

LA BOLSA DE VALORES ASPECTOS JURIDICOS

Fernando Vidal Ramírez

1. *Premisa*

La Bolsa es una institución y es, además y esencialmente, un mercado, que, como mercado organizado, tiene sus expresiones en la Rueda, en la Mesa de Negociación y en la Mesa de Productos. Sin embargo, sólo la Rueda forma el Mercado Bursátil. La Mesa de Productos y la Mesa de Negociación están integradas al Mercado Extrabursátil, aún cuando sean mecanismos que funcionan en el recinto de la Bolsa.

2. *Concepto y características*

La Bolsa en el Perú, desde antes de la innovación de su estructura jurídica, ha sido siempre un mercado de valores, pues lo que ha sido y lo es hasta la actualidad el objeto de la negociación son títulos-valores. De ahí que en su actual estructura y organización se le denomine como Bolsa de Valores.

Tradicionalmente, el mecanismo para la negociación de los valores ha sido la Rueda de Bolsa, como lo es hasta la actualidad, y, por eso, se constituye en la expresión de la Bolsa como mercado, o, más propiamente, del Mercado Bursátil. A ella debe entenderse la referencia del art. 1 del Decreto Legislativo N° 211-Ley Normativa del Mercado Bursátil al precisar que el objeto —o mejor la finalidad— de la Bolsa es la centralización de la negociación de valores cuyo registro haya sido autorizado. Sin embargo, la necesidad de mejor organizar la función social y económica del Mercado de Valores y la Bolsa ha llevado a establecer mecanismos para la negociación de valores distintos a la Rueda de Bolsa, como los ya mencionados Mesa de Negociación y Mesa de Productos, los que aparentemente ha rebasado la precisión de la citada norma legal, pero que, en nuestra opinión, no la rebasa

ni la contraviene, pues estos mecanismos si bien centralizan la negociación de valores no integran el Mercado Bursátil, en sentido estricto.

Del difundido concepto de “Bolsa” que plantea Garrigues (1), en cuanto que el vocablo tiene significados para expresar el edificio o lugar donde funciona la Bolsa, o el conjunto de operaciones en un día determinado, o el estado de las operaciones bursátiles, o, finalmente, la institución de la Bolsa, estamos con el maestro español en cuanto destaca a la Bolsa como una clase especial de mercado, cuyos rasgos más saliente son la tipicidad de los negocios y la formación objetiva de los precios. Según Linares Bretón (2), en concepto que resume principios universales, en la Bolsa se realizan negociaciones mercantiles indirectas, dentro de un marco de seguridad, certeza y legalidad, cumplidas por intermediarios mediante determinados mecanismos jurídicos que obedecen a particulares normas técnicas, con vencimientos uniformes y protegidas por un medio de ejecución forzada. Messineo (3) caracteriza a las Bolsas de valores señalando que en ellas se forman, a base de la ley económica de la demanda y de la oferta, públicamente, y se comprueban, los precios de los títulos, sin lo cual esos mismos precios se formarían sin espontaneidad y clandestinamente; y serían ignorados o de difícil comprobación.

Con los conceptos expuestos y aplicados a la Bolsa en el Perú, consideramos que pueden caracterizarse las operaciones que, en nuestro medio, se realizan en la Rueda de Bolsa, en la Mesa de Negociación y en la Mesa de Productos, con la advertencia, ya hecha en la premisa, en cuanto a que el Mercado Bursátil sólo tiene su expresión en la Rueda, pues tanto la Mesa de Negociación como la Mesa de Productos son Mercado Extrabursátil, aunque estos mecanismos funcionen en el recinto de la Bolsa. De ahí que las características de la negociación en Bolsa deban distinguirse, según se trate de uno u otro mercado y según cada mecanismo. Por eso, plan-

(1) Curso de Derecho Mercantil. T. I, pág. 58.

(2) Operaciones de Bolsa, pág. 9.

(3) Manual de Derecho Civil y Comercial. T. II, pág. 239.

teamos características genéricas y características específicas, ocupándonos de estas últimas al hacerlo de cada uno de los mecanismos de negociación.

3. *Características genéricas de la negociación en Bolsa*

Por características genéricas consideramos aquellas que son comunes a la negociación que se realiza en la Bolsa, cualquiera que sea el mecanismo que sea utilizado. Son características genéricas la negociación indirecta, la nominación y la tipicidad de las operaciones, la formación objetiva de los precios y su publicidad, la liquidación de las operaciones por la propia Bolsa y la ejecución forzada de lo pactado.

3.1. *La negociación indirecta*

La negociación en Bolsa es indirecta porque se hace a través de intermediarios, que son los agentes de Bolsa y sus operadores o las sociedades corredoras y sus operadores. Los intermediarios se vinculan con sus comitentes y dentro de los servicios que les prestan, está el de ejecutar sus órdenes de compra o de venta. Los comitentes no intervienen directamente en la negociación, pues son los intermediarios quienes contratan entre sí, mas no los comitentes quienes no tienen o no deben tener ningún contacto personal en la negociación.

Ejecutada la orden de compra o de venta y liquidada la operación por el servicio especial que presta la Bolsa, llamado Caja de Liquidaciones, los Intermediarios cumplen por cuenta de sus respectivos comitentes las prestaciones correspondientes, con lo que queda consumada la negociación.

Esta característica mantiene al comitente –o debería mantenerlo– en el anonimato, por lo que de ella se deriva una cuestión de trascendental importancia, cual es, el secreto bursátil pero que, en nuestro medio, sólo puede ser referida como reserva bursátil.

Como excepción a esta característica debe señalarse la negociación por cuenta propia, que las sociedades corredoras puedan realizar y los agentes de Bolsa sólo cuando se la autoriza la CONASEV.

3.1.a. La reserva bursátil

Como lo hemos advertido, de la caracterización jurídica de la negociación en la Bolsa se deriva un postulado universal que es el llamado secreto bursátil que, fundamentalmente, por el proceso de liquidación de las operaciones en la Bolsa de Valores de Lima, resulta más propio llamarlo reserva bursátil, lo que vamos a explicar después de conceptualizar el portulado del secreto.

El intermediario, sea sociedad corredora o agente de Bolsa, —que bien puede llamársele comisionista— actúa en la negociación en Bolsa como si fuera a nombre propio, pues no está obligado a revelar el nombre de su comitente, no sólo en razón del interés privado del mismo comitente, sino en interés del Mercado, pues puede darse el caso que la identificación del comitente que compra o que vende incida en la fluctuación de los precios. De ahí surge la necesidad de guardar el secreto por parte del intermediario, lo que debe preservarse mediante norma legal expresa que vendría a ser el deber impuesto en cuanto a no revelar lo relacionado con las operaciones de Bolsa que alcanza a los intermediarios bursátiles y aún a la propia Bolsa, salvo que medie requerimiento judicial derivado de un proceso penal.

En el Perú no existe norma legal que consagre el secreto bursátil y si bien el Decreto Legislativo N^o 211 no le da tampoco cabida, es de la naturaleza de la relación que se entabla entre los intermediarios y sus comitentes, así como de las operaciones que se realizan en el recinto de la Bolsa, que el nombre de los comitentes no deba darse a conocer. Sólo los intermediarios tienen conocimiento de sus comitentes al ejecutar sus órdenes de compra o de venta y, sin bien no los identifican en el momento de concertar la transacción, su nombre sí tiene que ser revelado a la Caja de Liquidaciones de la Bolsa, para el giro del cheque correspondiente al vendedor. Y si la transacción lo ha sido sobre títulos accionarios, que desde 1968 sólo pueden emitirse nominativamente, la revelación del nombre del comprador debe hacerse a la sociedad emisora para el correspondiente registro. De ahí, que deba hablarse de reserva bursátil y no de secreto bursátil.

La Bolsa debe guardar especial celo en el cuidado del

nombre de los comitentes, aunque desde luego está latente el riesgo de la infidencia de los funcionarios bajo cuya responsabilidad está la Caja de Liquidaciones, o de los empleados que la sirven o de los propios intermediarios. Si bien corresponde a la Bolsa guardar la reserva debida en cuanto al nombre de los vendedores y compradores, igual deber corresponde a los intermediarios bursátiles.

Aún cuando el Estatuto del Colegio de Agentes de Bolsa no contiene prescripción al respecto, sus miembros son sumamente celosos de la reserva bursátil y un hecho contravencional lo consideran infractorio de los deberes profesionales susceptibles de sanción disciplinaria a imponerse por el propio Colegio.

Así, pues, sea el interés del mercado, de los comitentes o de los propios intermediarios el que deba dar lugar a la cautela de la reserva bursátil, es conveniente precisar el ámbito que debe comprender. Como principio general deben abarcarse en el ámbito de la reserva bursátil todas las operaciones que realicen los intermediarios, sea en la Rueda o en cualquier otro mecanismo que funcione en el recinto de la Bolsa, constituyéndose en un deber jurídico tanto de ésta como de los intermediarios. Este principio general sólo debe tener excepción por mandato judicial y, aún cuando la CONASEV tiene facultad de control, estimamos que, en vía administrativa, no puede disponer el levantamiento de la reserva bursátil.

3.1.b. *La irreivindicabilidad de los títulos negociados*

La irreivindicabilidad de los títulos negociados es otro postulado que se deriva de la característica genérica que estamos analizando. Según el art. 12 de la Ley Normativa del Mercado Bursátil, “los valores mobiliarios que se negocien en Rueda son irreivindicables, sin perjuicio de la responsabilidad del agente de Bolsa por el incumplimiento de las obligaciones que le competen y de las acciones civiles o penales a que hubiere lugar. La norma está referida a la Rueda de Bolsa pero, en nuestra opinión, es aplicable a los demás mecanismos de negociación que funcionan en el recinto de la Bolsa y pese a que no están integrados al Mercado Bursátil. Por ello, el principio de la irreivindicabilidad lo consideramos como característica genérica de la negociación en Bolsa y, además, lo derivamos también de la negociación indirecta.

El principio de la irreivindicabilidad tiene su antecedente en los arts. 85 y 535, inc. 3, del Código de Comercio. El art. 85 lo consagró respecto de los bienes que se vendían en los lugares públicos de contratación y, el inc. 3 del art. 535, respecto de los títulos negociados en Bolsa, con intervención de agente colegiado. Este último fue derogado por el art. 214 de la Ley Nº 16587 - Ley de Títulos-Valores, que lo receptó en su art. 14, aunque sin referencia a la negociación en Bolsa, y, el art. 85, por el art. 10 del Decreto-Ley Nº 18353, que no hizo mención al principio de la irreivindicabilidad, pese a que la Bolsa seguía siendo un lugar público de contratación.

Según el art. 14 de la Ley de Título-Valores, "el título-valor adquirido de buena fe de conformidad con las normas que regulan su circulación, no está sujeto a reivindicación". Si las normas que regulan la circulación del título hacen posible su negociación en la Mesa de Negociaciones y en la Mesa de Productos, es incuestionable su irreivindicabilidad, máxime si el comitente no lo adquiere directamente, sino a través de un agente de Bolsa o sociedad corredora que, al momento de concertar la compra, no tiene conocimiento sobre su procedencia. De ahí que la mala fe que haría posible la irreivindicabilidad de los títulos negociados en Bolsa, cualquiera que sea el mecanismo, se encuentra cautelado, de modo general, por el Código Civil.

En efecto, el art. 1542 del Código Civil ha receptado el principio del art. 85 del Código de Comercio, al establecer que "los bienes muebles -y los valores negociables lo son- adquiridos en tiendas o locales abiertos al público no son reivindicables si son amparados con facturas o pólizas del vendedor" y que "queda a salvo el derecho del perjudicado para ejercitar las acciones civiles y penales que correspondan contra quien los vendió indebidamente". De este modo, pues, el principio de la irreivindicabilidad de los títulos negociados en la Bolsa no puede ser susceptible de una interpretación restrictiva, y debe entenderse que parte del supuesto del cumplimiento de las obligaciones de los agentes de Bolsa o de las sociedades corredoras y de las responsabilidades civil o penal que les puedan ser imputables.

3.2. La negociación es nominada y típica

La negociación en la Bolsa se realiza mediante operaciones típicas, con su respectivo nomen juris, y sometidas a las disposiciones legales y reglamentarias que las rigen, así como por los usos y prácticas bursátiles.

3.3. La negociación forma los precios

La negociación en Bolsa forma objetivamente los precios porque ella misma es el resultado del libre juego de la oferta y la demanda. Esta característica sustenta la publicidad de los precios, que la Bolsa realiza mediante su Boletín Diario de Cotizaciones.

3.4. Las operaciones son liquidadas por la Bolsa

Las operaciones que se realizan en la Bolsa se liquidan mediante un servicio especial denominado Caja de Liquidaciones, trátese de operaciones en Rueda o en Mesa. Su organización y administración corresponde a la Gerencia de la Bolsa de Valores de Lima, bajo cuya dirección y responsabilidad se encuentra. Funciona todos los días hábiles dentro del horario que determina el Directorio de la Bolsa.

El servicio que presta la Caja de Liquidaciones, así como el procedimiento, está normado por la Resolución CONASEV N° 136-71-EF/94, del 29 de Diciembre de 1971, para las operaciones de Rueda, y, por la Resolución CONASEV N° 160-82-EFC/94.10, del 6 de Diciembre de 1982, para las operaciones de Mesa de Negociación.

Para los efectos del servicio, la Bolsa de Valores de Lima debe mantenerse una o más cuentas corrientes bancarias en las que deposita los cheques que recibe para la liquidación de las operaciones y contra las cuales gira los importes correspondientes a las mismas, con deducción de la contribución que corresponde a la propia Bolsa y la comisión de los intermediarios, a quienes se les gira con cheques contra las mismas cuentas.

La liquidación consiste en la entrega y recibo de los títu-

los y del importe del precio respecto de las operaciones concertadas, sin que el procedimiento seguido ante la Caja de Liquidaciones libere a los intermediarios y a sus comitentes de sus responsabilidades por falta de cumplimiento, ya que la Bolsa no incurre en otra responsabilidad que la derivada del funcionamiento del servicio de Caja de Liquidaciones.

Los cheques que se entreguen a la Bolsa deben ser girados a su orden, pudiéndose utilizar un sólo cheque para cubrir la liquidación de varias operaciones, acompañándose de una planilla en la que se individualiza cada una de ellas. La Bolsa puede exigir que los cheques sean certificados.

Para el efecto de la liquidación, el intermediario vendedor debe indicar en la papeleta de Rueda o de Mesa, según corresponda, el nombre del comitente a cuya orden la Caja de Liquidaciones debe girar el cheque correspondiente, y debe hacer entrega de los valores vendidos, de la “carta de transferencia” o del comprobante de custodia de los títulos, según el caso. Por su parte, el intermediario comprador, debe haber depositado el importe correspondiente a la compra. De este modo, la Caja de Liquidaciones hace entrega al intermediario vendedor del importe correspondiente a su venta y, al intermediario comprador de los títulos, la “carta de transferencia” con constancia de recepción por la empresa emisora, o, el comprobante de custodia de los títulos.

La Caja de Liquidaciones puede retener la entrega de los valores, de “la carta de transferencia” o los comprobantes de custodia, o, en su caso, los cheques ya girados, si los agentes no cumplen con las prestaciones que les competen. Las entregas respectivas sólo pueden ser verificadas con personas debidamente autorizadas.

3.5. La negociación puede generar una ejecución forzada de lo pactado

La negociación en la Bolsa puede generar una ejecución forzada de lo pactado, mediante procedimientos privativos para compeler el cumplimiento, de conformidad con las normas reglamentarias dictadas por la CONASEV y las que esta-

blece la propia Bolsa. Esta característica se funda en la razón misma de ser la Bolsa un mercado, en el que la negociación debe tener una pronta consumación en aplicación de las mismas normas reglamentarias que gobiernan a las operaciones.

Las operaciones deben pues, ser liquidadas y consumarse con arreglo a los plazos establecidos, salvo ampliación de carácter excepcional que sean autorizadas. Los plazos se computan con arreglo a los días de funcionamiento de la Caja de Liquidaciones.

4. La Caja de Valores

Como un servicio especial que deben prestar las Bolsas de Valores, mediante Decreto Supremo M^o 576-84-EFC, de 28 de Diciembre de 1984, se ha previsto la organización de la Caja de Valores, la que debe tener por objeto el depósito de valores mobiliarios. La autorización debe ser otorgada por CONASEV, la que debe también dictar el reglamento correspondiente.

En la Caja de Valores podrán depositarse los valores mobiliarios registrados en Bolsa, los que sean objeto de oferta pública, así como los que hayan sido emitidos por empresas que así lo soliciten.

Hasta la fecha no se ha dictado el reglamento que norme el funcionamiento de la Caja de Valores. Creemos que este servicio es ya de imprescindible necesidad pues está llamado a preservar la reserva bursátil (Supra N^o 3.1.a) y a contribuir a la “desmaterialización” de los títulos, como viene ocurriendo en países cuyas Bolsas han alcanzado un mayor grado de desarrollo como mercado y en la aplicación de procedimientos electrónicos para la prestación de sus servicios.

5. La regulación de la Bolsa como mercado

Si bien la Constitución Política no contiene precepto referido directamente al Mercado de Valores y la Bolsa, no por ello debe soslayarse el contexto de los principios que sustentan el Régimen Económico, así como también todos

los instrumentos normativos que conforma el ordenamiento jurídico interno, porque es con arreglo a todos estos instrumentos como se produce la regulación de la Bolsa como mercado.

Precisar un concepto genérico de regulación es tarea sumamente complicada y difícil, por cuanto existen diversos criterios para exponer y entender la regulación. Además, ella debe ser entendida, si se trata de una Bolsa en particular, en función de las características propias y de los principios informantes de la normativa del país en que está constituida.

Cuando el estado tiene una acentuada participación en la actividad económica, la regulación debe entenderse como expresión de la política económica. En este sentido es interesante la conclusión de Eizirik(4), en cuanto que existen normas jurídicas que pueden ser llamadas normas reguladoras en la medida en que implementan la política económica de un Gobierno.

Pero hay otro criterio que es importante relievár y es el de vincular la regulación a la eficiencia del mercado, como lo expone Eduardo Bacqué(5), y que conforme al cual, cuando el mercado tiene evidentes imperfecciones en cuanto a la actuación de la oferta y la demanda y del entorno económico que lo configura, se hace necesaria la regulación para ofrecer a los partícipes del mercado iguales condiciones y oportunidades.

La regulación puede adoptar diversas maneras y manifestaciones, todas orientadas a fijar modos de actuación y de participación. Así, la cuestión oscila entre lo que se ha venido a denominar la autoregulación y la regulación por el Estado, pasando por maneras de regulación intermedias. Por la autoregulación las mismas Bolsas crean sus propias normas reguladoras; en la regulación estatal, es el Estado, a través del res-

(4) El Papel del Estado en la Regulación del Mercado de Capitales, pág. 167.

(5) Regulación, eficiencia informacional y responsabilidad en el Mercado de Capitales, en Boletín FIABV N° 2, pág. 65.

pectivo órgano contralor, el que dicta las normas según las cuales se ha de comportar el mercado. Las maneras de regulación intermedias se dan fundamentalmente, en la autorregulación por delegación, esto es, cuando el Estado mediante ley, o su órgano contralor, delega en las Bolsas de Valores la facultad de crear o dictar normas de regulación a las cuales deben ajustarse los partícipes del mercado.

En relación a la autorregulación, que tiene su expresión más cabal en la que se da en la Bolsa de Londres, Knight(6) explica que en Inglaterra la autorregulación es el resultado de características tales como una larga y continuada historia; en la unificación y centralización del mercado de valores, llevados a cabo en la Bolsa; en la integración de los mercados primario y secundario, también en la Bolsa; y, en la alta sofisticación del mercado de valores y su separación del sistema bancario. Pero, el mismo Knight explica también —como no puede ser de otra manera— que la regulación del mercado inglés se sustenta en una serie de leyes importantes, señalando como tales las que norman a las sociedades, la emisión de títulos-valores y la de prevención de fraudes. La autorregulación la explica, así, en la ausencia de un órgano contralor y que, en consecuencia, la regulación del mercado por la propia Bolsa no resulta de una delegación legal, reconociendo, sin embargo, que la responsabilidad por el funcionamiento ordenado y eficiente del mercado, la tiene el Banco de Inglaterra. Los poderes regulatorios de la Bolsa están basados en el control y la disciplina que su órgano de gobierno hacen obligatorios para sus miembros y dado que las operaciones en Bolsa sólo pueden ser llevadas a cabo sujetas a las reglas y reglamentaciones establecidas por la propia Bolsa.

En mercados de valores en que existen evidentes imperfecciones, tanto en lo que se refiere a la formación de los precios como a la información del inversionista, la regulación por el Estado es una consecuencia necesaria y así lo precisa el propio Knight(7). Tal es el caso de nuestro país, en que no

(6) Ventaja de la Auto-Regulación de los Mercados de Valores, Boletín Bursátil N^o 83, Enero de 1986.

(7) *Ibidem*.

sólo es necesario fijar condiciones de competitividad para beneficio de quienes participan en la Bolsa como vendedores o compradores, sino por la acentuada participación del Estado en la actividad económica, como promotor y contralor, en virtud de los principios generales del Régimen Económico establecido por la Constitución Política.

Sin embargo, en relación con la Bolsa de Lima --la única existente en el país-- se da también, y en medida que debe acrecentarse en función de la eficiencia, una autorregulación por delegación, como lo ha previsto el inc. f) del art. 2 del Decreto Legislativo No 211, en relación a las funciones que le pueden ser asignadas por las disposiciones legales, las resoluciones de la CONASEV y sus Estatutos. Es así como la Bolsa, mediante las disposiciones de su Directorio ha establecido normas de regulación para el funcionamiento de la Rueda y la Mesa y las operaciones que se desarrollan en ellas, ha interpretado las normas que reglamentan las operaciones, las ha complementado y ha integrado sus vacíos, al igual que en lo que respecta a la liquidación de las operaciones; y, en materia de información, ha contribuido decisivamente a los logros en materia de transparencia del mercado.

En la actualidad se ha planteado la cuestión de la "desregulación" y ella trae consigo enfrentamientos en mayor o menor grado entre las Bolsas y las Comisiones Nacionales de Valores, en los países en que existen, o sus organismos similares. Nosotros ubicamos la cuestión dentro de una solución de equilibrio en las relaciones, por lo menos en el Perú, entre la Bolsa y el órgano contralor del mercado, que en nuestro medio es la CONASEV, la que no tiene facultad de supervigilancia sobre la Bolsa --como institución--, aunque sí para regular el mercado y para controlar a las entidades emisoras y a los intermediarios, pudiendo delegar facultades en la Bolsa. Nosotros creemos, entre ellas, la económica. Por lo demás, las regulaciones, cualesquiera que sean su origen, alcance y objetivos, están integradas al ordenamiento jurídico y constituyen genuinas normas jurídicas.

LA RUEDA DE BOLSA

6. *Régimen legal*

La Rueda de Bolsa se rige por las disposiciones del Decreto Legislativo N° 211 - Ley Normativa del Mercado Bursátil, cuyo art. 14 autoriza a la CONASEV a reglamentar las operaciones y, obviamente, su funcionamiento. En virtud de esta autorización la CONASEV mediante Resolución N° 130-83-EFC, de 28 de diciembre de 1983, ha promulgado el actual Reglamento de las Operaciones en Rueda de Bolsa cuya vigencia se inició el 1° de febrero de 1984. Además, se rige por las disposiciones complementarias que dicta el Directorio de la Bolsa.

7. *Concepto*

La Rueda de Bolsa es, tradicionalmente, la expresión cabal de la Bolsa como mercado y constituye el principal servicio que presta la Bolsa de Valores de Lima como institución de servicio público, pues es en ella donde se centraliza la negociación de valores admitidos a cotización. Se le llama también Sala de Negociación, Corro, Parquet o Pregón.

El art. 10 del Decreto Legislativo N° 211 la conceptúa como la reunión que se realiza en los locales designados por las Bolsas de Valores, con el objeto de que se realicen las transacciones con los valores mobiliarios incorporados a la negociación bursátil. Ya hemos visto que en virtud de la negociación indirecta, sólo los agentes de Bolsa y sus operadores o las sociedades corredoras y sus operadores, pueden participar en ella.

8. *Características específicas*

Al considerar las características genéricas de la negociación en Bolsa hemos reservado aquellas que hemos considerado específicas por corresponder a cada uno de los mecanismos de negociación, en particular. Son características específicas de la Rueda de Bolsa el cautiverio de los valores negociables y la presunción del consentimiento del cónyuge del enajenante, así como los márgenes del mercado y las cotizaciones como derivación de la formación objetiva de los precios.

8.1. El cautiverio de los valores negociables

Como ya lo hemos reseñado, el cautiverio de los valores negociables en Rueda de Bolsa, que fue un anhelo largamente esperado, tuvo su antecedente en la Ley N^o 17020 y su consagración en el Decreto-Ley N^o 18302 y luego en el Decreto Legislativo N^o 211. Según el art. 9 de la Ley Normativa del Mercado Bursátil, en la negociación de valores registrados en Bolsa, es obligatoria la mediación de los Agentes de Bolsa y de las sociedades corredoras, quienes deberán concertar obligatoriamente en Rueda de Bolsa todas las operaciones que intermedien.

El cautiverio de los títulos negociables en el Mercado Bursátil es, pues, por lo antes señalado, una característica específica. Consiste en la obligatoriedad de negociar en la Rueda de Bolsa los títulos admitidos a cotización, con mediación de los agentes de Bolsa o sociedades corredoras sin que las empresas emisoras pueden registrar los títulos nominativos en favor del adquirente si no media la póliza del agente de Bolsa. Si se trata de títulos al portador, es la póliza del agente de Bolsa la que legitima su tenencia.

Según el mismo art. 9 del Decreto Legislativo N^o 211, en casos especiales, en los que por razones de forma, modalidad u otra circunstancia no fuese posible efectuar la negociación en Rueda, podrá exceptuarse la obligatoriedad, siempre que de modo previo, genérico o específico, lo autorice la CONASEV.

Las excepciones genéricas se han previsto para los casos de anticipo de legítima, de transmisión sucesoria y de división y participación de la masa hereditaria (8), así como para el caso de devolución de Bonos de Fomento Hipotecario que se realice entre las empresas constructoras que se asocian para participar en licitaciones y ejecutar obras públicas (9).

(8) Resolución CONASEV N^o 034-82-EFC/94.10, de 17 de Febrero de 1982.

(9) Resolución CONASEV N^o 269-84-EFC/94.10, de 21 de Agosto de 1984.

Las excepciones específicas se dan en mérito de las respectivas solicitudes de los interesados y se otorgan, en cada caso, por Resolución CONASEV que además autorizan el registro de las transferencias correspondientes en los libros de las empresas emisoras o que legitiman la tenencia si se trata de títulos al portador.

La cuestión que debe dilucidarse es si la transferencia de los valores sin observarse lo dispuesto por el art. 9 de la Ley Normativa del Mercado Bursátil tiene o no validez. Nosotros consideramos que sí la tiene y nos fundamos en el régimen de las nulidades establecido por el Código Civil vigente desde el 14 de noviembre de 1984.

Para la dilucidación lo primero que hay que establecer es si la disposición del art. 9 de la Ley Normativa del Mercado Bursátil tiene carácter imperativo. En nuestra opinión es norma de orden público, tanto por su génesis como por su finalidad, y porque de su propio tenor se hace evidente su carácter imperativo. Sin embargo, no establece la consecuencia de su inobservancia, la que es sancionada con multa, tanto para la sociedad emisora, sin perjuicio de la acción penal a que hubiera lugar, como para el agente de Bolsa o sociedad corredora, sin perjuicio de la cancelación del título o de la autorización de funcionamiento, como lo establece la Resolución Ministerial N° 484-83-EFC/15, de 28 de octubre de 1983.

Al no sancionarse con nulidad la contravención no son de aplicación las causales previstas en el inc. 7 del art. 219 y en el inc. 4 del art. 221 del Código Civil. Por esta última y por la del inc. 7 del art. 219, se requiere que la ley declare anulable o nulo al acto jurídico, declaración que no contiene el art. 9 de la Ley Normativa del Mercado Bursátil. De otro lado, no obstante que es de orden público la disposición del art. 9 de la Ley Normativa del Mercado Bursátil, no le es aplicable la causal prevista en el inc. 8 del art. 219 del Código Civil, puesto que la Resolución Ministerial N° 484-83-EFC/15 establece una sanción diversa a la nulidad. En las causales de los incs. 4 y 7 de los arts. 221 y 219 se requiere de norma legal que preexista a la contravención de la obligación de concertar la operación en Rueda y, en la prevista en el inc. 8 del art. 219 que no exista norma legal que establezca sanción

diversa a la nulidad, sin que deba interpretarse que deba tratarse de norma "legal" en sentido estricto.

8.2. La presunción del consentimiento del cónyuge del enajenante

Por la agilidad y fluidez de la negociación en Rueda, el art. 11 de la Ley Normativa del Mercado Bursátil establece que "en la negociación en Rueda de valores mobiliarios se presume, de pleno derecho, el consentimiento del cónyuge del enajenante". Se trata de una presunción legis que puede ser desvanecido si la Bolsa toma conocimiento previo a la operación, y lo hace saber a los Agentes de Bolsa y las sociedades corredoras, que el cónyuge formula oposición y que ha negado su consentimiento. De no producirse la manifestación en contrario y previa a la operación, la presunción se torna *jure et de jure*.

El art. 11 del Decreto Legislativo N° 211 tiene su antecedente en el art. 6 del Decreto Ley N° 18353, de 4 de agosto de 1970, promulgado en razón de que mediante Decreto-Ley N° 17838, de 30 de setiembre de 1969, se había modificado el Código Civil de 1936, entonces vigente, cuyo art. 188 si bien reconocía al marido como administrador de los bienes comunes, requería de la intervención de su mujer para los actos de disposición.

El Código Civil, vigente desde 21 14 Noviembre de 1984, ha introducido una sustancial innovación en el régimen patrimonial del matrimonio, pues antes del matrimonio los futuros cónyuges pueden optar libremente por el régimen de sociedad de gananciales o por el de separación de patrimonios, el cual comenzará a regir al celebrarse el casamiento. Si los futuros cónyuges optan por el régimen de separación de patrimonios, deben otorgar escritura pública, bajo sanción nulidad, y para que surta efecto debe inscribirse en el registro personal; a falta de escritura pública se presume que los interesados han optado por el régimen de sociedad de gananciales (ar. 295). Durante el matrimonio, los cónyuges pueden sustituir un régimen por otro, requiriéndose, para la validez del convenio el otorgamiento de escritura pública y la inscripción en el registro personal, lo que determina la vigencia del nuevo régimen (art. 296). Y en el caso de hallarse en vigencia el régimen de sociedad de gananciales, cualquiera de los

cónyuges puede recurrir al Juez para que dicho régimen se sustituya por el de separación (art. 297).

Ahora bien, la presunción del art. 11 de la Ley Normativa del Mercado Bursátil sólo es aplicable para el caso que el enajenante casado esté en el régimen de la sociedad de gananciales, pues conforme al art. 315 del Código Civil requiere de la intervención de su cónyuge, y no si está en el régimen de separación de patrimonio, pues conforme al art. 327 del Código Civil cada cónyuge conserva a plenitud la disposición de sus bienes.

La presunción es una característica específica de la negociación en Rueda, pues por emanar del art. 315 del Código Civil el requisito del consentimiento del Cónyuge, el art. 11 constituye una excepción a dicho precepto del Código Civil, por lo que para hacerla extensiva a los otros mecanismos de negociación que funcionan en la Bolsa es necesaria una disposición legal que establezca igual excepción, máxime si el precepto del art. 315 se fundamenta en consideraciones de orden público, que son las que inspiran la cautela del patrimonio común de los cónyuges.

8.3. La formación de los precios

Aún cuando hemos señalado que la formación objetiva de los precios constituye una característica genérica (Supra Nº 36.3), la derivación de esta característica hacia las cotizaciones y los márgenes del mercado constituye una característica específica.

8.3.1. La cotización

La cotización es el precio que alcanzan los valores negociados en la Rueda y que sirve de precio base para las nuevas propuestas de venta o de compra. Se entiende también por cotización la negociación misma de los valores cuando éstos han sido admitidos para su negociación bursátil y también el documento con el que se dan a publicidad los precios.

En relación con los precios, se distingue la cotización máxima, la cotización media y la cotización mínima. La cotización máxima es el precio máximo alcanzado por un valor durante la Rueda. La cotización media es el precio promedio

de los precios en que ha fluctuado un valor durante la Rueda. La cotización mínima es el precio mínimo registrado por un valor durante la Rueda.

El Reglamento de las Operaciones en Rueda de Bolsa destaca la cotización de cierre y la cotización media trimestral.

La cotización de cierre, según el art. 41, es el precio de un valor alcanzado en la última transacción realizada en Rueda. Si se trata de acciones, la transacción debe comprender un número no menor al que fije el Directorio de la Bolsa de Valores. Tratándose de obligaciones, la transacción debe comprender un valor nominal no menor al fijado por el Directorio de la Bolsa de Valores. Mantiene una vigencia de 60 días de Rueda o hasta que se establezca nueva cotización, si ésta ocurriera antes, y, si se distribuyen derechos, la cotización mantendrá su vigencia en términos que resulten del cálculo de la cotización luego de efectivizado el derecho.

La cotización media trimestral, según el art. 42, es el promedio ponderado de las cotizaciones que haya alcanzado un determinado valor en el curso de tres meses consecutivos y según el importe de las transacciones que intervienen para establecer el promedio, debiendo el valor correspondiente haber alcanzado no menos de seis cotizaciones en el trimestre respectivo y por lo menos una en cada uno de los meses del trimestre.

8.3.2. Los márgenes del mercado

La formación de los precios que es el resultado de la oferta y la demanda se genera en la fluctuación de las mismas, por lo que para que no se produzcan diferencias de consideración se han regulado tales fluctuaciones a través de lo que el Reglamento de las Operaciones en Rueda de Bolsa llama los márgenes del mercado.

Según el art. 41, se denomina margen del mercado a las variaciones entre los precios propuestos de compra o de venta. Las propuestas no pueden superar el 2^o/o de diferencia con relación a la cotización existente o propuesta anterior.

En una misma Rueda, la cotización no podrá superar el 10^o/o de la cotización de cierre de la Rueda anterior, o de la propuesta que quedara expuesta ese día, siempre que ésta mejore la cotización. Excepcionalmente y atendiendo a las condiciones del mercado, el Director de la Rueda puede disponer que este último margen alcance hasta el 20^o/o anotando en el Libro de Decisiones la fundamentación que corresponda. En el caso de valores sin cotización no se podrán realizar operaciones en el primer día en que se formulen las propuestas de compra o de venta.

9. *Funcionamiento de la Rueda*

Según el Reglamento de las Operaciones en Rueda, la Rueda debe tener lugar todos los días hábiles y su horario, duración y demás modalidades ser determinadas por el Directorio de la Bolsa, previo informe del Director de la Rueda. Para darle inicio se requiere de la presencia del Director de la Rueda, del Pregonero —que es su auxiliar— y, cuando menos, de la quinta parte del número de agentes de Bolsa hábiles para operar o sus operadores u operadores de sociedades corredoras.

Durante el desarrollo de la Rueda los agentes de Bolsa y los operadores están obligados a cumplir con las prescripciones del Reglamento y sus disposiciones complementarias, quedando sometidos a la autoridad del Director de la Rueda.

Entre las obligaciones que deben observar los agentes de Bolsa y los operadores, el Reglamento les precisa, entre otras, las de realizar las transacciones en forma clara y precisa, debiendo, de ser el caso, consultar con sus comitentes si no tuvieran autorización para obrar a su arbitrio; abstenerse de hacer apreciaciones tendentes a desacreditar o ponderar los valores, o designarlos con denominaciones que impidan su clara identificación; hacer propuestas o realizar operaciones ficticias que no impliquen cambio real en la propiedad de los valores negociados; hacer propuestas u operaciones a precios de compra sucesivamente más altos o de venta sucesivamente más bajos, destinados a crear o inducir una falta o engañosa apariencia de liquidez en ese valor o dirigidas a influir indebidamente el precio o los márgenes de mercado de ese valor;

tratar asuntos ajenos que puedan interrumpir las negociaciones; intermediar en operaciones que se realicen con inobservancia de las disposiciones legales y reglamentarias y los usos del comercio, realizar actos que afecten o puedan afectar el buen nombre y reputación de los agentes y operadores.

Según la naturaleza de la contravención o la gravedad de la falta, el Director de la Rueda puede disponer que los agentes o los operadores abandonen el recinto de la Rueda, o suspender la negociación de los valores, sin perjuicio de las sanciones a que hubiera lugar, pues de estas ocurrencias debe dar cuenta al Directorio de la Bolsa para que éste informe a la CONASEV con indicación de las medidas adoptadas.

10. Dirección de la Rueda

La conducción de la Rueda, según el art. 13 del Decreto Legislativo N° 211, está a cargo del Director de la Rueda, que es un funcionario designado por el Directorio de la Bolsa de Valores, quien está facultado, por el mismo dispositivo legal, a resolver con fallo inapelable las cuestiones que se susciten respecto a la realidad y validez de las operaciones, durante el curso de la Rueda. Para dotarlo de autonomía y seguridad, el citado precepto legal impide su remoción, salvo por causa justificada a criterio de la CONASEV y, para que actúe con la mayor imparcialidad y objetividad posibles, está afecto, de manera absoluta, a la prohibición de adquirir o enajenar, a título oneroso, valores bursátiles sin haber obtenido previamente y en cada caso, la autorización escrita del Directorio de la CONASEV, con excepción de valores que provengan de su condición de usuario de un servicio público o de los que adquiera con fines de desgravamen tributario.

El Director de la Rueda, además de la facultad de fallo inapelable, tiene por funciones las de refrendar las operaciones realizadas; disponer el registro de las propuestas y las operaciones realizadas o denegarlo cuando a su juicio las mismas tengan un precio fuera de los márgenes del mercado; dejar sin efecto las operaciones cuando a su juicio sean simuladas, no reflejen la realidad del mercado, no sean realizadas conforme a las disposiciones reglamentarias o existiera error de los agentes intervinientes, pudiendo ejercer esta facultad durante la Rueda y hasta la finalización de las operaciones al cierre:

suspender la Rueda o darle término anticipado cuando existieren circunstancias especiales que impiden o dificultan su normal desenvolvimiento: expedir a los agentes las certificaciones que le soliciten sobre las negociaciones realizadas en la Rueda y todas las demás funciones que le encomienda el Reglamento de las Operaciones en Rueda de Bolsa:

El Director de la Rueda cuenta con la colaboración del pregonero, asistentes y personal auxiliar. Tanto el pregonero como los asistentes son nombrados por el Directorio de la Bolsa a propuesta del Director de la Rueda. El pregonero tiene como función la de repetir en alta voz las propuestas, las operaciones cruzadas y las operaciones realizadas que se le hagan de su conocimiento por indicación del Director de la Rueda o de los agentes u operadores. Las funciones de los asistentes son las que les asigna el Director de la Rueda, el cual asume la responsabilidad de los actos que éstos realicen en el ejercicio de sus funciones.

Como puede apreciarse, el Director de la Rueda es la máxima autoridad durante el desarrollo de la Rueda y sus facultades se resumen en la de resolver con fallo inapelable las cuestiones que se susciten sobre la realidad y validez de las operaciones.

11. Desarrollo de la Rueda

Iniciada la Rueda con el quórum reglamentario, los agentes de Bolsa o sus operadores o los de las sociedades corredoras, formulan sus propuestas en ejecución de las órdenes de compra o de venta que han recibido, y, en base a ellas, se concertan las operaciones.

II

LA MESA DE NEGOCIACION

12. Régimen legal

La Mesa de Negociación se ha organizado en virtud de la atribución que el Decreto Legislativo N^o 198, que es su Ley Orgánica, le reconoce a la CONASEV, en cuanto a la promoción y reglamentación del Mercado de Valores, pero no se

sustenta en normas de jerarquía legal como las que fundamentan la Rueda de Bolsa.

El funcionamiento de la Mesa de Negociación se rige por la Resolución CONASEV N° 130-82-EFC/94.10, de 14 de octubre de 1982, que autorizó a la Bolsa de Valores de Lima su organización y encargó a su Directorio la formulación del reglamento para las operaciones en ella, el que fue aprobado por la Resolución CONASEV N° 160-82-EFC/94.10, de 6 de diciembre de 1982. Se rige, además, por las disposiciones complementarias que dicta el Directorio de la Bolsa.

13. Concepto

La Mesa de Negociación es un mecanismo establecido con la finalidad de organizar el mercado extrabursátil, al posibilitar las transacciones con valores no susceptibles de negociarse en la Rueda de Bolsa. Su implantación respondió a la necesidad de canalizar la oferta y la demanda de títulos cuya negociación cubría un gran segmento del Mercado de Valores, por lo que mediante este mecanismo la Bolsa de Valores de Lima promueve la centralización y ordenamiento de las transacciones, ofreciendo, así, un servicio adicional para propiciar la inversión y dotar de liquidez al mercado.

Su funcionamiento se inició el 14 de marzo de 1983 y sólo los agentes de Bolsa y sus operadores o las sociedades corredoras y sus operadores pueden participar en ella, pues aún cuando la Mesa de Negociación no está integrada al Mercado Bursátil, funciona en el recinto de la Bolsa.

Si bien en otros países existen diversos mecanismos para el ordenamiento del Mercado de Valores y se hacía cada vez más necesario dotar al nuestro de similares mecanismos, el antecedente de la Mesa de Negociación fue la recomendación de la Asamblea General de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores celebrada en Madrid, en setiembre de 1981, a fin de que las Bolsas intensificaran sus esfuerzos por incorporar a la negociación en su recinto valores o activos financieros distintos de los que eran susceptibles de ser admitidos a cotización, o sea, a la Rueda.

14. *Características específicas: El precio de referencia*

La Mesa de Negociación presenta como características específicas la del precio de referencia, como derivación de la formación objetiva de los precios y la de ser un mecanismo diseñado sólo para la negociación de valores de renta fija.

El libre juego de la oferta y la demanda, que forma los precios de los valores negociables en la Mesa no fija cotización por así prohibirlo el art. 6 de la Resolución CONASEV Nº 130-82-EFC/94.10. El precio de referencia es el resultado, en relación a cada título negociado, de las operaciones que se han realizado, pero, al contrario de la cotización, no sirve de base para las operaciones sobre el mismo título en la sesión de Mesa siguiente.

El precio de referencia, como sólo puede estar referido a valores de renta fija, se expresa porcentualmente, a tanto por ciento del valor nominal del título, en unidades completas o con fracciones no menores de un cuarto por ciento.

15. *Funcionamiento de la Mesa de Negociación*

La Mesa de Negociación es la reunión diaria que se celebra en el local de la Bolsa de Valores de Lima, con la finalidad de que se realicen operaciones de compra-venta de valores no registrados en Bolsa, que, precisamente, por no estar registrados no son susceptibles de negociarse en Rueda y, por ello, no les alcanzan las características específicas que corresponden a la Rueda.

La Mesa de Negociación tiene lugar todos los días hábiles, en el horario, tiempo de duración y demás modalidades determinadas por el Directorio de la Bolsa de Valores de Lima.

16. *Dirección de la Mesa de Negociación*

La dirección de la Mesa de Negociación, corresponde al Director de la Mesa, al que las normas reglamentarias le confieren la facultad de fallo inapelable que el art. 13 de la Ley Normativa del Mercado Bursátil otorga al Director de la Rueda.

El Reglamento confiere, además atribuciones al Director de

la Mesa para cuidar que la negociación se realice ordenadamente, disponer la anotación de los precios, suspender la Mesa, darle término anticipado y hacer salir del recinto a los que, con sus actos, impiden o dificulten su realización ordenada; y, ejercer, desde luego, las demás funciones previstas en el Reglamento.

17. *Desarrollo de la Mesa de Negociación*

La negociación en la Mesa es también indirecta pues sólo la efectúan las sociedades corredoras o los agentes de Bolsa y sus respectivos operadores y, al contrario que en la Rueda, las operaciones se efectúan en los términos pactados entre ellos y sólo a solicitud el Director de la Mesa puede disponer la anotación de la clase de valores que se esté ofertando o demandando. El precio debe expresarse en porcentaje, en unidades completas o con fracciones no menores de un cuarto por ciento.

III

LA MESA DE PRODUCTOS

18. *Concepto*

La Mesa de Productos es el más reciente mecanismo de negociación que, aunque constituye un mercado extrabursátil, funciona también en el local de la Bolsa de Valores de Lima. Consiste en la concertación de operaciones con títulos representativos de derechos sobre productos, promoviendo la centralización y ordenamiento de las transacciones con títulos que han venido a incrementar la gama de los que son susceptibles de negociación. No se trata, como puede apreciarse, de negociación de productos sino de valores, lo que hace innecesario este mecanismo ante la existencia de la Mesa de Negociación.

La Mesa de Productos ha sido puesta en funcionamiento en el mes de julio de 1985, en virtud de la Resolución CONASEV N° 123-85-EF/94.10, de 21 de Mayo de 1985, en cuyas disposiciones transitorias se encarga a la Bolsa a presentar a CONASEV un proyecto de Reglamento de Operaciones y, hasta tanto se apruebe, que sean de aplicación las normas del Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa.

La reglamentación de la Mesa de Productos está pendiente de promulgarse hasta la fecha.

IV

FUNCION ECONOMICA Y SOCIAL DE LA BOLSA .

19. *La función económica*

Si atendemos a que el Régimen Económico establecido por la Constitución ha introducido el sistema de la “economía social de mercado”, es incuestionable que la Bolsa queda comprendida en su concepto. Según anota Ruiz Eldredge (10) en el Proyecto se decía simplemente “economía de mercado”, pero que por las críticas de los partidos de izquierda se acogió la “economía social de mercado”, agregando que se mitigaron así los alcances de la economía liberal. El sistema permite la iniciativa privada pero armonizada con el interés social, pues así resulta del art. 115: “La iniciativa privada es libre. Se ejerce en una economía social de mercado. El Estado estimula y reglamenta su ejercicio para armonizarlo con el interés social”.

La función económica de la Bolsa debe desarrollarse, pues, en el contorno de la “economía social de mercado” y de los demás principios que sustentan el Régimen Económico establecido por la Constitución Política.

Ahora bien, como función económica la Bolsa tiene la de canalizar el ahorro interno hacia inversiones productivas, dotando al inversionista de condiciones de liquidez y rentabilidad. De este modo, la Bolsa puede servir de fuente alternativa de financiamiento empresarial y aún del Estado y entidades públicas, mediante emisiones de títulos destinados al público inversionista, promoviendo, por este medio, la distribución de recursos financieros no sólo a las empresas, sino también a los diversos sectores.

Por lo demás, un mercado organizado estimula la inversión por la seguridad que reviste a las transacciones y la fluidez de la circulación de los títulos.

(10) La Constitución Comentada, pág. 184.

Por último, la Bolsa puede ser también un instrumento complementario de la política económica, particularmente de la monetaria.

20. *La función social*

La función social es indisoluble de la económica por la íntima vinculación entre ambas, que hace que se complementen. Y a ésta también le son de aplicación los principios que sustentan el Régimen Económico de la Constitución Política, máxime si el accionariado difundido debe ser característica de la economía social de mercado (11).

La difusión del accionario es, tal vez, el aspecto más importante de la función social de la Bolsa, pues a través del mercado bursátil debe promoverse una mayor participación en la capital de las empresas. En el Perú, donde el proceso de difusión nunca ha sido, por así decirlo, acelerado, recibió un gran impulso con la creación de las acciones laborales, propiciándose así la difusión, sino del accionario, la de la propiedad del aparato productivo.

El ofrecer títulos con rentabilidad atractiva y la atracción, por ese medio, de ahorradores, es también otro aspecto de la función social de la Bolsa, máxime si el mercado le ofrece también liquidez. Por todo ello, la transparencia del mercado mediante una oportuna y permanente información debe establecer igualdad de condiciones para el ahorro y la inversión.

Por último, forma parte de la función social de la Bolsa la contribución a elevar al nivel de información económica-financiera del público en general y de los ahorradores, en particular.

(11) Pella, Giuseppe. El accionariado popular como paradigma de la economía social del mercado, en el Accionariado Popular, pág. 143.