regular el acceso se deriva de su soberanía como tal, y no de un derecho de propiedad. Bajo esta perspectiva lo que se otorga es una concesión a los privados para tener acceso a los recursos, similar a la que da el Estado para desarrollar la explotación minera o petrolera, de manera que el Estado ejerce su poder de soberanía (su Dominio Eminente) que le permite regular el acceso y conceder concesiones sobre el mismo.

En el capítulo tercero, titulado "Sistemas de Apropiación de los Recursos Genéticos" el autor aplica el marco teórico desarrollado en el capítulo segundo al caso específico del acceso a los recursos genéticos, partiendo para ello del escaso e impreciso marco legal existente, en especial la Decisión 391 del Acuerdo de Cartagena. Para ello analiza, desde el punto de vista del Derecho Administrativo y en particular de la contratación administrativa, cual es la naturaleza y sentido del acto que concede el derecho de acceso a los recursos genéticos y qué teorías permiten comprenderlo. Es de destacar de manera especial la sección que trata sobre la justificación de la justa y equitativa distribución de los beneficios derivados del empleo de los recursos genéticos, en los que el autor propone las razones por las que el sistema, además de eficiente, debe reconocer los derechos de los países que cuentan con una biodiversidad importante, incluyendo un análisis de los costos y beneficios derivados de tener o no tener un sistema. Así, sosteniendo que los recursos genéticos deben ser considerados activos económicos susceptibles de depreciación y por tanto de generar pérdidas y ganancias que se reflejan en el Producto Bruto Interno del país, existen razones que justifican el ejercicio de la soberanía del Estado para regular el acceso, de la misma manera como regula el acceso al petróleo o a los recursos minerales.

Consideramos que la tesis constituye un esfuerzo valioso, digno de destacarse, pues muestra una intención seria de abordar un tema difícil por su novedad y complejidad, pues aún no hay nada definido. La tesis muestra no sólo un importante nivel académico en el análisis, sino el valor intelectual del autor de entrar en un terreno "conceptualmente pantanoso" para sacar de allí propuestas concretas que servirán de soporte para desarrollar una posición sobre el particular.

Es necesario destacar, como ya se dijo, que el tema, además de su novedad y de su riqueza conceptual que requiere una aproximación creativa pues todo está por crearse en esta área, tiene una importancia práctica fundamental en el contexto del interés del Perú. Así, nos encontramos en un momento en que el país trata de posicionar un concepto en el ámbito internacional: su derecho a limitar y con ello participar de los beneficios de brindar el acceso a recursos genéticos.

La propuesta es sumamente interesante, y parte de conceptos ya consolidados en el Derecho Público (en particular del Derecho Administrativo) como es el de Soberanía Estatal y Dominio Eminente, para tender el puente a la participación privada (incluso de empresas o investigadores extranjeros) a través de la regulación de la figura de la concesión. El uso de conceptos ya existentes favorece la aceptación internacional del derecho al acceso a los recursos genéticos, garantiza el derecho del país a gozar de los beneficios y permite el acceso del sector privado a dichos recursos para el desarrollo de investigaciones que beneficien a toda la humanidad.

En este contexto el trabajo del Señor Ahumada es digno de revisarse por ser un referente importante en la construcción de un marco internacional en el que nuestro país tiene mucho que ganar como uno de los países con mayor diversidad biológica del planeta.

Alfredo Bullard

ÍNDICE

ACTUALIDAD

1. **DAÑINO Z., Roberto**
   Inversión Extranjera: La tentación pendular y otras opciones.
   En: Themis No. 8.

2. **MUÑOZ B., Italo**
   La Conversión de la Deuda Externa en Inversión.
   En Themis No. 2.

3. **O'PHELAN P., Fernando**
   Aproximación Jurídica al deterioro de las relaciones entre el Perú y el Banco Mundial.
   En: Themis No. 8.

4. **REYNA S., Rodolfo**
   Democracia, Modernidad y Derecho.
   En: Themis No. 16.

5. **ROMERO B., Inés**
   La Concertación Social y sus Límites Jurídicos y Políticos.
   En: Themis No. 13.

DERECHO ADMINISTRATIVO

1. **ALVAREZ RODRICH, Augusto**
   Los objetivos de la privatización de empresas estatales.
   En: Themis No. 23.

2. **BOZA, Beatriz; CASTAÑEDA LOSSIO, Luis y REVILLA, Adrián**
   Administración Pública Peruana: ¿Del atraso a la eficiencia? Cuestionamientos acerca de la reforma del aparato estatal.
   En: Themis No. 32.

3. **BUSTAMANTE B., Alberto**
   Instituciones para un Gobierno Abierto.
   En Themis No. 8.
   La Contratación del Estado en el Perú.
   En: Themis No. 14.

4. **DANOS ORDOÑEZ, Jorge**
   Comentarios al proyecto de la nueva Ley de Normas Generales de Procedimientos Administrativos.
   En: Themis No. 39.

5. **DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel**
   Las "Cláusulas exorbitantes"
   En: Themis No. 39.

6. **EHLERS, Dirk**
   Actividad económica lucrativa del sector público.
   En: Themis No. 39.

7. **HINOJOSA, Sergio**
   Concesiones de obras públicas, espacios para la renegociación y fuentes de controversias.
   En: Themis No. 39.

8. **HUTCHINSON, Tomás**
   El Derecho Administrativo: Concepto y Naturaleza.
   En: Themis No. 13.

9. **JIMENEZ MURILLO, Roberto**
   Régimen de la propiedad estatal en nuestro sistema jurídico nacional.
   En: Themis No. 39.

10. **KRESALJA ROSELLO, Baldo**
    El rol del Estado y la gestión de los servicios públicos.
    En: Themis No. 39.

11. **KUNDMULLER CAMINITI, Franz**
    Obligatoriedad del arbitraje y otros temas de gestión de conflictos en la Ley de Contrataciones y Adquisiciones del Estado y su Reglamento.
    En: Themis No. 39.

12. **LEROUX DE B., Cristine**
    Jurisdicción Judicial y Jurisdicción Administrativa en Francia.
    En: Themis No. 3.

13. **LITAN, Robert**
    Elaboración de Leyes a Nivel Administrativo y Análisis Económico: Una Perspectiva Norteamericana.
    En: Themis No. 3.

14. **LUDWIG K., Franz**
    Autonomía Municipal para el Fortalecimiento de la Democracia.
    En: Themis No 3.

15. **MORON URBINA, Juan Carlos**
    Los fundamentos constitucionales de la Administración Financiera peruana.
    En: Themis No. 39.

16. **OCHOA, César**
    La Excepción de la Jurisdicción Nacional en el art. 136º de la Constitución y los Convenios de Garantía de Inversiones Extranjeras.
    En: Themis No. 21.

17. **OLAECHEA DU BOIS, Manuel Pablo**
    Legis actionem: los TUPAs y los formularios.
    En: Themis No. 29.

18. **OLIVARES M., Gustavo y VILLEGAS DEL S., Gustavo**
    El Poder Contralor.
    En: Themis No. 3.

19. **ORTEGA, Luis**
La responsabilidad civil de la administración pública.
En: Themis No. 32.

20. **PANIAGUA C., Valentín**
La Publicidad y Publicación de las Normas de Estado. (El caso de los Decretos Supremos no Publicados).
En Themis No. 6.

21. **QUINTANA SANCHEZ, Eduardo**
¿Rezando entre tinieblas?: el credo del control de concentraciones empresariales.
En: Themis No. 39.

22. **QUIROGA L., Aníbal**
El "Estado de las Autonomías" español como modelo para la Regionalización en el Perú.
En: Themis No. 9.

23. **RODRIGUEZ – FARGE R., Marco**
Sobre la Actividad Empresarial del Estado y la compraventa de empresas de su propiedad.
En: Themis No. 16.

24. **ROSE-ACKERMAN, Susan**
¿Se puede reformar la burocracia pública mediante incentivos económicos?
En: Themis No. 39.

25. **ROSILLO, Braulio**
Acerca de la autonomía municipal y el transporte urbano.
En: Themis No. 21.

26. **SALAZAR CHAVEZ, Ricardo**
El derecho de petición y la Administración Pública en el Perú.
En: Themis No. 39.

27. **TIRADO, Richard Martín**
Aplicación de la nueva Ley General de Expropiaciones al régimen de concesiones sobre obras públicas de infraestructura y de servicios públicos.
En: Themis No. 39.

28. **ZEGARRA VALDIVIA, Diego**
Concesión administrativa e iniciativa privada
En: Themis No. 39.

DERECHO AERONAUTICO

1. **DE LA LAMA E., Miguel**
Notas sobre la Regulación del Transporte Aéreo de Sustancias Radioactivas.
En: Themis No. 5.

2. **GARLAND C., Juan**
Derecho Internacional y Derecho Aeronáutico: Repercusiones de la Invasión Iraquí a Kuwait en la Aeronáutica Civil.
En: Themis No. 18.

3. **GILDEMEISTER M., Alfredo**
El Problema Aéreo con Estados Unidos: Las Quintas Libertades.
En: Themis No. 4.

4. **GILDEMEISTER R.H., Alfredo**
   Contratos: Transportes Aéreo: Pérdida de Equipaje: Responsabilidad del Porteador: Daños. (Jurisprudencia comentada).
   En: Themis No. 3.

5. **OSTOJA L. A, Alfredo**
   Los Convenios de Navegación Aérea entre el Perú y los Estados Unidos.
   En: Themis No. 1.

6. **VEGA S., María del Carmen**
   La Ley de Aeronáutica Civil: 22 años de retraso.
   En: Themis No. 11.

DERECHO AGRARIO

1. **FIGALLO A., Guillermo**
   La "liberalización" de la Propiedad de la Tierra.
   En: Themis No. 20.

2. **TORRES Y TORRES L., Carlos**
   El Régimen Legal del Trabajo Agrario.
   En: Themis No. 5.

DERECHO BANCARIO

1. **BERNALES B., Enrique**
   Estatización del Sistema Financiero.
   En: Themis No. 9.

2. **BOREA O., Alberto**
   Estatización del Sistema Financiero.
   En: Themis No. 9.

3. **CASTRO SALINAS, Javier**
   Algunos aspectos referentes al contrato de cuenta corriente bancaria.
   En: Themis No. 35.

4. **CORZO DE LA COLINA, Rafael**
   El fideicomiso. Alcances, alternativas y perspectivas.
   En: Themis No. 35.

5. **DE LAS CASAS, Gonzalo**
   Los instrumentos financieros derivados: mecanismos de cobertura de riesgos.
   En: Themis No. 35.

6. **DENEGRI PORTELA, Miguel**
   La titulización de créditos hipotecarios.
   En: Themis No. 35.

7. **ESPINOZA ESPINOZA, Juan**
   Perfiles Comparativos: La Actividad Crediticia de la Banca como Fuente de Responsabilidad Civil.
   En: Themis No. 33.

8. **MERINO NUÑEZ, Fernando**
   La protección al ahorro.
   En: Themis No. 35.

9. **REAÑO AZPILCUETA, Rafael**
El crédito documentario.
En: Themis No. 35.

10. **SIERRALTA RIOS, Aníbal**
Origen y naturaleza jurídica de los créditos documentarios.
En: Themis No. 35.

11. **VALLE – RIESTRA G. O., Javier**
Estatización del Sistema Financiero.
En: Themis No. 9.

12. **VEGA A., Miguel**
Estatización del Sistema Financiero.
En: Themis No. 9.

DERECHO CIVIL

a) ACTO JURIDICO

1. **AMADO V., José Daniel**
El Estado de Necesidad como Vicio de la Voluntad.
En: Themis No. 1.
La Conocibilidad del Error
En: Themis No. 4.
La Declaraciones de Voluntad Impropias en la Teoría del Acto Jurídico.
En: Themis No. 10.

2. **ARANA C., Carmen**
La Interpretación del Acto Jurídico en el Código Civil Peruano de 1984.
En: Themis No. 9.

3. **ESCOBAR ROZAS, Freddy**
Contribución al estudio de la relación jurídica-intersubjetiva
En: Themis No. 38.

4. **LOHMANN L. DE T., Guillermo**
Ensayo sobre el Error en los Testamentos.
En: Themis No. 7, primera parte.
En: Themis No. 8, segunda parte.

5. **MUÑOZ W., Jorge**
Algunas Notas sobre la Simulación en nuestro Código Civil.
En Themis No. 13.

6. **PALACIOS MARTINEZ, Eric**
La recognoscibilidad del error en el Código Civil Peruano.
En: Themis No. 24.
Contribución a la teoría de la nulidad parcial del negocio jurídico
En: Themis No. 38.

7. **TABOADA C., Lizardo**
Causales de Nulidad del Acto Jurídico.
En: Themis No. 11.

8. **VIDAL R., Fernando**
Apuntes Preliminares para el estudio de la Representación en el Código Civil.
En: Themis No. 13.

b) CONTRATOS

1. **ALPA, Guido**
Nuevas fronteras del Derecho Contractual
En: Themis No. 38.

2. **AMADO V., José Daniel y MIRANDA A., Luis**
La Seguridad Jurídica en la Contratación con el Estado: El Contrato Ley.
En: Themis No. 33.

3. **BENAVIDES DE LA P., Alfonso**
La forma en los Contratos Nominados del Código Civil de 1984.
En: Themis No. 8.

4. **BENAVIDES T., Eduardo**
La Aplicación de la Excesiva Onerosidad de la Prestación en nuestro País: Riesgos y posibilidades.
En: Themis No. 7.
Contratación Moderna e Inversión Extranjera en el Perú.
En: Themis No. 33.

5. **BIANCA, Massimo**
Reflexiones sobre el principio del consenso traslativo
En: Themis No. 38.

6. **BIGIO CHREM, Jack**
El contrato de arrendamiento.
En: Themis No. 30.

7. **BULLARD G., Alfredo**
Contratación en Masa. ¿Contratación?
En: Themis No. 15.

8. **BUERES, Alberto J.**
Responsabilidad contractual objetiva.
En: Themis No. 27-28

9. **CABELLO PISU, Luciana**
Las cláusulas de exoneración de responsabilidad en Italia tras la adopción de la Directiva europea sobre las cláusulas abusivas.
En: Themis No. 38.

10. **CANTUARIAS S., Fernando**
Conclusión del Contrato de Arrendamiento de duración indeterminada.
En: Themis No. 11.
Retracto: Réquiem de un Derecho "Económico y Social".
En: Themis No. 24.

11. **DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel**
La Libertad de Contratar.
En: Themis No. 33.
Derecho de retracto
En: Themis No. 38.

12. **DE TRAZEGNIES G., Fernando**
Paradojas de la Modernidad: El Contrato de Enganche.
En Themis No. 20.
Estrategias de derecho privado para conservar la naturaleza y luchar contra la contaminación ambiental.
En: Themis No. 30.

13. **DEL AGUILA, Lorena**
Retracto. (Jurisprudencia comentada.)
En: Themis No. 2.

14. **ESCOBAR ROZAS, Freddy**
Reflexiones en torno a la llamada venta de bien ajeno.
En: Themis No. 29.

15. **ESPINOZA ESPINOZA, Juan**
Las cláusulas vejatorias en los contratos estipulados unilateralmente
En: Themis No. 38.

16. **FALLA J., Alejandro**
El Vencimiento del Plazo y la Continuación en el uso del bien en el contrato de Arrendamiento.
En: Themis No. 14.
Los Decretos Supremos de Urgencia y la Corte Suprema: El caso de la normatividad especial sobre arrendamientos (Comentario de Jurisprudencia).
En: Themis No. 17.

17. **FORNO F., Hugo**
La Celebración del contrato por medio de Subasta.
En: Themis No. 17.
El principio de la retroactividad de la resolución contractual.
En: Themis No. 30.
Resolución por intimación
En: Themis No. 38.

18. **FRANZONI, Massimo**
La tutela aquiliana del contrato.
En: Themis No. 35.

19. **JARA F., Humberto**
El Derecho de Retracto: Dos comentarios.
En: Themis No. 9.

20. **LEON HILARIO, Leysser L.**
Responsabilidad indirecta por el incumplimiento de las obligaciones. Régimen actual en el Código Civil peruano y pauta para su modificación.
En: Themis No. 38

21. **LOPEZ – AMERI C., Gustavo**
Nulidad de contrato. (Comentario de Jurisprudencia).
En: Themis No. 2.

22. **MIRANDA B., Guillermo**
Acerca de los Dilemas y la Artes para concluir un contrato de Arrendamiento a "Plazo Fijo". (Comentario de Jurisprudencia).
En Themis No 18.

23. **MENDEZ CHANG, Elvira**
Las Bases Romanistas frente al cambio político económico: el principio de igualdad de trato al extranjero en materia de inversiones en el Perú.
En: Themis No. 33.

24. **MOISSET DE ESPANES, Luis**
Lesión. Elementos y naturaleza jurídica.
En: Themis No. 38.

25. **MOSQUEIRA M., Edgardo**
La Venta del Bien Ajeno en el Código Civil Peruano.
En: Themis No. 8.

26. **NALVARTE R., Cosme**
Aspectos Sociales de la contratación Privada en el Código civil de 1984.
En: Themis No. 8.

27. **PESCHIERA B., Alejandro**
Una Aproximación al Saneamiento por Evicción en el Código Civil de 1984.
En: Themis No. 14.

28. **PINASCO L., Vittorio**
Cumplimiento de Contrato. (Comentario de Jurisprudencia).
En: Themis No. 2.

29. **TABOADA C., Lizardo**
¿Ha optado el Código Civil peruano por el Voluntarismo en materia contractual?
En: Themis No. 17.

30. **TORRES M., Miguel**
El carácter Contractual de la Prenda y la Posibilidad de ser un Contrato de Prestaciones Reciprocas.
En Themis No. 4.

31. **TRIMARCHI, Pietro**
Sobre el significado económico de los criterios de responsabilidad contractual.
En: Themis No. 29.

c) DERECHO INTERNACIONAL PRIVADO

1. **CANTUARIAS, Fernando**
Reconocimiento y Ejecución de Laudos Arbitrales Internacionales.
En: Themis No. 21.

2. **CANTUARIAS S., Fernando y LERNER V.M., Nicolás**
El Divorcio en nuestras normas de Derecho Internacional Privado (Jurisprudencia comentada).
En: Themis No. 9.

3. **CYMROT, Mark; GORMAN, Thomas y SCOTT, Teresa**
Embargo de bienes de Extranjeros en los Estados Unidos.
En: Themis No. 3.

4. **GARCÍA CALDERON, Gonzalo**
El Arbitraje y el Derecho Internacional Privado.
En: Themis No. 33.

5. **REVOREDO DE MUR, Delia**
La autonomía de la voluntad y la ley aplicable al contrato internacional en Latinoamérica.
En: Themis No. 30.

d) FAMILIA

1. **BARRERA T., Carlos**
   La Sociedad de Gananciales: Supervivencia de la Sociedad Questaria en el Derecho Civil Moderno.
   En: Themis No. 3.

2. **CARREON, Francisco**
   Los problemas de la relación del acreedor con la sociedad de gananciales.
   En: Themis No. 32.

3. **CANTUARIAS S., Fernando**
   Derecho de Alimentos a favor del Hijo Alimentista.
   (Jurisprudencia comentada),
   En: Themis No. 8.
   El Divorcio: ¿Sanción o Remedio?
   En: Themis No. 18.

4. **CANTUARIAS S., Fernando y LERNER V. M., Nicolás**
   El Divorcio en nuestras normas de Derecho Internacional Privado.
   (Jurisprudencia comentada).
   En: Themis No. 9.

5. **CORNEJO CH., Héctor**
   Familia y Derecho.
   En: Themis No. 2.

6. **FLORES NANO, Lourdes**
   La Bigamia y los derechos del Cónyuge putativo supérstite en la Sucesión Intestada.
   En: Themis No. 5.

e) OBLIGACIONES

1. **ALTERINI, Atilio Aníbal**
   La legislación desindexatoria en la Argentina: Virtualidad de los intereses como mecanismo alternativo de ajuste.
   En: Themis No. 25.

2. **BENAVIDES, Eduardo**
   El cumplimiento de prestaciones dinerarias en el Código Civil Peruano.
   En: Themis No. 30.

3. **BOZA P., Guillermo**
   Algunas consideraciones acerca de las obligaciones facultativas en el Código Civil de 1984.
   En: Themis No. 6.

4. **CARDENAS Q., Carlos**
   La mora del deudor en las Prestaciones de no Hacer.
   En: Themis No. 12.
   Hacia la reforma del Libro VI del Código Civil.
   En: Themis No. 30.

5. **DE ESPANES, Moisset**
   Repetición del pago indebido y sus efectos respecto a terceros en el Perú y Argentina.
   En: Themis No. 23.

6. **DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel**
   Pago de Intereses Usurarios.
   En: Themis No. 12.
   Abriendo el Debate.
   En Themis No. 15.

7. **ESPINOZA ESPINOZA, Juan**
   Perfiles Comparativos: La Actividad Crediticia de la Banca por la Fuente de Responsabilidad Civil.
   En: Themis No. 33.

8. **FERNANDEZ, Julio**
   Actualización de Deudas Pecuniarias – Implicancias civiles.
   En: Themis No. 14.

9. **FERNANDEZ CRUZ, Gastón**
   La obligación: Apuntes para una dogmática jurídica del concepto.
   En: Themis No. 27-28.
   La Obligación de enajenar y el sistema de transferencia de la propiedad inmueble en el Perú.
   En: Themis No. 30.

10. **FRANZONI, Massimo**
    La responsabilidad en las obligaciones de medios y en las obligaciones de resultado
    En: Themis No 38.

11. **GADEA R., Eugenio**
    Imposibilidad de la prestación y Teoría del Riesgo.
    En: Themis No. 5.

12. **GAGO P., Horacio**
    Obligaciones Genéricas en el Código Civil Peruano.
    En: Themis No. 6.

13. **GRUPO DE INVESTIGACIÓN DE THEMIS**
    Una Aproximación al Saneamiento por Evicción en el Código Civil de 1984.
    En: Themis No. 14.

14. **IZQUIERDO A., Ignacio**
    A propósito de la promulgación del Código Civil Peruano.
    En: Themis No. 4.

15. **OSTERLING P., Felipe**
    El Proyecto del Código Civil y el Derecho de Obligaciones.
    En: Themis No. 1.
    Mora del deudor.
    En: Themis No. 8.

16. **PALACIOS MARTINEZ, Eric**
    La diligencia y la imposibilidad en el cumplimiento de las obligaciones.
    En: Themis No. 35.

17. **RIVADENEYRA S., Juan y QUIROGA L., Aníbal**
    Las Obligaciones Facultativas.
    En: Themis No. 5.

18. **SCHLESINGER, Piero**
    Reflexiones sobre la prestación debida en la relación obligatoria
    En: Themis No. 38.

19. **VASQUEZ FERREYRA, Roberto A.**
Responsabilidad civil por pluriparticipación médica o en ejercicio de la medicina en grupo.
En: Themis No. 38.

f) PERSONAS

1. **BARRON VELIZ, Francisco**
El derecho humano a la planificación familiar y la anticoncepción quirúrgica voluntaria. A propósito de los artículos 5 y 6 del Código Civil de 1984.
En: Themis No. 22.

2. **BOZA D. Beatriz**
La Persona Jurídica sin fin de Lucro. ¿Entidades meramente altruístas o filantrópicas?
En: Themis No. 11, primera parte.
La persona Jurídica sin fin de Lucro: Su regulación a la luz del nuevo rol que desempeña.
En: Themis No. 12, segunda parte.

3. **CARPIO V. Donato**
Desaparición, declaración de ausencia y declaración de muerte presunta. (Comentario de Jurisprudencia).
En: Themis No. 3.

4. **DE BELAUNDE L. DE R. Javier**
Los Derechos de la personalidad y la Interpretación Judicial.
En: Themis No. 3.

5. **DE LA PUENTE y LAVALLE, Manuel**
Posibilidad que una Persona Jurídica forme parte del directorio de una S. A.
En: Themis No. 2.

6. **ESPINOZA, Juan**
La esterilización frente a la pretendida resurrección de la eugenesia.
En: Themis No. 32.

7. **FERNANDEZ SESSAREGO, Carlos**
Apuntes para una distinción entre el daño al "proyecto de vida" y el "daño psíquico".
En: Themis No. 32.
Precisiones Preliminares sobre el daño a la Persona.
En: Themis No. 34.
Daño a la identidad personal.
En: Themis No. 36.
Daño a la persona y daño moral en la doctrina y en la jurisprudencia latinoamericana actual.
En: Themis No. 38.

8. **FUSARO, Andrea**
Sociedad y Asociación
En: Themis No. 37.

9. **GONZALES MANTILLA, Gorki**
El derecho a la intimidad y la informática.
En: Themis No. 26.

10. **JARA F., Gonzalo**
¿Son las Personas Jurídicas sujetos de Sanción Penal?
En: Themis No. 5.

11. **SERRANO-PIEDECASAS FERNANDEZ, José Ramón**
Sobre la responsabilidad penal de las personas jurídicas.
En: Themis No. 35.

12. **VASQUEZ F., Roberto**
Daño a la Estética de la Persona.
En Themis No. 19.

g) REALES

1. **AVENDAÑO ARANA, Francisco**
La extensión de la Hipoteca.
En: Themis No. 26.

2. **AVENDAÑO V. Jorge**
Transferencia de Propiedad mueble en el nuevo Código civil.
En: Themis No. 2.
La Posesión legitima o Precaria.
En: Themis No. 4.
El registro predial y la seguridad jurídica en los predios rústicos.
En: Themis No. 26.

3. **BOZA D. Beatriz**
La tradición: Elemento Necesario y suficiente para la transferencia de los bienes no registrables.
En: Themis No. 4.
Sistema de Transferencia adoptado por el Legislador Peruano de 1984.
En: Themis No. 6.

4. **BULLARD G. Alfredo**
¿Es el acreedor prendario un poseedor?
En Themis No. 4.
La Prescripción Adquisitiva y la prueba de la Propiedad Inmueble.
En: Themis No. 7.

5. **CALABRESI, Guido y MELAMED, Douglas**
Reglas de la propiedad, reglas de la responsabilidad e inalienabilidad.
En: Themis No. 21.

6. **CALDERALE, Alfredo**
La Fianza General en el Código Civil Peruano de 1984 y en los Sistemas de Derecho Continental.
En: Themis No. 17.

7. **CANTUARIAS S. Fernando**
Venta de los Bienes Prendados.
En Themis No. 4.

8. **CARDENAS Q. Carlos**
Conveniencia Legal de la Implantación del catastro en el Perú. Su Importancia en la transferencia de Bienes Inmuebles.
En Themis No. 3.

9. **CUEVA M. Carlos**
Hipoteca en garantía de una Obligación Futura o Eventual.
En: Themis No. 5.

10. **CHAVEZ T. L. Octavio**
En Interdicto de Adquirir y el hecho de la Posesión.
En: Themis No. 10.

11. **FERRARI C. Arturo**
La "Propiedad" como un obstáculo para el desarrollo de la Hipoteca en el Perú: Análisis Histórico y Social.
En Themis No. 19.

20. **FIGALLO A., Guillermo**
La "liberalización" de la Propiedad de la Tierra.
En: Themis No. 20.

21. **GONZALES, Jorge Luis**
La nueva ley de tierras y el derecho de propiedad de las comunidades campesinas.
En: Themis No. 32

22. **MAISCH V. H. Lucrecia**
Los Derechos Reales en el Código civil Peruano, 1984.
En: Themis No. 2.

23. **MOSQUEIRA M. Edgardo**
La Venta del bien Ajeno en el código Civil Peruano.
En: Themis No. 8.

24. **OQUENDO H. Sergio**
Posesión de Buena Fe y Rescisión: Virtualidad de un conflicto.
En: Themis No. 17.
Impedimento pasajero del ejercicio de la posesión.
En: Themis No. 21

25. **PIZARRO A. Luis**
La Hipoteca: Una vieja garantía con modernas perspectivas.
En: Themis No. 17.

26. **SHWARTZ G. Pedro**
La ética del derecho de propiedad privada: La propiedad para el creador y el descubridor.
En: Themis No. 17.

27. **SHWARTZMANN L. Víctor Carlos**
Las hipotecas Ocultas.
En Themis No. 4.

28. **TORRES M. Miguel**
El carácter contractual de la prenda y la posibilidad de ser un contrato de prestaciones recíprocas.
En Themis No. 4.

29. **WONG A. Julio Martín**
El Precario.
En Themis No. 15.

h) REGISTROS PUBLICOS

1. **AVENDAÑO VALDES, Jorge**
El registro predial y la seguridad jurídica en los predios rústicos.
En: Themis No. 26.

2. **CARDENAS Q. Carlos**
Conveniencia legal de la implantación del Catastro en el Perú. Su importancia en la transferencia de Bines Inmuebles.
En: Themis No. 3.

3. **PIZARRRO ARAGUREN, Luis**
Reflexiones sobre el Libro de Registros Públicos del Código Civil.
En: Themis No. 30.

i) RESPONSABILIDAD CIVIL EXTRACONTRACTUAL

1. **ALTERINI, Atilio Aníbal**
   Responsabilidad objetiva derivada de la generación de confianza.
   En: Themis No. 27-28.
   Incidencia del mero hecho en la ruptura de la relación causal.
   En: Themis No. 33.

2. **BULLARD GONZALES, Alfredo**
   ¿Cómo "vestir a un santo sin desvestir a otro"? La responsabilidad limitada de las sociedades y los accidentes.
   En: Themis No. 33.

3. **CALABRESI, Guido**
   La responsabilidad extracontractual: El derecho de una sociedad mixta.
   En: Themis No. 23.
   Acerca de la causalidad y la responsabilidad extracontractual: un ensayo en homenaje a Harry Kalven Jr.
   En: Themis No. 33.

4. **DE TRAZEGNIES G. Fernando**
   La Difamación y la Calumnia en el Código Civil de 1984.
   En: Themis No. 8.

5. **FALLA JARA, Alejandro**
   Responsabilidad civil y eficiencia económica "Matrimonio por conveniencia".
   En: Themis No. 24.

6. **FALLA JARA, Alejandro y PIZARRO, Luis**
   El Problema de los Diminutos Montos Indemnizatorios: Dos casos ejemplares y esperanzadores. (Comentario de Jurisprudencia).
   En: Themis No. 20.

7. **GODOY RAMIREZ, José Luis**
   Algunos apuntes sobre la informalidad y la responsabilidad por productos defectuosos.
   En: Themis No. 24.

8. **LOPEZ CABANA, Roberto**
   Responsabilidad civil de los medios de comunicación social por la difusión de noticias.
   En: Themis No. 26.

9. **MERCADO N. Edgardo**
   Fundamentos del Sistema de Responsabilidad Civil Extra- contractual.
   En: Themis No. 10.

10. **POLINSKY, A. Mitchell**
    Resolviendo disputas por razón de vecindad: la economía simple de los mandatos de cesación y de las indemnizaciones por daños y perjuicios.
    En: Themis No. 31.

11. **SCHLESINGER, Piero**
    La injusticia del daño en el ilícito civil.
    En: Themis No. 39.

12. **ZAVALA L., Verónica**
    ¿Hacia un Derecho feminista?
    Patrones masculinos de conducta en la Responsabilidad Extracontractual.
    En: Themis No. 18.

j) SUCESIONES

1. **FLORES NANO, Lourdes**
   La Bigamia y los derechos del cónyuge putativo supérstite en la Sucesión Integrada.
   En: Themis No. 5.

2. **LOHMANN L. DE T. Guillermo**
   Ensayo sobre el Error en los Testamentos.
   En Themis No. 7, primera parte.
   En Themis No. 8, segunda parte
   Responsabilidad patrimonial del heredero.
   En: Themis No. 29.

DERECHO CONSTITUCIONAL

1. **ABAD Y. Samuel**
   La Acción de Amparo contra sentencias: ¿Una excepción constitucional al principio de la cosa juzgada?
   En: Themis No. 2, primera parte.
   En: Themis No. 3, segunda parte.
   Límites y Respecto al Contenido Esencial de los Derechos Fundamentales.
   En: Themis No. 21.
   Congreso Constituyente: ¿El fin justifica los medios?
   En: Themis No. 26.
   La defensoría del Pueblo: retos y limitaciones.
   En: Themis No. 32.

2. **AGUIRRE ROCA, Manuel**
   Los Fallos del Tribunal de Garantías constitucionales ante la Crítica.
   En: Themis No. 3.
   Las "sentencias" del Tribunal de Garantías Constitucionales frente a la Crítica.
   En: Themis No.7.
   La razón Principal del fracaso del tribunal de Garantías Constitucionales.
   En: Themis No. 20.

3. **AMADO V. José Daniel**
   Los Instrumentos Internacionales de Garantía a la Inversión Extranjera y la Constitución Política del Perú.
   En: Themis No. 20.

4. **BARRIA GARCIA, Juan Aníbal**
   Comentarios sobre la inmunidad de Jurisdicción de los Estados y sus bienes.
   En: Themis No. 26.

5. **BERNALES BALLESTEROS, Enrique**
   La Constitución de 1993 y la jurisdicción militar.
   En: Themis No. 31.

6. **BLUMEWITZ, Dieter**
   El Derecho Constitucional y la Manifestación Pública.
   En Themis No. 4.

7. **BOZA D. Beatriz**
   Los Votos en blanco y viciados en un Régimen Electoral de voto obligatorio.
   En Themis No. 3.

8. **BUSTAMANTE B. Alberto**
   Instituciones para un gobierno abierto.
   En Themis No. 8.

9. **CARDENAS Q. Carlos**
Los Decretos con fuerza de ley.
En Themis No.6.

10. **CAUVI A. Juan José**
Amparo contra Ley.
En Themis No. 14.

11. **CHAPPUIS CARDICH, Jacqueline**
La igualdad ante la ley.
En: Themis No. 29.

12. **CHAVEZ MOLINA, Juan**
Estudio sobre la Ley de Amnistía y su ley interpretativa.
En: Themis No. 32.

13. **CIURLIZZA, Javier**
Apuntes sobre la Autonomía de los Gobiernos Regionales.
En: Themis N. 14.

14. **DELGADO – GÜEMBES, César**
Perspectiva de la Comisión Permanente.
En Themis No. 14.

15. **EGUIGUREN P. Francisco**
El Control Parlamentario de los Decretos de Necesidad y Urgencia del artículo 211 inciso 20 de la Constitución.
En Themis No. 6.
Los derechos y garantías constitucionales: balance de su desarrollo y vigencia en 10 años de régimen constitucional.
En: Themis No. 16.

16. **ENTREVISTA A HECTOR FIX ZAMUDIO**
La jurisdicción constitucional y la protección de los derechos humanos.
En: Themis No. 29.

17. **FERNANDEZ SEGADO, Francisco**
La evolución del constitucionalismo en España: balance de su desarrollo y vigencia en 10 años de régimen constitucional.
En: Themis No. 14.
Reflexiones en torno a la composición del Tribunal Constitucional en España.
En: Themis No. 26.
La inconstitucionalidad por omisión: ¿cauce de tutela de los derechos de naturaleza socioeconómica?
En: Themis No. 31.

18. **FERRANDO, Enrique**
El derecho a la información.
En: Themis No. 32.

19. **GODOY P. Yuri**
Los decretos de urgencia: Intentos de regulación legislativa.
En Themis No. 17.

20. **GONZALES MANTILLA, Gorki**
El derecho a la intimidad y la informática.
En: Themis No. 26.

21. **GUADALUPE T. Luis**
Inviolabilidad domiciliaria: ¿ Hábeas corpus o Amparo?
En: Themis No. 16.

22. **LEON P. Ricardo**
Algunos problemas del amparo a propósito de su proyecto modificatorio.
En: Themis No. 13.

23. **LUDWING K. Franz (RFA)**
Autonomía Municipal para el fortalecimiento de la Democracia.
En: Themis No. 3.

24. **MERCADO J. Edgardo**
La Delimitación de las Regiones.
En: Themis No. 11.

25. **MONTOYA A. Carlos**
Vigencia de la Constitución el la administración de Justicia.
En: Themis No. 16.
Una Opinión sobre la Jurisprudencia Suprema amparada en los Decretos de Urgencia.
En: Themis No. 19.

26. **NORTH, Douglas y WEINGAST, Barry**
Constituciones y compromiso: la evolución de las instituciones públicas gubernamentales en la Inglaterra del siglo XVII.
En: Themis No. 36.

27. **OLIVARES M. Gustavo y VILLEGAS DEL S. Gustavo**
El Poder Contralor.
En: Themis No. 3.

28. **OSTERLING PARODI, Felipe**
El equilibrio entre los poderes legislativo y ejecutivo.
En: Themis No. 26.

29. **PANIAGUA CORAZAO, Valentín**
La Publicidad y Publicación de las Normas del Estado. (El caso de los Decretos Supremos no Publicados)
En: Themis No. 6.
Descentralización y Regionalización.
En: Themis No. 11.
Terrorismo y Tribunales Militares.
En: Themis No. 15.
La Constitución semántica: El proyecto del CCD
En: Themis No. 27-28.
Democracia representativa versus autocracia representativa
En: Themis No. 36.

30. **PACHECO B. Rosario**
Los Decretos de Urgencia y un vacío en la Constitución de 1979.
En: Themis No. 6.

31. **PANFICHI, Aldo**
EL FUJIGOLPE: Salida autoritaria a una crisis de representación política.
En: Themis No. 22.

32. **PANIAGUA C. Valentín**
La Publicidad y Publicación de las Normas del Estado. (El caso de los Decretos Supremos no Publicados).
En: Themis No. 6.
El golpe del 5 de abril y el Sistema Constitucional Peruano.
En: Themis No. 22.

33. **QUIROGA L. Aníbal**
El tribunal de Garantías Constitucionales ante el dilema de ser o no ser.
En: Themis No. 4.
La Casación Civil y la tutela Jurídica de las personas en la Jurisprudencia del tribunal Constitucional Español
En Themis No. 15.

34. **RUBIO CORREA, Marcial**
El balance del Legislativo y el Ejecutivo para una próxima Constitución.
En: Themis No. 24.
Rediseño del Estado de separación de poderes a la luz de algunos principios del Derecho Público romano.
En: Themis No. 32.

35. **RUIZ- ELDREDGE, Alberto**
La Constitución y la Paz.
En: Themis No. 15.
La Constitución Civil y la Tutela jurídica de las personas en la Jurisprudencia del Tribunal constitucional Español.
En: Themis No. 15.

36. **RUIZ- JIMÉNEZ, Joaquín**
Entrevista: Defensor del Pueblo
En: Themis No. 6.

37. **THEMIS**
Entrevista a Augusto Mouchard Ramírez.
En: Themis No. 26
Entrevista a Néstor Pedro Sagüés
En: Themis No. 26

38. **SALDAÑA C. Mario**
Crisis y Mutación Constitucional.
En. Themis No. 15.

39. **SAN MARTIN CASTRO, César**
Acerca del proyecto constitucional de la Corte Suprema.
En: Themis No. 25.

40. **SNYDER, Frederick**
Estado de Sitio y Estado de Derecho en Argentina: Política y Retórica de la Reivindicación.
En: Themis No. 4.

41. **TRIVEÑO CH. J. Gladys**
La distribución Exclusiva a la luz del mandato constitucional de la Libre Competencia.
En: Themis No. 19.

DERECHO DE LA COMPETENCIA

1. **ABANTO, Manuel**
La protección penal de la competencia.
En: Themis No. 36.

2. **ALFAGEME, Alejandro**
Libre competencia, privatización y desmonopolización.
En: Themis No. 31.

3. **ARANA COURREJOLLES, Carmen**
La cancelación de la marca por falta de uso.
En: Themis No. 36.

4. **BENEGAS LYNCH, Alberto (h)**
Apuntes sobre el concepto de Copyright
En: Themis No. 37.

5. **BLUME FORTINI, Ernesto**
La Constitución Económica peruana y el Derecho de la Competencia.
En: Themis No. 36.

6. **BULLARD GONZALES, Alfredo**
¿Dejar competir o no dejar competir? He ahí el dilema. Las prácticas predatorias y el abuso de posición de dominio.
En: Themis No. 36.

7. **BULLARD GONZALES, Alfredo y PATRON SALINAS, Carlos A.**
El otro poder electoral: apuntes sobre la experiencia peruana en materia de protección contra la competencia desleal.
En: Themis No. 39.

8. **CARRILLO, Carlos**
Lineamientos Generales para el análisis del Dumping y su efecto en la producción nacional.
En: Themis No. 33.

9. **COLE, Julio H.**
¿ Se justifican las patentes en una economía libre?
En: Themis No. 38.

10. **DE LA PUENTE, Manuel**
Las cláusulas generales de contratación y la protección al consumidor.
En: Themis No. 31.

11. **DELMAR, José**
De la publicidad y otros demonios.
En: Themis No. 36.

12. **DIEZ CANSECO, Luis**
Función regulatoria, promoción de la competencia y legislación antimonopólica.
En: Themis No. 36.

13. **GUZMAN BARRON, César**
El dumping en el comercio internacional.
En: Themis No. 36.

14. **KRESALJA, Baldo**
Los objetivos del Derechos de Patentes: notas sobre la evolución.
En: Themis No. 36.

15. **MASSAGUER, José**
La acción de competencia desleal en el Derecho español.
En: Themis No. 36.
Conflicto de marcas en Internet.
En: Themis No. 39.

16. **MOSCHEL, Wernhard**
Fines de la protección de un Derecho de la Competencia.
En: Themis No. 36.

17. **PACON, Ana María**
Implicancias del TRIPs en el Derecho de Marcas.
En: Themis No. 36.

18. **PRIEST, George L.**
Una teoría de la garantía del producto para el consumidor.
En: Themis No. 35.

19. **REBAZA, Alberto**
¡No me defiendas compadre! Los efectos económicos de la intervención del Estado en materia de publicidad y protección al consumidor.
En: Themis No. 32.
El control de adquisiciones y fusiones en la nueva Ley Antimonopolio del sector eléctrico: Una raya más al tigre del intervencionismo.
En: Themis No. 36.

20. **REGGIARDO DENEGRI, Aldo y UGARTE MAGGIOLO, Manuel**
La transparencia del mercado y el insider trading.
En: Themis No. 35.

21. **TINEO, Luis**
Acceso a los mercados e integración económica en América Latina: Consideraciones de política de competencia.
En: Themis No. 36.

22. **TRIVEÑO, Gladys**
De los límites al Derecho de Autor y las posibilidades de su ejercicio.
En: Themis No. 36.

23. **UGARTECHE VILLACORTA, Rubén**
El Derecho de Autor y las nuevas tecnologías.

24. **VIZCARRA ALARCON, Maite**
"La ley del deseo": reflexiones en torno a la publicidad y el consumo.
En: Themis No. 39.

25. **WAYAR, Ernesto**
Defensa del consumidor.
En: Themis No. 32.

DERECHO INTERNACIONAL PUBLICO

1. **AMADO V. José Daniel**
Los Instrumentos Internacionales de Garantía a la Inversión Extranjera y la Constitución Política del Perú.
En: Themis No. 20.
El sistema interamericano de cooperación judicial en materia de reconocimiento y ejecución de sentencias extranjeras.
En: Themis No. 27-28.

2. **ANDO, Salvo**
El castigo de los crímenes internacionales y la tutela de los Derechos Humanos en la era de la globalización. Acerca de la creación de un Tribunal Penal Internacional para los crímenes contra la humanidad.
En: Themis No. 39.

3. **BLUMEWITZ, Dieter**
La Prohibición Universal del usos de la fuerza y la lucha contra el terrorismo Internacional.
En: Themis No. 7.

4. **BOZA D. Beatriz**
Reconocimiento y Ejecución en el Perú de Laudos Arbitrales Extranjeros.
En. Themis No. 16.

5. **CANO G. Gabriel**
El Papel de la Policía en la Protección de los Derechos Humanos.
En: Themis No. 16.

6. **CREMADES, Bernardo**
El Procedimiento Arbitral en los Negocios Internacionales.
En: Themis No. 11.

7. **CHILD, Jack**
Conflictos Interestatales en la América Latina y la Búsqueda de soluciones: Cinco casos ilustrativos.
En: Themis No. 10.

8. **CHOCANO PORTILLO, Javier**
Naturaleza Jurídica de la Comunidad Europea.
En: Themis No. 24.

9. **DAÑINO Z. Roberto**
Inversión Extranjera: La tentación pendular y otras opciones .
En: Themis No. 8.

10. **DUCLOS PARODI, Paul**
Los tratados de definición de fronteras. El diferendo territorial entre la Jamahiriya árabe-libina (Libia) y la República de Chad.
En: Themis No. 33.

11. **FERNANDEZ SESSAREGO, Carlos**
El daño al "proyecto de vida" en una reciente sentencia de la Corte Interamericana de Derechos Humanos.
En: Themis No. 39.

12. **GARLAND C. Juan**
Derecho Internacional y Derecho Aeronáutico: repercusiones de la Invasión Iraquí a Kuwait en la Aeronáutica Civil.
En Themis No. 18.

13. **GARLAND I. Gonzalo**
El Consejo Consultivo Empresarial Andino y la Concertación en el Grupo Andino.
En: Themis No. 14.

14. **GROS E. Héctor**
Mecanismos Jurídicos para la Seguridad Regional en América Latina. El caso del Tratado de Tlatelolco.
En: Themis No. 10.

15. **GRUPO DE INVESTIGACIÓN DE THEMIS**
Aproximación al Conflicto Árabe - Israelí.
En: Themis No. 11.

15. **GUILLAUME, Gilbert**
Entrevista: Funcionamiento del Sistema Jurisdiccional en el Orden Internacional.
En: Themis No. 17.

16. **INTERVENCIÓN DEL REPRESENTANTE PERMANENTE DEL PERÚ ANTE EL CONSEJO DE SEGURIDAD DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE LA SITUACIÓN EN CENTROAMÉRICA**
Ponencia Peruana ante el Consejo de Seguridad.
En: Themis No. 3.

17. **MAC LEAN, Ana Cecilia**
Obediencia debida como defensa para los criminales de guerra en el Derecho nacional e internacional.

18. **MEDINA, Rocío**
La responsabilidad internacional del Estado por actividades ultra riesgosas como una alternativa al problema ambiental.
En: Themis No. 32.

19. **MUÑOZ B. Italo**
La Conversión de la Deuda Externa en Inversión.
En: Themis No. 8.

20. **NEGRO ALVARADO, Dante**
Hacia el establecimiento de un régimen alternativo de responsabilidad internacional: El caso de las obligaciones jurídicas esenciales para la comunidad internacional.
En: Themis No. 24.

21. **NOVAK, Fabián**
Gobiernos en el Exilio.
En: Themis No. 21.

22. **O'PHELAN P. Fernando**
Aproximación Jurídica al deterioro de las Relaciones entre el Perú y el Banco Mundial.
En: Themis No. 8.

23. **OSTOJA L. A. Alfredo**
La Autonomía del Crédito Documentario.
En: Themis No 12.

24. **PARDO S. Fernando**
Los buenos Oficios y la Mediación... Algunas Precisiones.
En. Themis No. 20.

25. **PEREZ, Alejandra**
Problemas del acceso a la Administración Formal de justicia en Centroamérica.
En Themis No 13.

26. **PEYRANO, Jorge W.**
Régimen de las medidas cautelares en el Mercosur y anotaciones complementarias.
En: Themis No. 37.

27. **RAMACCIOTTI DE CUBAS, Beatriz**
La Antártida como Zona de Paz.
En Themis No.10.
El Derecho Internacional en la Frontera del siglo XXI: Hacia una protección global del Medio Ambiente.
En: Themis No. 17.

28. **SALMON, Elizabeth**
Las reservas a los tratados y su evolución en el Derecho Internacional.
En: Themis No. 21.

29. **TORRES P. Narghis**
Contra toda ley humana: El caso del terrorismo ante el Derecho Internacional.
En: Themis No. 17.

30. **TOWNSEND E. Andrés**
Entrevista: Comunidad Latinoamericana de Naciones: Parlamento Latinoamericano.
En: Themis No. 8.

31. **VERA E. Germán**
Derechos del Espacio y la Costumbre Internacional.
En Themis No. 19.
El derecho internacional del medio ambiente y sus principios rectores: El caso del principio precautorio.
En: Themis No. 29.

32. **WOLFRUM, Rudiger**
El ordenamiento ambiental internacional.
En: Themis No. 37.

33. **ZARAGOZA AMIEL, José**
El Mercado Común del Sur (Mercosur): apuntes sobre sus objetivos, estructura, desarrollo y perspectivas.
En: Themis No. 37.

DERECHO LABORAL

1. **ALBURQUERQUE, Rafael**
Despido, retiro y causa justa.
En: Themis No. 11.

2. **ARBULU A. Luis**
Vigencia del PROEM.
En: Themis No. 10.

3. **AZABACHE, César**
Apuntes sobre la aproximación al tema de los niveles de Negociación colectiva.
En: Themis No. 19.

3. **BALTA, José**
El Impacto Adverso.
En: Themis No. 34.

4. **BLANCAS BUSTAMANTE, Carlos**
Comentario sobre la sentencia del T.G.C. relativa al Decreto Legislativo Nº 650.
En: Themis No. 22.

5. **BOZA P. Guillermo**
Contratación Temporal por Aumento en la Producción. (Comentario de Jurisprudencia).
En: Themis No. 19.
Los Límites del Derecho de Información. Una Sistematización de la Normativa Internacional, Comunitaria y de Derecho Comparado.
En: Themis No. 34.

6. **BUSTAMANTE B. Alberto**
Concertación para el Desarrollo.
En: Themis No. 13.

7. **CARO, Carlos**
El Derecho Penal Laboral en el Perú.
En: Themis No. 31.

8. **CORNEJO VARGAS, Carlos**
Límites al Contenido Negocial.
En: Themis No. 26.

9. **CORTES, Juan Carlos**
La huelga en los servicios esenciales y el Decreto Ley 25593.
En: Themis No. 26.

10. **DAZA P. José Luis**
La negociación colectiva en las normas de la Organización Internacional del trabajo.
En: Themis No. 11.

11. **DE BUEN, Néstor**
Entrevista.
En: Themis No. 10.

12. **DE LA TORRE UGARTE, Carlos**
Traslado del trabajador de acuerdo a la Jurisprudencia.
(Comentario de Jurisprudencia).
En: Théms No. 19.

13. **DE LOS HEROS P. A., Alfonso**
La Reforma Laboral y sus Efectos.
En: Themis No. 33.

14. **DE RIVERO S. Eduardo**
Naturaleza Jurídica del contrato de trabajo y la formulación de la relación de trabajo.
En: Themis No. 3.

15. **DOLORIER TORRES, Javier Ricardo**
Orden público económico, orden público laboral y los límites a la autonomía colectiva.
En: Themis No. 27-28.

16. **ERMIDA U. Oscar**
Las relaciones de trabajo en América Latina: Problemas y tendencia actuales.
En: Themis No. 8.

17. **ERMIDA, Oscar; DE BUEN, Néstor y SUAREZ, Fernando**
Mesa Redonda: Las relaciones laborales en los procesos de integración.
En: Themis No. 29.

18. **EZCURRA RIVERO, Huáscar**
El "Súperprivilegio" del crédito laboral vs. el sistema de garantías reales.
En: Themis No. 34.

19. **FERRO D. Víctor**
Adelanto de beneficios sociales con efecto cancelatorio.
En: Themis No. 2.
La flexibilización del derecho Laboral Peruano.
En: Themis No. 19.
La empresa y los límites a la intermediación laboral.
En: Themis No. 31.
El despido arbitrario y el despido nulo.
En: Themis No. 34.

20. **GARCIA G. Fernando**
Aplicabilidad del Derecho Laboral al contrato de Trabajo desde su celebración.
En: Themis No. 1.
Jurisprudencia Comentada: La capitalización de intereses en las deudas laborales.
En: Themis No. 23.

21. **GIGLIO, Wagner y NIEDERAURER CORREA, Alcione (Brasil)**
Entrevistas sobre temas de Laboral.
En: Themis No. 9.

22. **GOLDIN, Adrián O.**
La Reforma Laboral Argentina.
En: Themis No. 34.

23. **GONZALES DEL VALLE, Luis**
¿Existen límites al crecimiento económico del Perú? Cuestionamientos acerca de la generación de empleo productivo.
En: Themis No. 34.

24. **HERRERA V., Ricardo**
La Inversión de la Carga de la Prueba: ¿Manifestación del Indubio Pro Operario?
En: Themis No. 18.
Algunas reflexiones acerca de la interpretación del convenio colectivo del trabajo.
En: Themis No. 23.

25. **ENTREVISTA A JEAN-CLAUDE JAVILLIER**
Flexibilización y derecho del trabajo.
En: Themis No. 30.

26. **JAVILLIER, Jean-Claude**
Modernización de los sistemas de relaciones de trabajo y reestructuración económica.
En: Themis No. 34.

27. **LEGUIA G. Joaquín**
Reflexiones sobre el artículo 32º de la Ley 24514.
En: Themis No. 5.

28. **OLEA, Manuel Alonso**
La reforma del mercado de trabajo.
En: Themis No. 34.

29. **MARTINEZ, Juan José**
Círculos de Calidad ¿Participación de los Trabajadores en la Empresa? A propósito de los Comités de Producción y Productividad.
En: Themis No. 34.

30. **MORALES CORRALES, Pedro G.**
La Compensación por Tiempo de Servicios y la Sentencia del Tribunal de Garantías Constitucionales.
En: Themis No. 22.
Acciones de Habeas Corpus, Amparo y Habeas Data en materia Laboral.
En: Themis No. 34.

31. **NEVES MUJICA, Javier**
Normas y Principios del Derecho del Trabajo.
En: Themis No. 6.
La Estabilidad Laboral en la Constitución.
En: Themis No. 9.

Autonomía convencional e intervención estatal.
En: Themis No. 15.
Gobieno de Fujimori: La Tensa Relación entre la Economía Liberal y los Derechos Laborales.
En: Themis No. 19.
Sistema Nacional de Pensiones y Sistema Privado de Pensiones: Opción diabólica.
En: Themis No. 25.

32. **OJEDA AVILES, Antonio**
El derecho de huelga de los magistrados.
En: Themis No. 25.

33. **PASCO COSMOPOLIS, Mario**
Negociación Colectiva: Un enfoque Metodológico.
En: Themis No. 1.
Magistratura del Trabajo.
En: Themis No. 3.
Controversias y Conflictos Laborales.
En: Themis No. 6.
Retroactividad de la Ley Laboral.
En: Themis No. 9.
La Negociación Colectiva en el Sector Estatal.
En: Themis No. 15.
Flexibilización y desregulación.
En: Themis No. 34.

34. **QUIROGA LEON, Aníbal**
La sentencia del Tribunal de Garantías Constitucionales en el Decreto Legislativo 650.
En: Themis No. 22.

35. **RICCIARDI, Mario**
El Futuro de los Sindicatos. Apuntes y reflexiones.
En: Themis No. 34.

36. **ROMERO B. Inés**
La concertación social y sus limites Jurídicos y políticos.
En: Themis. No. 13.

37. **SALDAÑA C. Mario**
Crisis y Mutación Constitucional.
En: Themis No. 15.

38. **SALINAS RIVAS, Sergio**
La Participación de los trabajadores en el proceso de privatización de las empresas públicas: un breve ensayo sobre la teoría de las organizaciones económicas.
En: Themis No. 34.

39. **SALMON GARATE, Élizabeth**
La Negociación Colectiva en el Sector Textil.
En: Themis No. 14.

40. **SANGUINETI RAYMOND, Wilfredo**
La contratación temporal en la Ley de Fomento del Empleo.
En: Themis No. 23.
¿ Es posible reaccionar en legítima defensa al ejercicio irregular de la actividad sindical?
En: Themis No. 25.

41. **THEMIS**
El Nuevo Sistema Privado de Pensiones.
En: Themis No. 26.

42. **TORRES Y TORRES LARA, Carlos**
El Régimen Legal del Trabajador Agrario.
En: Themis No. 5.

43. **TOYAMA MIYAGUSUKU, Jorge**
Jurisprudencia Comentada: El principio de inmediación en el proceso laboral.
En: Themis No. 22.
El convenio colectivo de trabajo en la Constitución de 1993.
En: Themis No. 31.

44. **VILLARAN C. Gilda**
La dimensión olvidada de la estabilidad en el empleo.
En: Themis No. 11.

45. **VINATEA RECOBA, Luis**
Caducidad de la acción de calificación de despido: Su suspensión en razón de la "continuidad en el proceso". (Jurisprudencia comentada)
En: Themis No. 14.
La impugnación del despido en la Ley de Fomento del Empleo.
En: Themis No. 27-28.

46. **YAÑEZ, Ana María**
El Trabajo Femenino y el Principio de Igualdad.
En: Themis No. 34.

47. **ZEGARRA VILCHEZ, Juan Carlos**
La buena fe y los costos de transacción en la negociación colectiva.
En: Themis No. 35.

DERECHO MERCANTIL

1. **AMADO V. José Daniel**
Zonas Francas Industriales en el proyecto de Ley General de Comercio Exterior.
En: Themis No. 12.

2. **BASTIN, Jean**
De la insolvencia al incumplimiento de pago
En: Themis No. 31.

3. **BRIONES GOMEZ, Elizabeth**
Jurisprudencia Comentada: Acerca de la confusión, la protección al titular de la marca y al público consumidor.
En: Themis No. 26.

4. **BUENDIA, Juan Antonio**
La titularización.
En: Themis No. 31.

5. **BULLARD GONZALES, Alfredo**
"¡Al fondo hay sitio!"
En: Themis No. 21.
¿ Hay algo previsible? La excesiva onerosidad y la impracticabilidad comercial.

En: Themis No. 25.
La legislación antimonopólica y el mito del Muro de Berlín.
En: Themis No. 30.

6. **BULLARD, Alfredo y CANTUARIAS S., Fernando**
Títulos valores: Conversión en Moneda Extranjera y Aceleración Automática de los vencimientos. (Jurisprudencia comentada).
En: Themis No. 6.

7. **CANTUARIAS, Fernando**
Algunas modificaciones que deben hacerse con urgencia a las disposiciones sobre arbitraje doméstico contenidas en la Ley General de Arbitraje.
En: Themis No. 31.

8. **CAVANNA, Stefano**
El concepto de sustitución fideicomisaria en el ordenamiento italiano y el trust anglosajón: apuntes para la indagación comparativa.
En: Themis No. 37.

9. **CORNEJO R. Enrique**
Hacia una Política Integral de Desarrollo de Exportaciones.
En Themis No. 12.

10. **DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel**
Posibilidad que una Persona Jurídica forme parte del directorio de una S. A.
En: Themis No. 1.
Posibilidad de estipular el pago de intereses en un pagaré.
En: Themis No. 6.

11. **DELGADO C. Jorge**
Los llamados dividendos a cuenta en el Derecho Mercantil.
En: Themis No. 7.
Algunas consideraciones acerca de la utilidad y el dividendo en las Sociedades Anónimas.
En: Themis No. 10.

12. **ELIAS LAROZA, Enrique**
Los actos "ultra vires" en las sociedades anónimas.
En: Themis No. 31.
Escisión de sociedades.
En: Themis No. 36.

13. **ESPINOZA ESPINOZA, Juan**
Algunas consideraciones respecto de la responsabilidad de los directores y gerentes de una sociedad y el problema del denominado abuso de la mayoría.
En: Themis No. 37.

14. **FERNANDEZ BACA, Jorge**
La Ley Antimonopolio ¿por qué y cómo aplicarla?
En: Themis No. 21.

15. **FERNANDEZ CARTAGENA, Julio A.**
Apuntes mercantiles y tributarios derivados de la reciente privatización de los servicios de telecomunicaciones.
En: Themis No. 29.

16. **FERRERO DIEZ CANSECO, Alfredo**
Las formas especiales de sociedad anónima en la nueva Ley General de Sociedades
En: Themis No. 37.

17. **FERRO, Víctor**
La empresa y los límites a la intermediación laboral.
En: Themis No. 31.

18. **FLORES POLO, Pedro**
De los actos de comercio a la noción jurídica de empresa en la realidad peruana.
En: Themis No.7.
¿El nuevo esquema para la "sociedad anónima abierta protege a las minorías"?
En: Themis No. 37.

19. **FORSYTH, Albert**
Emisión y colocación internacional de acciones emitidas por sociedades peruanas a través de American Depositary Receipts (ADR)
En: Themis No. 31.

20. **GARCIA-CRUCES GONZALEZ, Juan Antonio**
La adquisición por la sociedad de sus propias acciones (La regulación de la autocartera en el Derecho español)
En: Themis No. 39.

21. **GUBBINS B. María L.**
La Sociedad Anónima Abierta en la Ley General de Sociedades.
En: Themis No. 6.

22. **GUZMAN BARRON, César**
Rol del Comercio Exterior en el Desarrollo del País.
En: Themis No. 12.
La misión de la aduana en el régimen de apertura del comercio exterior.
En: Themis No. 31.

23. **HARO, María Soledad y LAZO, Jorge Enrique**
Una aproximación a los mercados de futuros.
En: Themis No. 31.

24. **HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo**
Disolución, liquidación y extinción de sociedades y las sociedades irregulares.
En: Themis No. 37.

25. **IGLESIAS PRADA, Juan Luis**
Disposiciones generales y principios básicos en el "Acuerdo sobre los aspectos de los derechos de propiedad intelectual relacionados con el comercio" (ADPIC)
En: Themis No. 38.

26. **KRESALJA, Baldo**
La Decisión 313.
En: Themis No. 23.
Modificaciones al régimen común sobre propiedad industrial.
En: Themis No. 27-28.

27. **LUNA-VICTORIA, César**
La Sociedad Anónima por dentro.
En. Themis No. 10.

28. **MEDRANO C. Humberto**
Responsabilidad tributaria de los Directores de las Sociedades Anónimas.
En: Themis No. 7.

29. **MORALES ACOSTA, Alonso**
¿Cómo delimitar la materia del Derecho Mercantil?
En: Themis No. 31.
Transformación de sociedades. Perspectiva bajo el marco de la nueva Ley General de Sociedades.
En: Themis No. 37.

30. **MORALES OLIVERA, Fernando**
Aspectos legales de la implantación del Euro: el principio de la continuidad de los contratos.
En: Themis No. 38.

31. **NORMAND SPARKS, Enrique**
Necesidad de la reforma de la Ley General de Sociedades.
En: Themis No. 31.

32. **OSSIO GARGUREVICH, Jorge**
Aplicación del régimen de sociedades anónimas abiertas en el presente ejercicio.
En: Themis No. 37.

33. **OSTOJA L. A., Alfredo**
La Autonomía del Crédito Documentario.
En: Themis No. 12.

34. **PACHON, Manuel**
La acción de interpretación prejudicial en el derecho comunitario andino.
En: Themis No. 23.

35. **PAYET, José Antonio**
Razones para regular el mercado de valores.
En: Themis No. 33.

36. **PESCHIERA B. Alejandro**
La Ley de "Nacionalización" vs. Decisión 220 de la Comisión del Acuerdo de Cartagena.
En: Themis No. 9.

37. **PEYRANO, Jorge W.**
Régimen de las medidas cautelares en el Mercosur y anotaciones complementarias.
En: Themis No. 37.

38. **PICKMAN, Fernando**
ADRs: mecanismo de colocación de acciones en el mercado de valores internacionales.
En: Themis No. 31.

39. **PIZARRO, Luis**
Régimen legal de operaciones con activos financieros.
En: Themis No. 37.

40. **SALAS, Gonzalo**
Los delitos contra la propiedad industrial en el nuevo Código Penal de 1991.
En: Themis No. 23.

41. **SALAS SANCHEZ, Julio**
El papel del mercado de valores en la nueva Ley General de Sociedades.
En: Themis No. 31.

42. **SALINAS RIVAS, Sergio**
Fondos Mutuos, Información Asimétrica y Regulación de Mercados: Un enfoque de costos de transacción.
En: Themis No. 33.

El financiamiento empresarial a través de la emisión de valores: ventajas, desventajas y perspectivas.
En: Themis No. 37.

43. **SIERRALTA RIOS, Aníbal**
Los contratos de "Commodities".
En: Themis No. 25.

44. **SIFUENTES DOMENACK, Hugo H.**
Algo sobre la nueva Ley de la Empresa: el levantamiento del velo jurídico.
En: Themis No. 38.

45. **ENTREVISTA A RODRIGO URÍA M.**
La Nueva Ley General de Sociedades y el Derecho del Mercado.
En: Themis No 37.

46. **VIDAL R. Fernando**
La Oferta Pública de Valores
En: Themis No. 9.

47. **ZARAGOZA AMIEL, José**
El Mercado Común del Sur (Mercosur): apuntes sobre sus objetivos, estructura, desarrollo y perspectivas.
En: Themis No. 37.

48. **ZEGARRA M. Juan Manuel**
Mercantilismo y Certex.
En Themis No. 16.

DERECHO PENAL

1. **BERDUGO, Ignacio**
Consideraciones sobre el delito fiscal en el código español.
En: Themis No. 32.

2. **BOCANEGRA, José**
El Principio de Legalidad en el Derecho Penal Peruano. (Con algunas anotaciones al Proyecto del Código Penal Peruano).
En Themis No. 2.

3. **BOVINO, Alberto**
Culpabilidad, Cultura y Error de Prohibición.
En: Themis No. 15.

4. **CARO CORIA, Dino Carlos**
La irresponsabilidad penal de las personas jurídicas en la Reforma Penal de 1991.
En: Themis No. 24.
Sistema penal y mínima intervención: De una función simbólica a una función real.
En: Themis No. 27-28.
Jurisprudencia Comentada: La intervención previa del INDECOPI en el proceso penal: Un modelo para desarmar.
En: Themis No. 27-28.
El Derecho Penal Laboral en el Perú.
En: Themis No. 31.
Sobre la moderna teoría del bien jurídico-penal en España y el rechazo del funcionalismo sistémico de Jakobs.
En: Themis No. 35.

"Sociedades de riesgo" y bienes jurídicos colectivos.
En: Themis No. 37.
"La estabilidad del ecosistema como bien jurídico-penal y su protección mediante la técnica de los delitos de peligro".
En: Themis No. 39.

5. **COZ RAMOS, Ernesto**
Transacciones sospechosas y el delito de lavado de dinero.
En: Themis No. 35.

6. **ELIAS L. Enrique**
Conceptos Jurídicos sobre la Acción Terrorista frente a un Estado Democrático y sobre la Calificación del Terrorismo como Delito común.
En: Themis No. 7.

7. **ESPINOZA, Juan**
La esterilización frente a la pretendida resurrección de la eugenesia.
En: Themis No. 32.

8. **GARCIA-SAYAN, Diego**
La Paz es Posible.
En: Themis No. 7.

9. **GHERSI, Enrique**
¡Abajo el Código Penal!
En: Themis No. 32.

10. **GHEZZI, Giorgio**
Instrumentos de gestión del mercado de trabajo.
En: Themis No. 31.

11. **HURTADO POZO, José**
Derechos Humanos y lucha contra la delincuencia.
En: Themis No. 35.

12. **JARA F. Gonzalo**
¿Son las Personas Jurídicas sujetos de Sanción Penal?
En: Themis No. 8.

13. **LAMAS P. Luis**
Sanción Penal y Patrimonio Cultural.
En: Themis No. 4, primera parte.
En: Themis No. 5, segunda parte.

14. **MAIER B.J., Julio**
Democracia y administración de justicia penal en Iberoamérica: Los proyectos para la reforma del sistema penal.
En: Themis No. 29.

15. **OPINIONES DE LA FACULTAD**
El Aborto por Violación.
En: Themis No.18.

16. **RISCO VALERA, Rolando**
El delito de usura y la regulación de las tasas de interés en una economía de libre mercado.
En: Themis No. 35.

17. **ROJAS, Ricardo Manuel**
El poder represivo del Estado ¿Se justifica la existencia del Derecho Penal?
En: Themis No. 35.

18. **ROY FREYRE, Luis E.**
Entrevista: Terrorismo.
En Themis No. 7.

19. **SAN MARTIN CASTRO, César**
La Coerción Personal en la Investigación Policial del Delito: Análisis Crítico.
En: Themis No. 10.

20. **SERRANO-PIEDECASAS FERNANDEZ, José Ramón**
Sobre la responsabilidad penal de las personas jurídicas.
En: Themis No. 35.

21. **TERRADILLOS, Juan**
Los delitos contra los recursos naturales y el medio ambiente en el nuevo Código Penal español.
En: Themis No. 36.

22. **UGAZ SANCHEZ MORENO, José**
La Nueva ley de Extradición, visión crítica a partir de un proceso.
En: Themis No. 12.
El Indulto para Procesados y el Perro del Hortelano.
En: Themis 18.
El delito contra la libertad de trabajo.
En: Themis No. 26.

23. **UGAZ, José; YAMAMOTO, Jorge y ZEGARRA, Felipe**
Mesa Redonda: La pena de muerte.
En: Themis No. 27-28.

24. **ZAFFARONI, Eugenio Raúl**
La filosofía del sistema penitenciario en el mundo contemporáneo.
En: Themis No. 35.

25. **ZUÑIGA, Laura**
La Ley de Seguridad Ciudadana: Un síntoma de la crisis del Poder Ejecutivo. Especial consideración del Sistema Penal.
En: Themis No. 32.

DERECHO PROCESAL CIVIL

1. **ABASTOS, José M.**
Boleta Unica de Litigante. (Jurisprudencia comentada).
En: Themis No. 2.

2. **BACA, Wilbert**
Poder Judicial y Realidad.
En Themis No. 14.

3. **CYMROT, Mark; GORMAN, Thomas y SCITT, Teresa**
Embargo de Bienes Extranjeros en los Estados Unidos.
En: Themis No. 20.

4. **CHAVEZ T. L., Octavio**
El interdicto de Adquirir y el Hecho de la Posesión.
En: Themis No. 10.

5. **GRUPO DE INVESTIGACION DE THEMIS**
Acción Cambiaría y Vías Procesales. (Jurisprudencia comentada).
En: Themis No. 10.
El derecho de retención por mejoras: Una aproximación a la lógica del Código Procesal Civil.
En: Themis No. 27-28.

6. **LIÑAN A. Luis Alberto**
Jurisprudencia Comentada: Algunos aspectos del proceso ejecutivo.
En: Themis No. 25.
El proceso ejecutivo en el Código Procesal Civil de 1992.
En: Themis No. 27-28.

7. **MEJORADA CHAUCA, Martín**
¿Es Posible dictar una Medida Cautelar al amparo del artículo II del Título Preliminar del Código Civil?
En: Themis No. 20.

8. **MONROY GALVEZ, Juan**
Transacción Extrajudicial y Procedencia del Recurso de Nulidad contra el Auto Confirmatorio que deniega la Ejecución. (Jurisprudencia comentada).
En: Themis No. 7.
El Proceso civil en un Libro sobre Prescripción y Caducidad,
En: Themis No. 10.
Apuntes para un Estudio de la Plus Petición en la Doctrina y el Procedimiento Civil Peruano.
En: Themis No. 18.
La postulación del proceso en el Código Procesal Civil.
En: Themis No. 23.
Los principios procesales en el Código Procesal Civil de 1992.
En: Themis No. 25.
Conceptos elementales del proceso civil.
En: Themis No. 27-28.

9. **MORELLO, Augusto Mario**
El proceso civil colectivo.
En: Themis No. 30.

10. **PEREZ, Alejandra**
Problemas de acceso a la Administración Formal de Justicia en Centroamérica.
En Themis No. 13.

11. **PEREZ VARGAS, Julio César**
Los abogados frente al recurso de apelación.
En: Themis No. 27-28.
La discusión acerca de la carga procesal a la luz de sus implicancias jurídicas.
En: Themis No. 32.

12. **PEYRANO, Jorge W.**
La "performatividad" en el proceso contemporáneo. Su incorporación al nuevo ordenamiento procesal civil peruano.
En: Themis No. 22.
La medida cautelar innovativa "embozada".
En: Themis No. 25.
El abuso del derecho en el ámbito del proceso civil.
En: Themis No. 27-28.

13. **QUIROGA L. Aníbal**
La Casación Civil y la tutela Jurídica de las Personas en la Jurisprudencia del tribunal Constitucional Español.
En: Themis No. 15.

14. **SILVA V. José Antonio**
Los Fundamentos Científicos del Derecho Procesal.
En Themis No. 14.

15. **VELASCO G. Francisco**
Las resoluciones Inapelables.
En: Themis No. 2.

16. **ZAVALA TOYA, Salvador**
Intervención de terceros, extromisión procesal y sucesión.
En: Themis No. 29.

17. **ZOLEZZI IBARCENA, Lorenzo**
Proceso Civil y Realidad Social.
En: Themis No. 15.

18. **ZUBIATE, Jorge Luis**
Jurisprudencia Comentada: El valor de la cosa juzgada.
En: Themis No. 21.

DERECHO PROCESAL PENAL

1. **ORE, Arsenio**
Sobre violencia, justicia y eficacia: el proyecto de Código Procesal Penal
En: Themis No. 32.

DERECHO ROMANO

1. **CATALANO, Pierangelo**
Entrevista: Derecho Romano.
En: Themis. No. 12.

2. **IGLESIAS, Juan**
Cultura, Universidad y Derecho Romano en la encrucijada de nuestro tiempo.
En: Themis No. 25.

3. **MENDEZ CHANG, Elvira**
Las Bases Romanistas frente al cambio político económico: el principio de igualdad de trato al extranjero en materia de inversiones en el Perú.
En: Themis No. 33.

4. **RUBIO CORREA, Marcial**
Rediseño del Estado de separación de poderes a la luz de algunos principios del Derecho Público romano.
En: Themis No. 32.

DERECHO DE LAS TELECOMUNICACIONES

1. **BUSTAMANTE BELAUNDE, Alberto**
Algunos comentarios en torno al marco institucional de las telecomunicaciones en el Perú.
En: Themis No. 36.

2. **KUNIGAMI, Jorge; ROZAS, Hortensia y MUENTE, Rafael**
Mesa Redonda: La apertura del mercado de las telecomunicaciones en debate.
En: Themis No. 38.

3. **NAKAGAWA M., Virginia**
Interconexión de redes y servicios públicos de telecomunicaciones: real acceso a la competencia.
En: Themis No. 38.

4. **VINATEA RECOBA, Luis**
Los servicios de telecomunicaciones portadores y finales en la legislación peruana. Los alcances del régimen de concurrencia limitada establecido por la Ley 26285.
En: Themis No. 33.

DERECHO TRIBUTARIO

1. **BELAÚNDE, Daniel y MARSENARO, Harold**
Aproximación económica al impuesto predial. Estudio y propuesta para un manejo eficiente de la toma de decisiones locales.
En: Themis No. 34.

2. **DANOS ORDOÑEZ, Jorge**
El régimen tributario en la Constitución: Estudio preliminar.
En: Themis No. 29.
El procedimiento de cobranza coactiva como manifestación de la potestad de la administración pública de ejecución forzosa de sus actos.
En: Themis No. 32.

3. **DEL BUSTO V. Jorge**
La Ética Tributaria.
En: Themis No. 12.

4. **FERNANDEZ CARTAGENA, Julio A.**
Apuntes mercantiles y tributarios derivados de la reciente privatización de los servicios de telecomunicaciones.
En: Themis No. 29.

5. **GILDEMEISTER RUIZ HUIDOBRO, Alfredo**
Exención y Exoneración. (Jurisprudencia comentada).
En: Themis No. 2.
Los Establecimientos Permanentes como forma de inversión extranjera: su concepto y tratamiento en los principales modelos tradicionales de convenios para evitar la doble imposición.
En: Themis No. 33.
Tributación internacional y comercio electrónico: aproximación a una grave problemática tributaria actual.
En: Themis No. 39.

6. **HERNANDEZ BERENGUEL, Luis**
Solución al Problema de la Doble Tributación en el caso de las Empresas Multinacionales Andinas.
En: Themis No. 2.
El Procedimiento Contencioso Tributario y la facultad de Reexamen.
En: Themis No. 8.
Breves comentarios sobre el reajuste del tributo y de las multas.
En: Themis No. 14.
El Impuesto de Solidaridad: La evasión tributaria y la Reforma de la Administración Tributaria.
En Themis No. 20.
La compensación en el Código Tributario peruano vigente.
En: Themis No. 26.

La presión Tributaria y el procedimiento contencioso tributario.
En: Themis No. 34.

7. **HERNANDEZ M. Carmela**
Las Presunciones y Ficciones en el Derecho Tributario Peruano.
En: Themis No. 8.

8. **LOPEZ ESPINOZA, Leonardo**
La Admisión Temporal: Régimen Aduanero de Perfeccionamiento Activo destinado al fomento de las exportaciones.
En: Themis No. 33.

9. **LUNA – VICTORIA, César**
El régimen tributario de las empresas insolventes.
En: Themis No. 29.

10. **MEDRANO CORNEJO, Humberto**
Responsabilidad Tributaria de los Directores de Sociedades Anónimas.
En: Themis No. 7.
Delito de Defraudación Tributaria.
En: Themis No. 20.
La reforma de la Ley del Impuesto a la Renta.
En: Themis No. 29.
Impuesto a la Renta en la transferencia de acciones por personas jurídicas no domiciliadas.
En: Themis No. 34.
Los Intereses compensatorios y moratorios en el IGV y en el impuesto a la renta.
En: Themis No. 37.

11. **OCHOA, César**
Bases del régimen constitucional presupuestario.
En: Themis No. 37.

12. **RUBIO, Roger**
El régimen fiscal de atribución de rentas e impuesto en las asociaciones en participación y los Joint Ventures.
En: Themis No. 36.

13. **SOTELO CASTAÑEDA, Eduardo**
Algunas reflexiones sobre el procedimiento de cobranza coactiva de tributos.
En: Themis No. 34.

DERECHO TURISTICO

1. **VILLA-GARCIA N. Manuel**
El Derecho Turístico, un Nuevo Derecho Autónomo.
En: Themis No. 5.

ENTREVISTAS

1. **ARROSPIDE, Ramón**
En: Themis No. 16.

2. **AVENDAÑO V. Jorge**
En: Themis No. 14.

3. **BARBAGELATA, Héctor Hugo y PLA RODRIGUEZ, Américo**
   En: Themis No. 18.

4. **BECKER, Gary**
   En: Themis No. 25.

5. **BERNALES BALLESTEROS, Enrique**
   Estatización del Sistema Financiero.
   En: Themis No. 9.

6. **CALABRESI, Guido**
   En: Themis No. 25.

7. **PIERANGELO, Catalano**
   Derecho Romano.
   En: Themis No. 3.

8. **DE BUEN, Néstor**
   Temas de Derecho Laboral.
   En: Themis No. 10.

9. **DE LOS HEROS P. A. Alfonso**
   Política Laboral.
   En: Themis No. 19.

10. **DE PIEROLA, Nicolás**
    En: Themis No. 23.

11. **DE SOTO, Alvaro**
    En: Themis No. 27-28.

12. **DE TRAZEGNIES G. Fernando**
    En: Themis No. 9.
    Cicerón responde sobre la Crisis Peruana.
    En: Themis No. 15.

13. **DEL REY GUANTER, Salvador**
    En: Themis No. 23.

14. **DERSHOWITZ, Alan**
    En: Themis No. 25.

15. **ERMIDA, Oscar; DE BUEN, Néstor y SUAREZ, Fernando**
    Mesa Redonda: Las relaciones laborales en los procesos de integración.
    En: Themis No. 29.

16. **FERNANDEZ ARCE, César**
    En: Themis No. 18.

17. **FIX ZAMUDIO, Héctor**
    La jurisdicción constitucional y la protección de los derechos humanos.
    En: Themis No. 29.

18. **GARCÍA-SAYÁN, Diego**
    Pacificación e Inversión Privada.
    En: Themis No. 33.

19. **GIGLIO, Wagner y NIEDERAUER CORREA, Alcione**
En: Themis No. 9.

20. **GONZALES IZQUIERDO, Jorge**
Liberalismo y Economía de Mercado en el Perú.
En: Themis No. 20.

21. **GUILLAUME, Gilbert**
En: Themis No. 17.

22. **GUTIERREZ, Gustavo**
En: Themis No. 16.

23. **JARANA, Sinesio**
En: Themis No. 16.

24. **JAVILLIER, Jean-Claude**
Flexibilización y Derecho del Trabajo.
En: Themis No. 30.

25. **KEMELMAJER, Aída**
En: Themis No. 13.

26. **LEON BARANDIARAN, José**
En: Themis No. 2.

27. **MOUCHARD RAMIREZ, Augusto**
En: Themis No. 26.

28. **MOSSET ITURRASPE, Jorge**
En: Themis No. 24.

29. **MONROY GALVEZ, Juan**
En busca del juez peruano: hacia una verdadera reforma del Poder Judicial.
En: Themis No. 32.

30. **MURGAS T. Rolando**
En: Themis No. 12.

31. **REALE, Miguel**
Tridimensionalismo jurídico.
En: Themis No. 5.

32. **ROY FREYRE, Luis E.**
Terrorismo.
En: Themis No. 7.

33. **RUIZ-GIMENEZ, Joaquín**
Defensor del Pueblo.
En: Themis No. 6.

34. **SAGUES, Néstor Pedro**
En: Themis No. 26.

35. **SANTISTEBAN DE NORIEGA, Jorge**
¿Necesita el pueblo que lo defiendan?
En: Themis No. 35.

36. **SARTHOU, Helios**
En: Themis No. 8.

37. **TOVAR, Javier**
Participación Ciudadana, síntoma de la credibilidad del Perú.
En: Themis No. 33.

38. **UGAZ, José; YAMAMOTO, Jorge y ZEGARRA, Felipe**
Mesa Redonda: La pena de muerte.
En: Themis No. 27-28.

39. **URÍA M. Rodrigo**
La nueva Ley General de Sociedades y el Derecho del Mercado.
En: Themis No. 37.

40. **VALLE-RIESTRAG. O. Javier**
Estatización del Sistema financiero.
En: Themis No. 9.

TEORIA GENERAL DEL DERECHO

1. **ALZAMORA V. Mario**
El poder político en la filosofía de Santo Tomás de Aquino.
En: Themis No. 7.

2. **DARGENT, Eduardo**
León Tolstoi y su pensamiento político: una interpretación de "La muerte de Iván Ilich"
En: Themis No. 39.

3. **DE TRAZEGNIES G. Fernando**
El Derecho Civil y la lógica: los argumentos a contrario.
En: Themis No. 12.
Entrevistas: Cicerón responde sobre la crisis peruana.
En: Themis No. 14.
La desmaterialización del Derecho. Del derecho de pernada al Internet
En: Themis No. 38.

4. **DE RIVERO, Eduardo Ignacio**
El contrato desde la perspectiva de la teoría general del Derecho.
En: Themis No. 33.

5. **FISS, Owen M.**
Capitalismo y Democracia.
En: Themis No. 27-28.

6. **GARCIA BELAUNDE, Domingo**
Tridimensionalismo jurídico:
Balance y perspectivas.
En: Themis No. 2.

7. **HERNANDO NIETO, Eduardo**
¿Por qué no debemos elegir el Análisis Económico del Derecho?
En: Themis No. 37.

8. **IBSCHER, Gred**
Los Regímenes Democráticos en la mira del filósofo Demócrito (s. V. a. C.).
En: Themis No. 5.

9. **KENNEDY, Duncan**
Nota sobre la historia de los "Critical Legal Studies" en los Estados Unidos.
En: Themis No. 25.

10. **KRECKE, Elisabeth**
El Derecho y el orden de mercado: una crítica austríaca al Análisis Económico del Derecho.
En: Themis No. 38.

11. **LOHMANN, Juan Guillermo**
Prescripción y caducidad. Algunas consideraciones sobre casos discutibles.
En: Themis No. 33.

12. **LOPEZ CABANA, Roberto M.**
Mora y demora.
En: Themis No. 33.

13. **MAC LEAN U. Roberto**
"El Otro Sendero" y el Derecho.
Una perspectiva desde la generación del 50.
En: Themis No. 8.

14. **MIXAN MASS, Florencio**
Razonamiento incorrecto: falacias y paralogismos.
En: Themis No. 31.

15. **PEÑA GONZALES, Carlos**
Discreción e interpretación judicial: las tesis de Dworkin.
En: Themis No. 32.

16. **REALE, Miguel**
Entrevista: Tridimensionalismo jurídico.
En: Themis No. 5.

17. **VALDES DAL-RE, Fernando**
En: Themis No. 22.

18. **ZEGARRA MULANOVICH, Gonzalo**
Liberalismo y política nacional de población: a propósito de un despropósito.
En: Themis No. 38.

JURISPRUDENCIA

1. **ABASTOS, José M.**
Boleta Unica de Litigante.
En: Themis No. 2.

2. **BOZA PRO, Guillermo**
Contratación temporal por Aumento en la producción.
En: Themis No. 19.

3. **BRIONES GOMEZ, Elizabeth**
Jurisprudencia Comentada: Acerca de la confusión, la protección al titular de la marca y al público consumidor.
En: Themis No. 26.

4. **BULLARD G., Alfredo y CANTUARIAS S., Fernando**
Títulos valores: conversión en moneda extranjera y aceleración automáticas e los vencimientos.
En: Themis No. 6.

5. **CANTUARIAS S., Fernando y LERNER V. M., Nicolás**
El Divorcio en nuestras normas de Derecho Internacional Privado.
En: Themis No. 9.

6. **CARO CORIA, Dino Carlos**
Jurisprudencia Comentada: La intervención previa del INDECOPI en el proceso penal: Un modelo para desarmar.
En: Themis No. 27-28.

7. **CARPIO V. Donato**
Desaparición, declaración de ausencia y declaración de muerte presunta.
En: Themis No. 3.

8. **CYMROT, Mark y GORMAN, Thomas**
El Descubrimiento de pruebas en el extranjero: Minpeco S. A. vs. Nelson Bunker Hunt.
En: Themis No. 16.

9. **DEL AGUILA, Lorena**
Retracto
En: Themis No. 2.

10. **DUCLOS PARODI, Paul**
Los tratados de definición de fronteras. El diferendo territorial entre la Jamahiriya árabe-libina (Libia) y la República de Chad.
En: Themis No. 33.

11. **FALLA J. Alejandro**
Los Decretos de Urgencia y la Corte Suprema: El caso de la Normatividad especial sobre Arrendamientos.
En: Themis No. 17.

12. **FALLA J. Alejandro y PIZARRO A., Luis**
El Problema de los Diminutos Montos Indemnizatorios: Dos casos Ejemplares y Esperanzadores.
En: Themis No. 20.

13. **GARCIA GRANARA, Fernando**
Jurisprudencia Comentada: La capitalización de intereses en las deudas laborales.
En: Themis No. 23.

14. **GARCIA-MONTUFAR S. Juan**
En: Themis No. 13.

15. **GILDEMEISTER R. H. Alfredo**
Exención y Exoneración.
En: Themis No. 2.
Contratos: Transporte Aéreo: Pérdida de Equipaje: Responsabilidad del Porteador: Daños.
En: Themis No. 3.

16. **GRUPO DE INVESTIGACION THEMIS**
Acción Cambiaría y Vías Procesales.
En: Themis No. 10.
Jurisprudencia Comentada: Procedencia de la acción de Amparo contra las resoluciones emanadas de un procedimiento de reducción de personal.
En: Themis No. 24.

17. **HARO SEIJAS, José Juan**
Confusión de confusiones: la reestructuración empresarial de las personas naturales.
En: Themis No. 31.

18. **HERRERA, Ricardo**
La modificación peyorativa de laudos arbitrales por convenios colectivos.
En: Themis No. 32.

19. **LIÑAN, Luis Alberto**
Jurisprudencia Comentada: Algunos aspectos del proceso ejecutivo.
En: Themis No. 25.

20. **LOPEZ-AMERI, Gustavo**
Nulidad de contrato.
En: Themis No. 2.

21. **LUMBROSO, Ginnete**
"Más protección sin irritación" ¿será cierto? La objetividad en la publicidad comparativa.
En: Themis No. 36.

22. **MEJORADA CHAUCA, Martín**
Jurisprudencia comentada: Sentencias contrarias a la ley y a la respuesta del derecho.
En: Themis No. 29.

23. **MIRANDA B. Guillermo**
Acerca de los Dilemas y las Artes para concluir un contrato.
En: Themis No. 18.

24. **MONROY GALVEZ, Juan**
Transacción Extrajudicial y Procedencia del Recurso de Nulidad contra Auto Confirmatorio que deniega la Ejecución.
En Themis No. 7.
Concepto de Desistimiento.
En: Themis No. 11.

25. **PASCO L. Mario**
Título valor endosado en blanco.
En: Themis No. 15.

26. **PATRON, Carlos**
El principio de veracidad y la "substantiación" previa en materia publicitaria.
En: Themis No. 32.

27. **PINASCO L. Vittorio**
Cumplimiento de Contrato.
En: Themis No. 2.

28. **TOYAMA MIYAGUSUKU, Jorge**
Jurisprudencia Comentada: El principio de inmediación en el proceso laboral.
En: Themis No. 22.

29. **VINATEA R. Luis**
Caducidad de la Acción de Calificación de Despido: Su Suspensión en Razón de la "Continuidad en el Proceso".
En: Themis No. 14.

30. **ZUBIATE, Jorge Luis**
Jurisprudencia Comentada: El valor de la cosa juzgada.
En: Themis No. 21.

VARIOS

1. **AMBOS, Kai**
Dominio del hecho por dominio de voluntad en virtud de aparatos organizados de poder. Una valoración crítica y ulteriores aportaciones.
En: Themis No. 37.

2. **ARMAS ALVARADO, Henry**
Los fueros de Pablo y la ciudad. Historia de una diacronía.
En: Themis No. 34.

3. **AVEDAÑO V. Jorge**
THEMIS, cinco años de su Segunda Epoca.
En: Themis No. 15.
THEMIS, número 25.
En: Themis No. 25.

4. **BACA, Wilbert**
Poder Judicial y Realidad.
En: Themis No. 14.

5. **BARBOZA BERAUN, Eduardo**
Aspectos legales de la práctica medica.
En: Themis No. 34.

6. **BASADRE, Jorge**
El gobierno de Bustamante y Rivero.
En: Themis No. 33.

7. **BECHTLE OTOYA, Antonio**
Un western.
En: Themis No. 33.

8. **BERMUDEZ VALDIVIA, Violeta**
Administración de Justicia y mecanismos alternativos de resolución de conflictos: Apuntes para una reflexión.
En: Themis No. 22.

9. **BERNALDO DE QUIROZ, Lorenzo**
Estado, economía y corrupción.
En: Themis No. 38.

10. **BERNALES BALLESTEROS, Enrique**
La Ley 24723 y su Aplicación.
En: Themis No. 13.

11. **BIGIO, Jack**
La Pontificia Universidad Católica del Perú.
En: Themis No. 21.

12. **BLUME, Ricardo**
Los Abogados y el teatro.
En: Themis No. 17.

13. **BOLSA DE VALORES DE LIMA**
La Mesa de Negociación: Mayor Presencia de los Instrumentos de Corto Plazo en el Mercado de recursos financieros.
En: Themis No. 15.
La privatización de Empresas y el Rol del Mercado de Valores.
En: Themis No. 19.

14. **BOZA DIBOS, Beatriz**
Siguiendo estudios de postgrado en el extranjero.
En: Themis No. 25.

15. **BUSTAMANTE B. Alberto**
Concertación para el Desarrollo.
En: Themis No. 13.

16. **BUSTAMANTE B. Luis**
La Descentralización Política en la Regionalización.
En: Themis No. 11.

17. **CABRERA, Mónica**
Aproximación al discurso escrito de los abogados.
En: Themis No. 31.

18. **CAILLAUX Z. Jorge**
Reflexiones a Propósito del Derecho Ambiental.
En: Themis No. 12.

19. **CAIVANO, Roque**
Un desafío (y una necesidad) para los abogados: los medios alternativos de resolución de disputas.
En: Themis No. 31.

20. **CALABRESI, Guido**
Comentarios: Las simples virtudes de "La Catedral"
En: Themis No. 36.

21. **CANELO D. Gherman**
El papel de la Policía en la Protección de los Derechos Humanos.
En Themis No. 16.

22. **CANTUARIAS S. Felipe**
El Sistema Peruano de Conversión de Deuda Pública Externa en Inversión.
En: Themis No. 15.

23. **CARAVEDO M. Leopoldo**
Armarse - Armarse: La Ley
En: Themis No. 13.

24. **CARPIO, Edgar**
La primera cátedra peruana de Derecho Constitucional.
En: Themis No. 32.

25. **CASTAN VASQUEZ, José María**
El derecho matrimonial a través de la literatura.
En: Themis No. 25.

26. **CISNEROS V. Luis Jaime**
Reflexiones Universitarias desde 1990.
En: Themis No. 15.
Lenguaje, asignatura compleja.
En: Themis No. 35.

27. **COMENTARIOS DE EX COMITÉS DIRECTIVOS A PROPÓSITO DE LA PUBLICACIÓN No. 20 DE THEMIS**
En: Themis No. 20.

28. **CORNEJO CHAVEZ, Héctor**
Cómo educa la Universidad Católica.
En: Themis No. 1.

29. **DE BELAUNDE L. DE R., Javier**
Antecedentes de la Nueva Ley Orgánica del Poder Judicial.
En: Themis No. 18.

30. **DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel**
THEMIS, número 35.
En: Themis No. 35.

31. **DE TRAZEGNIES, Fernando**
Paradojas de la Modernidad: El Contrato de Enganche.
En: Themis No. 20.

32. **DEL BUSTO DUTHURBURU, José Antonio**
Breve historia de la Amazonía peruana durante el incario, el virreinato y la independencia.
En: Themis No. 33.

33. **DIEZ-CANSECO N. Luis José**
Señora: Nuestro Detergente lava más blanco. La Publicidad Comparativa.
En: Themis No. 18.

34. **DIEZ-PICAZO Y PONCE DE LEON, Luis**
Codificación, descodificación y recodificación.
En: Themis No. 25.

35. **ECHEANDÍA CHIAPPE, Francisco**
La Insolvencia no es cosa de juego: cuando en los concursos se apuesta por salvar empresas viables.
En: Themis No. 34.

36. **FELICES SAAVEDRA, Enrique**
La elección colectiva y el análisis económico de los procesos políticos.
En: Themis No 30.

37. **FERNANDEZ CRUZ, Gastón**
El Fundamento de la Responsabilidad Civil Deportiva.
En: Themis No. 19.

38. **FERRAJOLI, Luigi**
El derecho como sistema de garantías.
En: Themis No. 29.

39. **FERRARI, Arturo**
Alan Dershovitz y el abogado perfecto.
En: Themis No. 21.

40. **FISS, Owen M.**
¿Qué es el feminismo?
En: Themis No. 32.

41. **GARATEA G. Carlos**
Hasta Luego.
En: Themis No. 17.

42. **GARCIA BELAUNDE, Domingo**
Nuestro Nombre.
En: Themis No. 1.
Themis , hace veinte años...
En: Themis No. 4.

43. **GARCIA FALCON, Marco**
Iustitia.
En: Themis No. 32.

44. **GARCIA MONTUFAR, Guillermo**
Apuntes de Derecho Minero Común- Atribuciones comunes de los Titulares de Derechos Mineros.
En: Themis No. 13.

45. **GARLAND, Gonzalo**
El Consejo Consultivo Empresarial Andino y la Concertación en el Grupo Andino.
En: Themis No. 14.

46. **GARRO, Alejandro M.**
Armonización y unificación del derecho privado en América Latina: Esfuerzos, tendencias y realidades.
En: Themis No. 24.

47. **GHERSI, Enrique**
El Costo de la Legalidad.
En: Themis No. 19.

48. **GONZÁLES MANTILLA, Gorki**
La Miserabilidad del Indio en el Siglo XVI.
En: Themis No. 34.

49. **GRUPO DE INVESTIGACION THEMIS**
Indexación y Derecho.
En: Themis No. 14.
El Poder Judicial: la visión de los magistrados.
En: Themis No. 31.
El Secigra-Derecho: ¿Qué piensan los estudiantes?
En: Themis No. 32.

50. **GUERRA G. Jorge**
Las Políticas sobre población en el Perú.
En: Themis No. 19.

51. **GUEVARA GIL, Armando**
Las maestrías en Derecho en los Estados Unidos
En: Themis No. 37.

52. **GULLO OMODEO, Marcelo**
Religión, Política y Constitución en los Estados Unidos.
En: Themis No. 35.

53. **HAMPE M. Teodoro**
Vida Académica en la Facultad de Derecho: Setenta Años de Historia (1917-1987).
En: Themis No. 12.
Hugo Piaggio Bertora: Decano y Maestri de Derecho.
En: Themis No. 36.
Recuerdo de Jorge del Busto Vargas (1916-1995), paladín del humanismo y del Derecho.
En: Themis No. 38.

54. **INTERDONATO, Francisco S.**
El Sentido de la Teología en la Carrera de Abogado.
En: Themis No. 18.

55. **IZQUIERDO ALCOLEA, Ignacio**
De la justicia.
En: Themis No. 27-28.

56. **KRESALJA R. Baldo**
In Memoriam Alfredo Ostoja.
En: Themis No. 16.

57. **LEON PASTOR, Ricardo**
Libertad de Cátedra: ¿Monopolio Docente?
En: Themis No. 16.
Informática Jurídica: Acercando la Informática al Derecho en las puertas del siglo XXI.
En: Themis No. 22.

58. **MAC LEAN, Roberto G.**
Requiem para el espíritu del legislador. La cultura de servicio en la administración de justicia.
En: Themis No. 33.
Algunas consideraciones sobre los efectos de la administración de justicia en la propiedad, los contratos y el desarrollo.
En: Themis No. 35.

59. **MARIATEGUI, Javier**
La cronicidad en psiquiatría y los derechos de los enfermos mentales en el Perú.
En: Themis No. 30.

60. **MERCADO NEUMANN, Edgardo**
En las puertas del siglo XXI: El rol y las tareas morales de los estudios jurídicos modernos.
En: Themis No. 30.

61. **MONTALBETTI, Mario**
Aspectos Linguísticos de la Crisis.
En: Themis No. 14.

62. **MONTANER, Carlos Alberto**
Cómo y Por qué se desarrollan los Pueblos.
En: Themis No. 20.
Qué se enseña, cómo se enseña y para qué se enseña: una visión liberal.
En: Themis No. 32.

63. **MONTOYA A. Carlos**
¿Existe un Derecho Judicial Peruano?
En: Themis No. 9.

64. **MOSCOSO V. Martín**
Ultima Llamada a Escena.
En: Themis No. 15.

65. **OLAECHEA A.C., José Antonio**
El Surgimiento del Derecho de la Libre competencia y sus Escuelas básicas.
En: Themis No. 11, 1era. Parte.
En: Themis No. 12, 2da. Parte.

66. **OLAECHEA, Manuel P.**
El Abogado.
En: Themis No. 4, primera parte.
En: Themis No. 5, segunda parte.

67. **OLAYA N. Mauricio**
Funciones de las Marcas y su Relación con la figura del Consumidor.
En: Themis No.18.

68. **OPINIONES DE LA FACULTAD**
¿A qué o a quién se debe el Abogado?
En: Themis No. 20.

69. **PACHECO B. Rosario**
Terrorismo y Tribunales Militares.
En: Themis No. 6.

70. **PARDO SEGOVIA, Fernando**
Aquellos extraños seres que editan revistas jurídicas de estudiantes
En: Themis No. 22.

71. **PEREZ, Alejandra**
Problemas de Acceso a la Administración Formal de Justicia en Centroamérica.
En: Themis No. 13.

72. **PRIMER CONGRESO LATINOAMERICANO DE PUBLICACIONES JURÍDICAS DIRIGIDAS POR ESTUDIANTES**
En: Themis No. 13.

73. **POW SANG, Patricia**
Themis...
En: Themis No. 22.

74. **REBAZA TORRES, Alberto**
Apuntes sobre Derecho Ambiental.
En: Themis No. 22.

75. **REVISTA ABA JORNAL**
Responsabilidad Profesional.
En: Themis No. 16.

76. **REVISTA LECCIONES Y ENSAYOS**
La Contribución del Sistema Jurídico a la Consolidación de Democracia: Experiencias Nacionales. (El caso argentino).
En: Themis No. 17.

77. **REYNA S. Rodolfo**
Democracia, Modernidad y Derecho.
En: Themis No. 16.

78. **RIVADENEYRA S. Juan**
¿Jurisdicción Arbitral?
En: Themis No. 11.

79. **SANTIVAÑEZ, Roberto**
Mercado eléctrico peruano: principios y mecanismos de operación y sistemas de precios.
En: Themis No. 37.

80. **SAGUES, Néstor Pedro**
Partidos Políticos y representación Política.
En: Themis No. 17.

81. **SEGUNDO ENCUENTRO LATINOAMERICANO DE PUBLICACIONES JURÍDICAS DIRIGIDAS POR ESTUDIANTES**
En: Themis No. 11.

82. **SERRANO S. Ramón**
Discurso a los Abogados Jóvenes.
En: Themis No. 13.
La justicia y la abogacía.
En: Themis No. 24.
El derecho y la crisis.
En: Themis No 30.
José Antonio Primo de Rivera.
En: Themis No. 34.

83. **SIERRALTA RIOS, Aníbal**
Breve introducción a la Teoría de los juegos y su aplicación en el Derecho.
En: Themis No. 38.

84. **SOLTYSINSKI, Stanislaw**
Protección de los programas de computación: Aspectos comparativos e internacionales.
En: Themis No. 27-28.

85. **SORIA, Carlos**
Ley de Bases para el Desarrollo Rural de la Amazonía.
En: Themis No. 17.
¿Cómo conceptualizar el derecho consuetudinario?
En: Themis No. 24.

86. **THEMIS**
Apreciaciones Universitarias sobre el Derecho.
En: Themis No. 16.
Semblanza al Doctor Manuel de la Puente y Lavalle.
En: Themis No. 25.

87. **TUDELA LOVEDAY, Lorena**
Pucha, o sea dos tesis sobre el Derecho, ¿ya?
En: Themis No. 35.

88. **VALDIVIA, Juan Carlos**
Derecho y Política.
En: Themis No. 16.

89. **VARGAS LLOSA, Mario**
El desafío de fin de siglo: la cultura de la libertad.
En: Themis No. 34.

90. **VEGA, Yuri**
Apuntes sobre el denominado Abuso del Derecho.
En: Themis No. 21.

91. **VEGA SANTA GADEA, Fernando**
El drama sexual de la prisión peruana.
En: Themis No. 33.

92. **ZAMBRANO, Verónica**
Herencias a favor del alma en el siglo XIX
En: Themis No. 37.

93. **ZEGARRA M. Juan Manuel**
Mercantilismo y Certex.
En: Themis No. 16.



SAYBOLT PERU LTD.

BULK CARGO SURVEYORS

AV. LA ENCALADA 1615 OFIC. 305
SURCO
P.O. BOX 1507, LIMA 100 - PERÚ
(FRENTE A LA EMBAJADA DE U.S.A.)
TELF.: 437-2140 / 437-5278 FAX: 437-5255
(MÁS DE 200 OFICINAS PROPIAS EN EL MUNDO)

SERVICIOS DE INSPECCION
CARGAS Y DESCARGAS DE HIDROCARBUROS Y DERIVADOS
CARGAS Y DESCARGAS DE PRODUCTOS A GRANEL
ANALISIS DE LABORATORIO

AGRADECIMIENTOS

THĒMIS – Revista de Derecho agradece a todas las personas que de una u otra manera colaboraron con nosotros y sin cuyo apoyo no hubiera sido posible la publicación del presente número, en particular a:

Salomón Lerner Febres, Armando Zolezzi Möller, Juan Espinoza Espinoza, Baldo Kresalja Rosselló, Gorki Gonzáles, Sandra Sevillano, Franklin Cáceres, Fernando Vega Sánchez, Gianella Lavarello Alba, Gonzalo Barrionuevo Alba, Aldo Reggiardo Denegri, Gonzalo Zegarra Mulanovich, Lorena Borgo, José Daniel Amado, María Teresa Viscarra.

Filiberto Tarazona, Paula Calderón, Vidal Huamán Cruz, Alfonso Rebaza Gonzales, Carol Bellido, Magaly Jiménez Luces, Sonia Flores Jara, Ana Milagros Ferrucci, Ricardo Torres Valdiviezo, Margarita Valladares Lopez, Patricia Vargas Moya, Jessica Diaz Valverde, Doris Reyes Rossi, Lucia Alejos, Eduardo Lanao, Percy Wilman, Nury Dueñas, Patricia Gallegos Quesquén, Patricia Conislla Arteaga, Abraham García Chávarri, Nicolás Carbajal Torres, Katy Laguna Espinoza, Elizabeth Quiroz Vera Tudela, Consuelo Piccetti García, Juan Carlos Torres, Alexandra Cockburn, Carla Marsano, Martín Spallarossa Lecca, Leonor Ríos Huamán.

Asimismo, agradecemos a las siguientes personas:

Familia Ramírez Ráez, Familia Lanfranco Gallofré, Familia Cáceres Freyre, Familia Cornejo Lanao, Familia Kresalja Santos, Familia Montezuma Panez, Familia Lanfranco Garrido Lecca, Familia Cueto Saco, Familia Tiravanti Amayo, Familia Chirinos Cuadros.

THĒMIS - Revista de Derecho, agradece la magnífica labor realizada por los miembros que se retiraron en el segundo semestre de 1999 y les desea un futuro exitoso.

Bruno Amiel Rodríguez-Carpi, Fernando Cáceres Freyre, Rita Cornejo Lanao, Verónica Maseda Beaumont, Carlos Zelada Acuña, Licy Benzaquén Gonzalo, Felix Labrin Mendoza, Rusika Kresalja Santos, Inés Baca de la Piedra.

Asimismo, **THĒMIS - Revista de Derecho** da la bienvenida y felicita a sus nuevos miembros:
Ursula Afán Castillo, Alvaro Ayllón Bondy, Andrés Bayly Letts, Fernando Berckemeyer Olaechea, Analía Calmell del Solar del Río, Alejandra Castañeda Andrade, Patricia Gallegos Quesquén, Mario Huapaya Nava, Enrique Pasquel Rodríguez y Jorge Velarde Arnáez.

THĒMIS - **Revista de Derecho** agradece el apoyo de las siguientes instituciones:

MIRANDA & AMADO ABOGADOS

NOTARÍA ROSALÍA MEJÍA ROSASCO

DUANY & KRESALJA, ESTUDIO DE ABOGADOS

ESTUDIO MARIO CASTILLO FREYRE

NOTARÍA JAIME A. MURGUÍA CAVERO

FERNANDEZ, HERAUD & SÁNCHEZ, ABOGADOS

NOTARÍA COLLANTES BECERRA

NOTARÍA NUÑEZ CIUFFARDI

ESTUDIO DE BELAUNDE Y MONROY, ABOGADOS

ESTUDIO GARCÍA CALDERÓN, GHERSI & VIDAL ASOCIADOS, ABOGADOS

ESTUDIO LINARES ABOGADOS S.CIV.R.L.

ESTUDIO DE TRAZEGNIES & URÍA, ABOGADOS

INFORMATIVO LEGAL RODRIGO - HERNÁNDEZ BERENGUEL

NOTARÍA TUCCIO

NOTARÍA ALBERTO FLOREZ BARRON

NOTARIA ABOGADA ANA MARÍA VIDAL HERMOZA

ESTUDIO ECHEANDÍA, MANINI Y ASOCIADOS ABOGADOS

BANDIN, CALLO, PIZARRO, ORUNA, S.CIV.R.L.

ESTUDIO BELLIDO, SACO - VÉRTIZ & TABOADA, ABOGADOS

ESTUDIO JORGE AVENDAÑO V. ABOGADOS S.C.